

RIVISTA ELETTRONICA DI DIRITTO, ECONOMIA, MANAGEMENT

Numero 2 - 2012

Prima parte: La regolazione dei mercati in divenire a cura di Marco Sepe

Seconda parte: Scritti vari a cura di Donato A. Limone

Peer Review

FONDATA E DIRETTA DA
DONATO A. LIMONE

Direttore responsabile

Donato A. Limone

Comitato scientifico

Stefano Adamo (Preside di Economia, Università del Salento), Piero Bergamini (Autostrade), Francesco Capriglione (Ordinario di Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari, LUISS, Roma), Michele Carducci (Ordinario di Diritto Pubblico, Università del Salento), Ernesto Chiacchierini (Ordinario di tecnologia dei cicli produttivi, Università La Sapienza), Claudio Clemente (Banca d'Italia), Ezio Ercole (Vice Presidente dell'Ordine dei Giornalisti del Piemonte e consigliere della Federazione Nazionale della Stampa Italiana - FNSI), Donato A. Limone (Ordinario di informatica giuridica, Università telematica Unitelma-Sapienza, Roma), Vincenzo Mastronardi (Ordinario Psicopatologia forense, Università La Sapienza, Roma), Nicola Picardi (Professore emerito della Sapienza; docente di diritto processuale civile, LUISS, Roma), Francesco Riccobono (Ordinario di Teoria generale del diritto, Università Federico II, Napoli), Sergio Sciarelli (Ordinario di Economia Aziendale, Università di Napoli, Federico II), Marco Sepe (Ordinario di diritto dell'economia, Università telematica Unitelma-Sapienza, Roma)

Comitato di redazione

Leonardo Bugiolacchi, Antonino Buscemi, Luca Caputo, Claudia Ciampi, Wanda D'Avanzo, Sandro Di Minco, Paola Di Salvatore, Pasquale Luigi Di Viggiano, Paolo Galdieri, Edoardo Limone, Emanuele Limone, Giulio Maggiore, Marco Mancarella, Gianpasquale Preite, Fabio Saponaro, Angela Viola

Direzione e redazione

Via Antonio Canal, 7
00136 Roma
donato.limone@gmail.com

Gli articoli pubblicati nella rivista sono sottoposti ad una procedura di valutazione anonima. Gli articoli sottoposti alla rivista vanno spediti alla sede della redazione e saranno dati in lettura ai referees dei relativi settori scientifico disciplinari.

Anno III, n. 2, ottobre 2012

ISSN 2039-4926

Autorizzazione del Tribunale civile di Roma N. 329/2010 del 5 agosto 2010

Editor ClioEdu

Roma - Lecce

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

La rivista è fruibile dal sito www.giuritecne.it gratuitamente.

INDICE

Editoriale	
<i>Donato A. Limone, Direttore della Rivista</i>	Pag. 3

PARTE PRIMA: REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI IN DIVENIRE a cura di Marco Sepe

Introduzione	
<i>di Marco Sepe</i>”	9
La nuova disciplina delle deleghe di voto e della sollecitazione di deleghe nelle società quotate	
<i>Giorgio Gangemi</i>”	10
La disciplina delle operazioni con parti correlate	
<i>Fabio Colavecchi</i>”	32
Opa obbligatoria e tutela degli investitori	
<i>Anna Laura Lombardo</i>”	69
Investimenti a rischio e responsabilità degli intermediari finanziari	
<i>Nicotra Delia</i>”	92
Prime note in materia di Codice degli appalti e servizi di consulenza finanziaria	
<i>Mavie Cardì</i>”	129
La contrattazione finanziaria e le regole di comportamento: patologie del rapporto e rimedi	
<i>Riccardo Restuccia</i>	” 138
La vigilanza della Consob in materia di abuso di mercato	
<i>Valentina Anzellotti</i>	” 162
Sistemi di controllo e prospettive di sviluppo della intermediazione <i>cross border</i>	
<i>Gaetano Marino</i>”	200

La nuova architettura finanziaria europea
Margherita GagliardiPag. 232

La finanza vaticana: obiettivi istituzionali e profili ordinamentali
Isabella Cortesi.....” 257

PARTE SECONDA: SCRITTI VARI
a cura di Donato A. Limone

La soluzione delle controversie nella Organizzazione mondiale del commercio:
tendenze e prospettive
Mario Carta.....” 276

Periferie sociali dello stato moderno
Pasquale Luigi Di Viggiano” 291

Alle radici dell'e-government: la gestione del cambiamento organizzativo
Giulio Maggiore” 312

Modelli di *governance* e fondi strutturali
Paolo Pastore.....” 324

Sull'inserimento lavorativo dei detenuti
Augusto Romano.....” 349

I diritti sindacali on line: l'esplicitazione dell'attività sindacale nel luogo di lavoro
attraverso i mezzi telematici
Giampaolo Teodori.....” 354

Editoriale

“La rivista ha anche la finalità di ospitare contributi di giovani studiosi che non avrebbero molte opportunità di pubblicare perchè fuori da circuiti culturali ed accademici” (così mi esprimevo nella presentazione del primo numero della Rivista, n.1/2010). Con questo numero pubblichiamo contributi di giovani studiosi, di giovani ricercatori universitari. La prima parte comprende articoli che si possono allocare nell’ambito del “diritto della economia” (la sezione è stata curata da Marco Sepe, ordinario di diritto dell’economia presso la università telematica unitelma Sapienza e componente del comitato scientifico della Rivista): “abusi di mercato” e Consob (Anzellotti), la consulenza finanziaria e gli appalti pubblici (Cardi), disciplina delle parti correlate (Colavecchi), la finanza vaticana (Cortesi), l’intermediazione *cross border* (Gagliardi), le deleghe nelle società quotate (Gangemi), la tutela degli investitori nell’Opa obbligatoria (Lombardo), la nuova architettura finanziaria europea (Marino), la responsabilità degli intermediari finanziari negli investimenti a rischio (Nicoira), la contrattazione finanziaria e le regole di comportamento: patologie e rimedi (Restuccia).

La seconda parte della Rivista, curata da Donato A. Limone, comprende contributi su tematiche diverse ma rilevanti sotto il profilo giuridico, socio-giuridico, organizzativo: Carta (la soluzione delle controversie nell’organizzazione mondiale del commercio); Di Viggiano (periferie sociali dello stato moderno); Maggiore (alla radici dell’*egovernment*); Pastore (modelli di *governance* e fondi strutturali); Romano (l’inserimento sociale dei detenuti); Teodori (i diritti sindacali on line).

Il Direttore della Rivista

Donato A. Limone

Autori di questo numero

Valentina Anzellotti

si è laureata in Matematica cum laude nel 2007 presso l'Università degli Studi di Roma Tre, discutendo la tesi di ricerca "Valutazione di derivati in modelli *regime-switching*".

Nel 2011 ha conseguito il Master di II livello in "Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari" presso l'Università LUISS Guido Carli.

Da gennaio 2010 svolge attività di vigilanza sul corretto funzionamento dei mercati regolamentati a pronti e strumenti finanziari derivati presso la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa, Divisione Mercati.

E-mail: v.anzellotti@consob.it

Mavie Cardi

Dottore di Ricerca in Diritto degli Affari presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma, collabora con la Cattedra di Diritto bancario presso la Facoltà di Economia della stessa università. Ha partecipato a progetti di ricerca di Fondazioni di studio. Tra i suoi lavori precedenti, saggi relativi a: "Prospettive di ridefinizione degli assetti proprietari del capitale della Banca d'Italia: profili giuridici e valutativi"; "Le Finanziarie Regionali. Terzo Osservatorio"; "Il capitale di rischio per lo sviluppo delle PMI". È inoltre in corso di pubblicazione, per la collana "Strumenti e modelli di diritto dell'economia" (Cacucci editore), il volume "Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta. Identità giuridiche in evoluzione".

Mario Carta

È Professore aggregato di Diritto dell'Unione europea presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Unitelma-Sapienza. È docente titolare, dal 1998, di Diritto internazionale ed europeo presso la Scuola di Perfezionamento per le Forze di Polizia, Ministero dell'Interno. È iscritto all'Albo degli Avvocati Cassazionisti dell'Ordine di Roma, Albo Speciale dei Professori Universitari. Ha svolto e svolge attività di consulenza per la Commissione europea nell'ambito dei negoziati di adesione con la Repubblica Ceca e con i paesi dell'area dei Balcani. Ha perfezionato i propri studi presso il *Max Planck Institute for Comparative Public Law and International Law di Heidelberg* e la *New York University School of Law*.

E-mail: mario.carta@unitelma.it

Fabio Colavecchi

Ha conseguito nel 2003 la laurea in Giurisprudenza presso la L.U.I.S.S. Guido Carli. È stato abilitato nel 2006 all'esercizio della professione forense dopo aver espletato, dal 2003 al 2005, il prescritto biennio di pratica forense presso l'Avvocatura Generale dello Stato. Nel 2011 ha

conseguito un Master di II° livello in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” presso la L.U.I.S.S. Guido Carli. Dal 2007 svolge la propria attività lavorativa presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ove, dopo un periodo d’attività presso l’Ufficio di Vigilanza su SGR ed OICR, Divisione Intermediari, svolge il ruolo di funzionario verbalizzante delle riunioni del Collegio quale dipendente dell’Ufficio di Segreteria di Commissione.
E-mail: f.colavecchi@consob.it

Isabella Cortesi

Laureata in Economia e Finanza con il massimo dei voti presso la LUISS Guido Carli dove frequenta il Master in Regolazione dell’Attività e dei Mercati Finanziari.

Pasquale Luigi Di Viggiano

Ph.D. in Scienze Giuridiche. Attualmente professore a contratto di *Teoria generale dello Stato dell’Università del Salento*. Esperto di informatica giuridica, di metodologia della ricerca sociale e di sociologia del diritto. Si occupa dello studio delle periferie della modernità, della loro organizzazione sociale in relazione al diritto, alle teorie organizzative e al diritto della comunicazione digitale. È impegnato nello studio dello Stato digitale e della sua struttura sistemica. Già professore a contratto nell’Università telematica TELMA-LA SAPIENZA di Roma, titolare degli insegnamenti di *Sociologia della comunicazione elettronica e di Sistemi informativi nelle pubbliche amministrazioni*. Tra le sue pubblicazioni più recenti: *The Digital Public Administration. Legal rules and organizational models*, in «Curentul Juridic», Anno IX, n. 4 (47), 2011, pp. 19-44; *La formazione partecipata* (con F. Bochicchio), Guerini Editore, Milano 2012.
E-mail: luigi.diviggiano@gmail.com; PEC: luigi.diviggiano@pec.it.

Margherita Gagliardi

Dottoranda di ricerca in “Sistemi finanziari gestione e regolazione dei rischi” presso l’Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma, ha conseguito nel 2011 il Master di secondo livello in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” presso l’Università LUISS Guido Carli di Roma, ove, nel 2010 si è laureata in Economia e Finanza.

Giorgio Gangemi

Ha conseguito la laurea in Giurisprudenza nel 2003 presso l’Università degli Studi di Catania, discutendo una tesi di Diritto Commerciale dal titolo “I conferimenti nelle società di capitali”. Nel 2005 ha conseguito, presso il medesimo Ateneo, il diploma della “Scuola di specializzazione per le professioni legali”. Nel 2006 ha ottenuto l’abilitazione all’esercizio della professione forense ed ha esercitato l’attività di avvocato fino a gennaio 2008, occupandosi di diritto civile e commerciale. Dal 2008 lavora presso la Consob, dove svolge la propria attività all’interno della Divisione *Corporate Governance*, Ufficio OPA ed Assetti proprietari. Nel 2011 ha conse-

guito il diploma del Master di secondo livello in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” presso la LUISS Guido Carli.
E-mail: giorgio.gangemi@yahoo.it

Anna Laura Lombardo

Laurea in Giurisprudenza presso l’Università degli studi di Catania. Avvocato dal 2009 e Conciliatore in materia di controversie societarie, bancarie e di intermediazione finanziaria ai sensi del D.Lgs n. 5/2003 dal 2008. Ha portato a termine uno stage presso il Fondo interbancario di Tutela dei depositi fornendo il proprio contributo alla realizzazione del del *working paper* “Trattamento delle banche deboli, prevenzione e gestione complessiva delle crisi a livello UE”, facente parte della collana di pubblicazioni del FITD. Ha conseguito il diploma di Master di II livello in “Regolazione delle attività e dei mercati finanziari” nel dicembre 2011.
E-mail: lombardoannalaura@yahoo.it

Giulio Maggiore

Ricercatore di Economia e Gestione delle Imprese presso l’Università “Unitelma Sapienza” di Roma, dove ha vari incarichi di insegnamento nei corsi di laurea e nei master universitari. Presso lo stesso ateneo è Direttore del Master Universitario di primo livello in “Management e funzioni di coordinamento per le professioni sanitarie”. È anche professore a contratto di Marketing presso l’Università LUSPIO di Roma e Ricercatore Associato presso l’Istituto di ricerche sulle attività terziarie (IRAT) del Consiglio Nazionale della Ricerca (CNR). I suoi attuali interessi di ricerca spaziano nell’ambito dell’innovazione dei servizi, le strategie IT, il management sanitario e il marketing del turismo. Nel corso della sua vita professionale, ha lavorato come consulente aziendale nelle aree della pianificazione strategica, del marketing e della comunicazione, in collaborazione con numerose organizzazioni pubbliche e private.
E-mail: giulio.maggiore@unitelma.it

Gaetano Marino

Ha conseguito la laurea con lode in giurisprudenza presso l’Università Europea di Roma (2010). Nel 2011 ha conseguito un master di II livello in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” presso l’Università Luiss Guido Carli di Roma. Attualmente svolge pratica forense presso studio legale.
E-mail: marinogaetano85@yahoo.it

Delia Nicotra

Laureata in giurisprudenza presso l'Università Luiss Guido Carli nel 2005, esercita la professione di avvocato ed è autrice di pubblicazioni in materia di responsabilità contrattuale ed aquiliana. Ha partecipato nell'anno accademico 2010/2011 al Master in Regolazione dell'Attività e dei Mercati Finanziari, diretto dal Prof. Francesco Capriglione.

E-mail: delia.nicotra@yahoo.it

Paolo Pastore

Nato nel 1970 a Roma. Nel 2011 ha conseguito la laurea triennale in scienze dell'Amministrazione. Nel 2012 ha conseguito la laurea specialistica in Management Pubblico ed e-Government presso l'Università degli Studi di Roma l'Unitelma Sapienza. Si è laureato in Fisica nel 1994 a Roma presso l'Università degli Studi "La Sapienza", Facoltà di Scienze Matematiche Fisiche e Naturali. Nel 2010 ha conseguito il Dottorato di ricerca in Fisica Tecnica Ambientale, presso Dipartimento Energia Ambiente dell'Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma.

Dal 1997 è dipendente pubblico presso la Presidenza del consiglio dei Ministri con la qualifica di funzionario informatico, area 3, F3. L'attività di interesse riguarda la gestione dei fondi strutturali e la promozione di modelli di governance.

E-mail: paolo.pastore@inwind.it

Augusto Romano

Dottore di ricerca e avvocato penalista, attualmente è assegnista di ricerca presso l'Università degli Studi di Roma "La Sapienza". Autore di numerosi saggi apparsi su prestigiose riviste scientifiche in Italia ed all'estero, ha pubblicato tre monografie: Causalità giuridica e fisica contemporanea, Torino, Giappichelli, 2005; Sterilizzazione umana e legalità costituzionale, Napoli, Esi, 2000; Diritto e democrazia nella spazializzazione postmoderna del tempo, Torino, Giappichelli, 1998.

E-mail: augusto.romano@uniroma1.it

Giampaolo Teodori

Avvocato; Master in Diritto dell'Informatica e delle Nuove Tecnologie, Ricercatore Formez Pa. Esperto di Diritto Amministrativo, di Pubblico Impiego e Responsabile di Progetti di Formazione e Selezione del Personale della P.A. Docente in materia di E-Government e Lavoro Pubblico (già Professore a contratto presso Scuola Specializzazione Professioni Legali Università di Salerno e Docente su vari Master, da ultimo Master in Management Pubblico ed E-Gov Università di Lecce). Autore di Monografie e Articoli in materia di E-Gov e di Pubblico Impiego. Relatore in Convegni e Conferenze su tematiche della Pubblica Amministrazione e dell'Innovazione.

E-mail: gteodori@formez.it

PARTE PRIMA

INTRODUZIONE

I lavori qui raccolti costituiscono un'ulteriore tappa del percorso d'indagine sul tema della finanza, avviato con il n. 1 2011 della Rivista.

Nello spirito che la anima, gli Autori sono giovani studiosi che hanno conseguito il Master di secondo livello in “Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari” della LUISS-Guido Carli di Roma, funzionari delle Autorità di Vigilanza, esponenti del mondo dell'Accademia.

In un ideale “continuum” i lavori toccano argomenti propri del diritto degli emittenti (quali quelli in tema di deleghe di voto, di operazioni con parti correlate, di opa obbligatoria), del diritto degli intermediari (quali quelli in tema di investimenti a rischio e responsabilità degli operatori, della prestazione del servizio di consulenza a soggetti pubblici in relazione alla disciplina del codice degli appalti), del diritto dei mercati (con il contributo in materia di market abuse), nonché dell'organizzazione e del funzionamento dei sistemi di controllo (trattasi dei lavori concernenti la nuova architettura europea dei controlli sulla finanza, i sistemi di controllo sull'intermediazione cross border e la finanza vaticana).

Ne risulta confermato il grado di “incandescenza” della materia “finanza”, che le vicende della crisi finanziaria dell'ultimo lustro hanno ancor più alimentato, dimostrando la fragilità di certezze e l'inconsistenza di punti d'arrivo che costituiscono solo il presupposto per un nuovo percorso di studio ed approfondimento.

Nuove e continue sfide si pongono dunque agli studiosi nel tentativo di comprendere e razionalizzare gli eventi, indicando le lacune e le aporie di una legislazione che rincorre i fenomeni e non li governa.

Marco Sepe

LA NUOVA DISCIPLINA DELLE DELEGHE DI VOTO E DELLA SOLLECITAZIONE DI DELEGHE NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Giorgio Gangemi

Abstract: A seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2007/36/CE (*Shareholders' Rights Directive*) – con il decreto legislativo n. 27/2010 e con le delibere Consob n. 17592/2010 e 17730/2011 – sono state modificate le norme interne relative alla disciplina delle deleghe di voto e della sollecitazione di deleghe nelle società quotate. Le modifiche hanno seguito le indicazioni fornite dal legislatore comunitario, che ha ritenuto che il buon governo societario richieda procedure efficienti per l'esercizio del voto per delega, in quanto una maggiore partecipazione degli azionisti di minoranza permette loro di esercitare un migliore controllo sull'attività degli organi amministrativi ed esecutivi. L'articolo, di prima interpretazione, analizza le principali novità legislative e regolamentari nonché il loro effetto sulla prima stagione assembleare successiva all'introduzione delle stesse.

Abstract: Following the implementation in Italy of Directive 2007/36/EC (Shareholders' Rights Directive) - by the Legislative Decree n. 27/2010 and by Consob resolutions no. 17592/2010 and 17730/2011 - internal rules regarding proxies and proxy solicitation in listed companies have been modified. Changes have followed the Community legislator directions, according to which good corporate governance requires efficient procedures for the exercise of proxy voting. An increased participation of minority shareholders allows them to better exercise control on directors and executives. This first interpretation item analyzes the main legislative and regulatory changes and their impact on the first shareholders' meeting season after their introduction.

Sommario: 1.La delega di voto – 2.La *Shareholders' Rights Directive* – 3.La disciplina della delega di voto – 3.1.La nomina di più rappresentanti – 3.2.Il conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato – 3.3.Il rappresentante designato dalla società – 4.La sollecitazione di deleghe di voto – 4.1.Le principali novità in materia di sollecitazione di deleghe di voto – 4.2.La disciplina della sollecitazione di deleghe di voto – 4.3.Il promotore – 4.4.La procedura di sollecitazione – 4.5.Responsabilità ed obblighi di comportamento del promotore – 4.6.Il conferimento e revoca delle deleghe di voto e la c.d. *two-way proxy* – 5.Le associazioni di azionisti – 6.Conclusioni – BIBLIOGRAFIA

Parole chiave: deleghe di voto, sollecitazione, *Shareholders' Rights Directive*, assemblea, società quotate

1. La delega di voto

La delega di voto offre l'opportunità ai titolari di un diritto di voto, che non vogliono o non possono intervenire personalmente, di partecipare alle decisioni delle assemblee sociali. Questa tradizionale spiegazione dell'istituto appare intuitiva. Tuttavia, è stato notato che la funzione della delega non si esaurisce nell'offrire uno strumento di partecipazione al titolare di un diritto al voto, ma ha anche una funzione speculare, in quanto permette di agevolare il raggiungimento dei *quorum* costitutivi e deliberativi, trascendendo, quindi, l'interesse privato del socio e favorendo, viceversa, il soddisfacimento di interessi diversi¹.

Tale diversa funzione emerge chiaramente se si fa riferimento alle società quotate, nelle quali esiste una dissociazione fra proprietà e controllo, per le quali, infatti, la delega del diritto di voto è stata definita “*uno degli strumenti principali, non per l'esercizio da parte dell'azionista di un potere di controllo sull'amministrazione dell'impresa, ma per l'attribuzione di tale potere ad altri*”². A tale riguardo sono state evidenziate le due “*anime*” del voto per delega, in quanto, da un lato, è uno strumento per consentire l'aggregazione del consenso dell'azionariato diffuso su proposte formulate da determinati soggetti che sono interessati alla loro approvazione ma, dall'altro, ha anche la diversa funzione di agevolare la partecipazione all'assemblea e fare valere la volontà dei soci di minoranza³.

Il fenomeno del trasferimento del potere di controllo assume, evidentemente, maggiore rilevanza nel caso di controllo minoritario o manageriale. In tali casi, mediante il ricorso allo strumento delle deleghe di voto è possibile ottenere un consolidamento delle posizioni ed una legittimazione delle iniziative, nell'interesse di chi gestisce l'impresa, ponendosi come “*un potente strumento di governo societario*”⁴.

Attraverso una sollecitazione di deleghe, quindi, si potrebbe realizzare l'effetto di conseguire in modo non trasparente una posizione di controllo della società, anche se non in maniera stabile, senza affrontare i costi di un'offerta pubblica di acquisto né assumendosi il rischio d'impresa in maniera corrispondente⁵.

Il problema dell'abuso del voto per delega nelle società di grandi dimensioni è stato oggetto di un lungo dibattito che ha condotto, in occasione dell'emanazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito “Tuf”), all'introduzione di una disciplina specifica per le società quotate.

Originariamente, infatti, la delega di voto era disciplinata esclusivamente dall'art. 2372 del codice civile. La citata norma, nel testo originario, consentiva una libera rappresentanza dei soci, con l'unico limite costituito dall'impossibilità di delegare il voto ad amministratori e sindaci della stessa società. Tale libertà ha generato la prassi in base alla quale le banche e le grandi società con capitale diffuso ricevevano le azioni in deposito ed esercitavano un potere di rappresentanza a tempo

¹ Cfr. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. It.*, 2000, p. 12 e ss..

² Cfr. BERLE e MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966, p. 132.

³ Cfr. CAPOLINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, p. 1297.

⁴ Cfr. PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca, impresa, società*, 1999, p. 36.

⁵ Cfr. CAPOLINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1297.

indeterminato sulla base di un autonomo contratto di mandato o di una clausola accessoria al contratto di deposito titoli in amministrazione⁶.

Da tale prassi, quindi, è scaturito il citato dibattito relativo al possibile uso distorto delle deleghe di voto, che si prestavano ad essere utilizzate quale strumento per ottenere il controllo delle società in maniera svincolata da un investimento proporzionato nel capitale di rischio. Tale dibattito ha condotto alle modifiche all'art. 2372 del codice civile apportate dalla legge n. 216 del 7 giugno 1974⁷. La citata legge n. 216/1974 ha introdotto una serie di condizioni e limiti alla rappresentanza in assemblea. In particolare, è stato inserito il divieto di rilasciare deleghe in bianco o deleghe generali per più assemblee. Inoltre, è stato proibito il conferimento della rappresentanza ad alcuni soggetti legati al gruppo di comando della società, presumibilmente in conflitto di interessi, quali gli amministratori, i sindaci, i dipendenti sia della società interessata che di quelle da essa controllate. La stessa legge ha introdotto, soprattutto, delle limitazioni al numero di soci che una stessa persona può rappresentare in assemblea⁸.

Tale riforma, tuttavia, ha avuto come effetto quello di rendere più complessa ed onerosa la raccolta delle deleghe, generando delle critiche da parte di chi riteneva che, anziché scoraggiare l'utilizzo della delega di voto, il legislatore avrebbe fatto meglio se avesse favorito la rappresentanza in assemblea, inserendo un obbligo di fornire un'adeguata informazione preventiva sul perché veniva chiesta la delega, sul modo in cui sarebbe stata utilizzata e sulle conseguenze che si avrebbero nel caso di approvazione di una determinata delibera⁹.

Raccogliendo queste istanze, in occasione dell'emanazione del Tuf, il legislatore, al fine di rivitalizzare le assemblee, ha aggiunto a quella prevista dall'art. 2372 del codice civile una disciplina speciale per disciplinare le deleghe di voto le società quotate, derogando ai limiti previsti dalla citata norma del codice civile.

Il sistema delle deleghe di voto nelle società quotate trova fondamento nell'idea di voler permettere ai piccoli azionisti di avere una funzione propulsiva e non essere relegati al ruolo di meri percettori di dividendi in una società dominata da un ben definito gruppo di comando¹⁰.

Sin dalla sua introduzione, infatti, è stato rilevato che la *ratio* della disciplina, rovesciando i divieti posti dall'art. 2372 del codice civile, consiste nel consentire nel modo più ampio la partecipazione all'assemblea di minoranze organizzate, sia in contrasto che in appoggio del *management* della società¹¹.

L'estensione della possibilità di votare per delega nelle assemblee delle società quotate è stato anche uno degli obiettivi dichiarati dalla Direttiva 2007/36/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate (di seguito "*Shareholders' Rights Directive*" o "SHRD"). Il Considerando

⁶ Cfr. SEPE, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, p. 1274.

⁷ Cfr. SEPE, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1274.

⁸ Cfr. GATTI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, p. 1245.

⁹ Cfr. GATTI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1247.

¹⁰ Cfr. GATTI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1249.

¹¹ Cfr. GAMBINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, p. 1262

n. 10 della citata Direttiva, infatti, afferma che l'incentivo alla partecipazione indiretta dei piccoli azionisti permette loro di esercitare un grado ottimale di monitoraggio e di controllo sull'attività degli organi amministrativi ed esecutivi. Facilitando il voto per delega si otterrebbe, quindi, una maggiore efficienza del governo societario.

La Direttiva è stata, poi, trasposta in Italia con il decreto legislativo n. 27 del 27 gennaio 2010, che ha modificato il Tuf introducendo una nuova disciplina speciale per le società quotate in materia di deleghe di voto.

Successivamente, con delibere n. 17592 del 14 dicembre 2010 e 17730 del 31 marzo 2011, anche la Consob ha modificato le relative disposizioni di dettaglio contenute nel Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche (di seguito "Regolamento Emittenti").

2. La *Shareholders' Rights Directive*

Le nuove norme comunitarie relative al voto per delega sono contenute all'art. 10 della *Shareholders' Rights Directive*. In particolare, viene stabilito che ciascun azionista ha il diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome in assemblea. Il rappresentante gode degli stessi diritti di intervenire e di porre domande in assemblea di cui godrebbe l'azionista rappresentato. Gli Stati membri devono abrogare le norme giuridiche che limitano, o consentono alle società di limitare, l'idoneità a essere designate come rappresentanti, ad eccezione del requisito della capacità giuridica¹².

Sono consentite solo alcune limitazioni al conferimento della delega. Gli Stati membri possono prevedere che la delega sia conferita per una sola assemblea o per le assemblee che si svolgeranno in un dato periodo e possono limitare il numero di rappresentanti che lo stesso azionista può designare per la medesima assemblea, salva la possibilità di designare un rappresentante diverso con riferimento alle azioni detenute in ciascun conto titoli. Gli Stati membri possono vietare il voto divergente con riferimento alle azioni detenute da uno stesso azionista¹³.

La Direttiva prevede poi che gli Stati possono imporre alcune limitazioni al conferimento della delega nei casi di potenziale conflitto di interessi fra il rappresentante e l'azionista rappresentato, con esclusione, in ogni caso, del divieto di conferire la delega.

Le limitazioni consentite per gli Stati consistono nella possibilità di: *a)* prevedere l'obbligo per il rappresentante di comunicare all'azionista le circostanze rilevanti per valutare il conflitto di interessi del rappresentante; *b)* limitare o escludere l'esercizio dei diritti dell'azionista attraverso un rappresentante in mancanza di istruzioni di voto specifiche per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto dell'azionista; *c)* limitare o escludere il trasferimento della delega a un'altra persona; ciò non può impedire però a una persona giuridica di esercitare, tramite un membro dei suoi organi di direzione o amministrazione o un suo dipendente, i poteri conferitigli¹⁴.

¹² Cfr. art. 10, paragrafo 1, SHRD.

¹³ Cfr. art. 10, paragrafo 2, SHRD.

¹⁴ Cfr. art. 10, paragrafo 3, SHRD.

La Direttiva indica, inoltre, alcune ipotesi minime di conflitto di interessi, che si ritiene sussista nei casi in cui il rappresentante: *i*) sia un azionista di controllo della società o sia un altro soggetto controllato dall'azionista; *ii*) sia membro dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza della società o di un azionista di controllo o un soggetto controllato; *iii*) sia un dipendente o un revisore della società o di un azionista di controllo o di un soggetto controllato; *iv*) abbia legami familiari con una delle persone fisiche indicate nei punti precedenti¹⁵.

Viene, inoltre, prescritto che il rappresentante deve esprimere il voto conformemente alle istruzioni eventualmente ricevute e gli Stati membri possono prevedere che i rappresentanti tengano traccia delle istruzioni di voto ricevute e dichiarino, se richiesti, di aver agito in conformità ad esse¹⁶.

Secondo la Direttiva, non devono esserci limiti al numero di deleghe che un rappresentante può ricevere e deve essere concesso al rappresentante che abbia ricevuto deleghe da più azionisti di esprimere il voto in maniera divergente, al fine di conformarsi alle istruzioni ricevute da ciascun azionista¹⁷.

La Direttiva prevede, inoltre, che la designazione del rappresentante deve essere effettuata, a pena di nullità, mediante la forma scritta, anche con mezzi elettronici, così come la comunicazione della delega alla società. Alle società è imposto l'obbligo di offrire almeno una modalità di notifica con mezzi elettronici. Possono essere previsti ulteriori requisiti formali solo al fine di assicurare l'identificazione dell'azionista e del rappresentante e di verificare il contenuto delle istruzioni di voto. Il conferimento della delega è sempre revocabile; la revoca deve seguire la stessa forma del conferimento¹⁸.

3. La disciplina della delega di voto

La Direttiva è stata trasposta in Italia, come detto, con il decreto legislativo n. 27/2010, che ha modificato il Tuf nella parte relativa alla disciplina delle deleghe di voto per le società quotate.

Le norme sono contenute agli artt. 135-*novies*, 135-*decies* e 135-*undecies* del Tuf, ed agli artt. 134-139 del Regolamento Emittenti. Alle società quotate continuano, comunque, ad applicarsi i primi quattro commi dell'art. 2372 del codice civile¹⁹.

¹⁵ Cfr. art. 10, paragrafo 3, SHRD.

¹⁶ Cfr. art. 10, paragrafo 4, SHRD.

¹⁷ Cfr. art. 10, paragrafo 5, SHRD.

¹⁸ Cfr. art. 11, SHRD.

¹⁹ L'attuale formulazione dei primi quattro commi dell'art. 2372 del codice civile, rubricato "Rappresentanza nell'assemblea", è la seguente:

"Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono farsi rappresentare nell'assemblea salvo che, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e nelle società cooperative, lo statuto disponga diversamente. La rappresentanza deve essere conferita per iscritto e i documenti relativi devono essere conservati dalla società.

Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la rappresentanza può essere conferita solo per singole assemblee, con effetto anche per le successive convocazioni, salvo che si tratti di procura generale o di procura conferita da una società, associazione, fondazione o altro ente collettivo o istituzione ad un proprio dipendente.

La delega non può essere rilasciata con il nome del rappresentante in bianco ed è sempre revocabile nonostante ogni patto contrario. Il rappresentante può farsi sostituire solo da chi sia espressamente indicato nella delega.

Se la rappresentanza è conferita ad una società, associazione, fondazione od altro ente collettivo o istituzione, questi possono delegare soltanto un proprio dipendente o collaboratore".

In particolare, è da segnalare che il citato Decreto n. 27/2010 ha eliminato, per le sole società quotate, le limitazioni al conferimento della delega contenute nel codice civile: non sono più previsti limiti al numero di deleghe che un rappresentante può ricevere, né possono essere richiesti requisiti soggettivi di idoneità, diversi dalla capacità giuridica, per essere nominati rappresentanti. Inoltre, sono state dettate nuove regole che: *i)* prevedono la possibilità per il socio di nominare più rappresentanti, in deroga al principio generale che impone di indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea; *ii)* individuano ipotesi tipiche di conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato e introducono regole speciali per il conferimento della delega in questi casi, rendendo possibile conferire la delega anche ai membri degli organi di amministrazione e controllo; *iii)* introducono l'istituto del "rappresentante designato" dalla società, e cioè un soggetto incaricato dalla società di raccogliere le deleghe dei soci.

Viene, tuttavia, ribadita la norma, già presente nel nostro ordinamento, secondo la quale le disposizioni del Tuf relative alle deleghe di voto non si applicano alle società cooperative²⁰, in virtù del carattere personalistico della partecipazione dei soci in tale tipo di società.

3.1 La nomina di più rappresentanti

Con riferimento all'indicazione del rappresentante in assemblea, l'art. 135-*novies*, comma 1, del Tuf, stabilisce la regola in base alla quale l'azionista può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salva la facoltà di indicare sostituti.

Il medesimo articolo individua, tuttavia, due deroghe: *i)* l'azionista può delegare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti destinati a registrare i movimenti dei titoli²¹, in conformità a quanto previsto dalla Direttiva per il caso in cui il socio detiene le proprie azioni in conti aperti presso diversi intermediari; *ii)* in caso dell'intestazione fiduciaria di azioni, il soggetto indicato come titolare delle azioni (intermediario o un fiduciario) che agisce per conto dei propri clienti, può indicare come rappresentanti i soggetti per conto dei quali agisce ovvero altri designati da quest'ultimi²². Le società fiduciarie intervengono, infatti, nelle assemblee delle società delle quali risultano socie in virtù dell'intestazione fiduciaria delle relative azioni. In questi casi, inoltre, è pacificamente ammesso che la fiduciaria che agisca nell'interesse di una pluralità di fiducianti possa esprimere un voto divergente per adempiere all'incarico ricevuto²³.

È da notare che la previsione della possibilità, per uno stesso soggetto, di nominare più di un rappresentante non è stata accompagnata da un correlato obbligo di conferimento di istruzioni di voto omogenee. Questa circostanza ha sollevato la questione se le nuove disposizioni possano avere come effetto quello di rendere legittimo nel nostro ordinamento il voto divergente²⁴.

²⁰ Cfr. art. 135-*duodecies* del Tuf.

²¹ Cfr. art. 135-*novies*, comma 2, del Tuf.

²² Cfr. art. 135-*novies*, comma 3, del Tuf.

²³ Cfr. al riguardo il documento di consultazione del Ministero dell'economia e delle finanze del 19 giugno 2008, sull'attuazione della Direttiva 2007/36/CE relativa ad alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

²⁴ Cfr. Circolare Assonime n. 14 del 5 maggio 2011, p. 43.

Le nuove disposizioni, tuttavia, non appaiono contrastare con la tradizionale posizione riconosciuta dal nostro sistema giuridico in materia, che consente la votazione divergente solo quando sia possibile rinvenire un interesse meritevole di tutela, da valutarsi caso per caso. Nel nostro ordinamento, ad esempio, non si è ritenuto che presenti profili di illegittimità il fatto che una società fiduciaria dia istruzioni di voto con riferimento alla quota che le è stata intestata da un socio e voti diversamente, o non partecipi alla votazione, con riferimento alla quota che le è stata intestata da altro socio come, tra l'altro, espressamente previsto dall'art. 135-*novies*, comma 3, del Tuf²⁵.

Viceversa, è da escludere la legittimità del voto che risulti essere ispirato da intenzioni non meritevoli di tutela dall'ordinamento, ad esempio quando venga espresso un voto divergente avvenga all'unico scopo di procurare al socio la legittimazione a impugnare, attraverso l'emissione di un voto negativo sulla delibera, come potrebbe fare colui che sia titolare di più conti titoli e che conferisca delega di voto a diversi rappresentanti dando istruzioni di voto difformi²⁶.

3.2 Il conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato

Con riferimento alle nuove norme in materia di conferimento della delega al rappresentante in potenziale conflitto di interessi con il rappresentato, disciplinato dal nuovo art. 135-*decies* del Tuf, il legislatore italiano ha adottato la soluzione più rigorosa nella trasposizione della disciplina posta dalla *Shareholders' Rights Directive*, avvalendosi di tutte e tre le opzioni previste come alternative dall'art. 10, paragrafo 3 della Direttiva²⁷.

Sono stati, infatti, introdotti: *i*) l'obbligo per il rappresentante di comunicare per iscritto al socio le circostanze da cui deriva il conflitto di interessi²⁸; *ii*) l'obbligo di prevedere istruzioni di voto per l'esercizio della delega da parte del rappresentante in conflitto di interessi²⁹; *iii*) la possibilità di sostituzione del rappresentante in conflitto di interessi solo qualora il sostituto sia indicato dal socio³⁰.

Inoltre, sono state individuate delle ipotesi tipiche di conflitto di interesse, anche ulteriori rispetto a quelle previste dall'art 10 della SHRD. In particolare, è considerato in conflitto di interessi il rappresentante che: *a*) controlli, anche congiuntamente, la società o ne sia controllato, anche congiuntamente, ovvero sia sottoposto a comune controllo con la società; *b*) sia collegato alla società o eserciti un'influenza notevole su di essa; *c*) sia un componente dell'organo di amministrazione o

²⁵ Cfr. sentenza del Tribunale di Milano, 19 novembre 2001, in *Giurisprudenza Italiana*, 2002, p. 1439, che, ritenendo ammissibile il contratto fiduciario che si fonda sulla c.d. "fiducia di tipo germanistico" – che comporta cioè da parte della società fiduciaria la legittimazione all'esercizio dei diritti inerenti alle quote ma non la titolarità delle stesse, che rimane in capo al fiduciante – ha ritenuto che non ricorresse l'ipotesi di voto divergente nel caso in cui la fiduciaria intestataria di più quote sociali voti in nome di un socio e si astenga per un altro (che non le ha impartito istruzioni necessarie), e che quindi, in quest'ultimo caso, il socio-fiduciante possa impugnare la deliberazione.

²⁶ Cfr. Circolare Assonime n. 14/2011 cit., p. 43.

²⁷ Cfr. art. 31, lettera *m*), della legge 7 luglio 2009, n. 88 ("legge Comunitaria 2008"), che ha disposto i criteri di delega per il recepimento in Italia della *Shareholders' Rights Directive*.

²⁸ Cfr. art. 135-*decies*, comma 1, del Tuf.

²⁹ Cfr. art. 135-*decies*, comma 1, del Tuf.

³⁰ Cfr. art. 135-*decies*, comma 3, del Tuf.

di controllo della società o dei soggetti indicati ai punti *a)* e *b)*; *d)* sia un dipendente o un revisore della società o dei soggetti indicati alla lettera *a)*; *e)* sia coniuge, parente o affine entro quarto grado dei soggetti indicati dalle lettere da *a)* a *c)*; *f)* sia legato alla società o ai soggetti indicati alle lettere *a)*, *b)*, *c)* ed *e)* da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza³¹.

L'onere della prova di aver comunicato al socio le circostanze che danno luogo al conflitto di interessi spetta al rappresentante³².

La mancata comunicazione del conflitto di interessi al socio potrebbe avere conseguenze sulla validità della delibera assembleare. Tale ipotesi pare analoga a quella del voto espresso da un soggetto non legittimato, disciplinata dall'art. 2377, comma 5 del codice civile³³, il quale, come noto, prevede che la deliberazione non può essere annullata per la partecipazione all'assemblea di persone non legittimate, salvo che tale partecipazione sia stata determinante ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

3.3 Il rappresentante designato dalla società

Un'altra importante novità introdotta in occasione del recepimento in Italia della *Shareholders' Rights Directive* è la previsione della nomina di un "rappresentante designato" dalla società con azioni quotate, ossia di un soggetto incaricato di ricevere le deleghe da parte degli azionisti, disciplinato dall'art. 135-*undecies* del Tuf. Tale figura non è presente nella Direttiva, ma è stata prevista dal legislatore italiano per facilitare l'espressione del voto per delega da parte dei soci.

La previsione dell'art. 135-*undecies* del Tuf non è imperativa, in quanto è previsto che lo statuto possa disporre diversamente. Tuttavia, in caso di assenza di una clausola di deroga, le società, per ciascuna assemblea, sono tenute a designare un soggetto incaricato di ricevere le deleghe nonché a indicarne l'identità nell'avviso di convocazione, così come previsto dall'art. 125-*bis*, comma 4, n. 3, del Tuf³⁴.

È stato previsto che i soci possano conferire al rappresentante designato, entro il secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune le proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto³⁵.

La delega è conferita mediante la sottoscrizione di un modulo di delega il cui contenuto minimo è disciplinato dalla Consob con regolamento. Il conferimento della delega non comporta spese per il socio. Sono a carico del socio le eventuali spese per la spedizione del modulo di delega al rappresentante designato. La delega e le istruzioni di voto sono sempre revocabili entro la fine del

³¹ Cfr. art. 135-*decies*, comma 2, del Tuf.

³² Cfr. art. 135-*decies*, comma 1, del Tuf.

³³ Cfr. Circolare Assonime n. 14/2011 cit, p. 44.

³⁴ In virtù di tale norma, l'avviso di convocazione deve contenere, tra l'altro, "l'identità del soggetto eventualmente designato dalla società per il conferimento delle deleghe di voto nonché le modalità e i termini per il conferimento delle deleghe da parte dei soci con la precisazione che la delega non ha effetto con riguardo alle proposte per le quali non siano state conferite istruzioni di voto".

³⁵ Cfr. art. 135-*undecies*, comma 1, del Tuf.

secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea³⁶.

Il contenuto del modulo per il conferimento della delega è disciplinato nell'allegato 5A al Regolamento Emittenti. Sono previste due sezioni: una contiene le informazioni relative al delegante e al delegato nonché al numero delle azioni rappresentate e deve essere consegnata alla società, entro i termini previsti dal comma 1 dell'art. 135-*undecies* sopra citato; l'altra contiene le ulteriori informazioni riguardanti le istruzioni di voto e deve rimanere a conoscenza del solo rappresentante designato, fino all'inizio dell'assemblea. Nel modulo di delega vengono, inoltre, richiamate le disposizioni normative sulla previsione delle istruzioni di voto e la possibilità di voto difforme dalle istruzioni nelle ipotesi previste dal Regolamento Emittenti. Nel modulo è contenuta anche una sezione relativa all'ipotesi di votazione sull'azione di responsabilità degli amministratori proposta ai sensi dell'art. 2393 codice civile, che potrebbe essere sollevata dai soci in assemblea in occasione dell'approvazione del bilancio.

Il rappresentante designato ha l'obbligo di mantenere la riservatezza sul contenuto delle istruzioni di voto ricevute fino all'inizio dello scrutinio, salva la possibilità di comunicare tali informazioni ai propri dipendenti e ausiliari, che sono soggetti al medesimo dovere di riservatezza³⁷.

L'art. 135-*undecies* del Tuf non pone limiti soggettivi con riferimento alla scelta del rappresentante designato da parte della società. In particolare non è previsto in capo a tale soggetto alcun requisito di indipendenza, che è stato ritenuto non necessario. Infatti, qualora la società volesse facilitare la partecipazione dei soci attraverso l'indicazione di un soggetto cui conferire la delega, lo può fare attribuendo il compito di ricevere deleghe di voto anche un soggetto legato alla società stessa, se le deleghe sono accompagnate da istruzioni di voto vincolanti³⁸.

L'obbligo di conferire deleghe con istruzioni di voto è idoneo, quindi, a "neutralizzare" eventuali situazioni di conflitto di interesse del rappresentante designato. Inoltre, la norma impone al rappresentante designato di comunicare al socio gli eventuali interessi che per conto proprio o di terzi abbia rispetto alle proposte di delibera poste all'ordine del giorno³⁹.

Appare possibile nominare come rappresentante designato una persona giuridica, applicando le previsioni dell'art. 2372, comma 4, del codice civile, a norma del quale, se la rappresentanza è conferita a una società, fondazione o altro ente collettivo o istituzione, questi possono delegare un proprio dipendente o collaboratore.

Le azioni per le quali è stata conferita la delega, anche parziale, sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea. In relazione alle proposte per le quali non siano state conferite istruzioni di voto, le azioni del socio non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere⁴⁰. In questi casi, si ritiene che la posizione del socio sia assimilabile a quella degli assenti o astenuti e che, quindi, sia legittimato all'impugnazione della delibera e al recesso, ai sensi degli artt. 2377 e 2437 del codice civile⁴¹.

³⁶ Cfr. art. 135-*undecies*, comma 2, del Tuf.

³⁷ Cfr. art. 135-*undecies*, comma 4, del Tuf.

³⁸ Cfr. Circolare Assonime n. 14/2011 cit., p. 46.

³⁹ Cfr. art. 135-*undecies*, comma 4, del Tuf.

⁴⁰ Cfr. art. 135-*undecies*, comma 3, del Tuf.

⁴¹ Cfr. Circolare Assonime n. 14/2011 cit., p. 47.

È previsto che la Consob, con regolamento, possa disciplinare i casi in cui il rappresentante, che non si trovi in alcuna delle situazioni di conflitto di interesse indicate nell'art. 135-*decies* del Tuf, possa esprimere un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni ricevute⁴².

Al riguardo, la Consob ha stabilito che il rappresentante designato, che non sia in conflitto di interessi, può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute, se è stato espressamente autorizzato dal delegante: *i)* nel caso in cui si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione ovvero *ii)* in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea⁴³. Nel primo caso, le istruzioni ricevute al momento della delega possono non essere più attuali; nel secondo caso, le istruzioni possono mancare, poiché al momento del conferimento della delega si ignoravano le nuove proposte.

In ogni caso, quando viene espresso un voto difforme, il rappresentante designato deve dichiarare in assemblea: *a)* il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute ovvero, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra astensioni, voti favorevoli e voti contrari; *b)* le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni⁴⁴.

4 La sollecitazione di deleghe di voto

La nuova disciplina della sollecitazione di deleghe di voto per le assemblee delle società quotate è dettata dagli articoli 136 e seguenti del Tuf nonché dagli articoli 135 e seguenti del Regolamento Emittenti.

Nonostante una disciplina organica della sollecitazione di deleghe di voto sia presente nel nostro ordinamento sin dall'entrata in vigore del Tuf, tale strumento, fino alle recenti semplificazioni apportate in occasione del recepimento *Shareholders' Rights Directive* era risultato, nella prassi, inutilizzato, ad eccezione di un solo caso di due sollecitazioni concorrenti su una medesima società quotata che, peraltro, erano state ritirate dopo la pubblicazione dei relativi prospetti.

In realtà, il tema della sollecitazione di deleghe di voto era rimasto estraneo al dibattito comunitario relativo alla citata Direttiva, la quale non se ne occupa, se non marginalmente. L'unico riferimento alla sollecitazione di deleghe di voto è presente nel Considerando n. 10 della SHRD, che dapprima afferma che il buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega, ma, successivamente, mette in guardia contro possibili abusi derivanti dall'utilizzo di questo strumento, legittimando la presenza, nell'ambito dei diversi ordinamenti nazionali, di norme che disciplinano e regolano tale fenomeno. Il citato Considerando n. 10 afferma, infatti, tra l'altro, che *“Le misure avverso possibili abusi potrebbero, in particolare, essere costituite dai regimi adottati dagli*

⁴² Cfr. art. 135-*undecies*, comma 5, del Tuf)

⁴³ Cfr. art. 134, comma 2, Regolamento Emittenti.

⁴⁴ Cfr. art. 134, comma 3, Regolamento Emittenti.

Stati membri per disciplinare l'attività di persone che sollecitano deleghe o che abbiano di fatto raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe, in particolare al fine di garantire un livello adeguato di affidabilità e trasparenza".

Il legislatore italiano, come detto, ha ritenuto opportuno cogliere l'occasione offerta dal recepimento della *Shareholders' Rights Directive* per modificare la disciplina della sollecitazione di deleghe di voto, che era già presente in Italia ma che non aveva avuto applicazione nella prassi, provvedendo ad una sua semplificazione al fine di rivitalizzare l'istituto e favorire una maggiore partecipazione da parte degli azionisti, ritenuta anche dalla Direttiva Comunitaria "*condizione preliminare per un buon governo societario*", come affermato nel Considerando n. 3 della stessa *Shareholders' Rights Directive*.

Alla luce di quanto si è potuto osservare alla fine della prima c.d. "stagione assembleare" successiva alle citate modifiche, l'obiettivo del legislatore può considerarsi raggiunto, in quanto, a fronte dell'assenza di sollecitazioni nei primi tredici anni di vita dell'istituto in Italia, nei primi mesi del 2011 si è assistito a diverse sollecitazioni di deleghe di voto per assemblee di società quotate ed in un caso, per la prima volta in Italia, è avvenuta una c.d. *proxy fight*, ossia sono state promosse due sollecitazioni di deleghe di voto per la medesima assemblea di nomina degli amministratori, promosse da due soggetti concorrenti.

4.1 Le principali novità in materia di sollecitazione di deleghe di voto

Come riferito, il decreto legislativo n. 27 del 27 gennaio 2010, di recepimento della *Shareholders' Rights Directive* è intervenuto in più punti nell'ambito della normativa della sollecitazione di deleghe di voto, dettando nuove regole al fine di semplificare il ricorso alla stessa.

Una prima importante modifica introdotta, consiste nell'abrogazione dell'art. 139 del Tuf, che richiedeva che il soggetto che intendesse promuovere una sollecitazione di deleghe di voto, che era chiamato "committente", fosse un azionista della società in possesso di una partecipazione qualificata, ossia di azioni che gli consentissero l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea per la quale è richiesta la delega in misura almeno pari all'uno per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nella stessa⁴⁵.

È stato, inoltre, abrogato l'art. 140 del Tuf, che rendeva la sollecitazione di deleghe di voto un'attività di carattere "riservato", in quanto prevedeva che la sollecitazione fosse riservata alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società di capitali aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione e la rappresentanza di soci in assemblea ed i cui esponenti aziendali fossero in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per le Sim.

È stato, di conseguenza, modificato anche l'art. 138, comma 1, del Tuf, che prevedeva l'intervento necessario di due soggetti: il "committente" che attribuiva l'incarico e l'"intermediario" che

⁴⁵ Ovvero di una percentuale inferiore stabilita dalla Consob per "*le società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato diffuso*". Si evidenzia, inoltre, che nella versione originale del medesimo articolo era previsto un ulteriore requisito, ovvero che il committente fosse "*iscritto da almeno sei mesi nel libro dei soci per la medesima quantità di azioni*".

effettuava la sollecitazione⁴⁶. Infatti, l'attuale testo del predetto articolo prevede oggi solo la figura del "promotore", che effettua la sollecitazione diffondendo il prospetto ed il modulo di delega. Facendo seguito alle modifiche apportate al Tuf dal decreto legislativo n. 27/2010, anche la Consob ha introdotto importanti novità alle norme relative alla disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto contenute nel Regolamento Emittenti.

In primo luogo è stata prevista la possibilità, in precedenza esclusa, che il promotore riceva deleghe anche non in linea con le proprie proposte o raccomandazioni, contenute nel prospetto. È stato ritenuto, infatti, che la possibilità per l'azionista di aderire alla sollecitazione anche nel caso in cui non condivida tutte le proposte del promotore, possa incentivare il ricorso a tale strumento⁴⁷.

In particolare, il promotore può scegliere se condizionare la raccolta delle deleghe all'adesione alle proprie proposte di voto (c.d. *one-way proxy*) oppure raccogliere anche le deleghe non adesive alle stesse (c.d. *two-way proxy*), dandone informazione nel prospetto e nel modulo di delega. Nel caso di sollecitazione effettuata dalla società emittente è previsto che la stessa sia sempre tenuta ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte (obbligatorietà della c.d. *two-way proxy*)⁴⁸.

Inoltre, sono state apportate modifiche anche alle disposizioni che riguardano la procedura della sollecitazione, al fine di agevolarne lo svolgimento rendendolo più celere. In particolare, è stata eliminata la disposizione che prevedeva l'invio preventivo del prospetto alla Consob, senza tuttavia richiedere l'adozione da parte della Commissione di un provvedimento espresso sul contenuto dello stesso, introducendo, quindi, una vigilanza *ex post* dell'Autorità sul contenuto del prospetto già pubblicato⁴⁹.

4.2 La disciplina della sollecitazione di deleghe di voto

Il primo degli articoli del Tuf dedicati alla sollecitazione di deleghe di voto, l'art. 136, seguendo una consolidata prassi legislativa, è dedicato alle definizioni. In particolare, a norma di tale disposizione, per "delega di voto" si intende il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee; per "sollecitazione" si intende la richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta a più di duecento azionisti su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto; per "promotore" si intende il soggetto o i soggetti che congiuntamente promuovono la sollecitazione.

Con riferimento alla definizione di "sollecitazione", la Consob ha affermato che, in ogni caso, non è sufficiente una mera richiesta di delega, ma questa deve essere accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto⁵⁰.

⁴⁶ Il precedente testo dell'art. 138, comma 1, del Tuf prevedeva che "La sollecitazione è effettuata dall'intermediario, su incarico del committente, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega".

⁴⁷ Cfr. il Documento di consultazione della Consob del 5 agosto 2010.

⁴⁸ Cfr. art. 138, comma 2, Regolamento Emittenti.

⁴⁹ Cfr. art. 136, comma 3, Regolamento Emittenti.

⁵⁰ Cfr. il Documento Consob sull'esito della consultazione del 31 marzo 2011, relativo alle modifiche alle disposizioni regolamentari sulla sollecitazione di deleghe di voto.

4.3 Il promotore

Dal punto di vista dei protagonisti della sollecitazione di deleghe di voto va evidenziato che, come detto, l'attuale disciplina prevede esclusivamente la figura del "promotore". In precedenza era previsto che il soggetto che voleva promuovere una sollecitazione di deleghe di voto, denominato "committente", avrebbe dovuto obbligatoriamente rivolgersi ad un "intermediario" al quale era affidato il compito di effettuare la sollecitazione mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega⁵¹.

L'attuale testo dell'art. 138 del Tuf, prevede che sia il "promotore" ad effettuare la sollecitazione, mediante la diffusione del prospetto e del modulo di delega, che devono essere redatti secondo gli schemi predisposti dalla Consob e contenuti negli Allegati 5B e 5C del Regolamento Emittenti. Allo stesso promotore spetta, inoltre, il compito di esercitare il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega e, qualora voglia farsi sostituire, può farlo solo indicando il sostituto nel modulo di delega e nel prospetto di sollecitazione⁵².

È da evidenziare che la disciplina in vigore consente a chiunque di farsi promotore di una sollecitazione di deleghe di voto. Come detto, infatti, con l'abrogazione del vecchio art. 139 del Tuf, rubricato "*requisiti del committente*", non è più richiesto che colui che intenda promuovere la sollecitazione debba possedere azioni, nella misura prescritta, che gli consentano l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea per la quale è richiesta la delega.

L'abolizione di tali requisiti, da un lato, favorisce l'accesso a tale strumento da parte di chiunque abbia interesse, ma, dall'altro, potrebbe favorire la presenza di "disturbatori" organizzati all'interno delle assemblee. Tale rischio è, comunque, contrastato dall'importante deterrente costituito dai costi che bisogna sostenere per promuovere la sollecitazione, che si ritiene verranno affrontati solo nei casi in cui vi sia un concreto interesse inerente alla gestione della società.

Grazie alle nuove norme, anche la società emittente può promuovere una sollecitazione di deleghe di voto da esercitare nella propria assemblea. Nel silenzio della normativa primaria, tale facoltà la si evince chiaramente dalle disposizioni del Regolamento Emittenti, che all'art. 138 fa, in più punti, un espresso riferimento a tale possibilità. Infatti, il secondo comma del citato articolo, prevede che "*... ove la sollecitazione di deleghe sia promossa dalla società emittente, questa è tenuta ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte*" e, inoltre, il quarto comma della medesima norma regolamentare, relativo all'esercizio del voto in maniera difforme da quanto indicato nelle istruzioni nel caso si verifichino circostanze di rilievo, concede tale facoltà al promotore "*se diverso dalla società emittente*".

La dottrina che si era sviluppata prima della recente riforma era divisa sulla possibilità che la stessa società, nella cui assemblea verrebbe esercitato il voto, potesse farsi committente di una sollecitazione di deleghe⁵³.

In particolare, era stato evidenziato che, se la sollecitazione proviene dal *management*, ciò potrebbe avvenire per due ragioni contrapposte. In una prima ipotesi, la decisione può essere originata dal

⁵¹ Cfr. il testo dell'art. 138 del Tuf precedente alla riforma.

⁵² Cfr. art. 138, comma 2, Tuf.

⁵³ Cfr. GAMBINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1262.

fatto che il gruppo di controllo, che ha espresso il consiglio di amministrazione, voglia caricare le spese relative alla sollecitazione di deleghe sulla società stessa. In una seconda ipotesi, di valenza opposta, il consiglio di amministrazione, che può essere espressione di un ristretto nucleo stabile di azionisti, intende promuovere operazioni sul capitale o indirizzi strategici non conformi all'interesse del gruppo di riferimento ma nell'esclusivo interesse dell'azienda amministrata. Ovviamente, coloro che avevano particolare riguardo alla prima ipotesi propendevano per escludere che l'emittente potesse promuovere la sollecitazione.

Per giustificare l'esclusione era stato, inoltre, dato risalto al tenore letterale della precedente versione della norma, che, come detto, prevedeva che il committente detenesse almeno l'uno per cento di "azioni con diritto di voto", sottolineando la circostanza che, nel caso di società che detiene azioni proprie, il diritto di voto è sospeso. Tuttavia, a tale ricostruzione era stato obiettato che detto requisito poteva intendersi nel senso di richiedere il possesso di titoli azionari dotati di diritto di voto, indipendentemente dalla circostanza che lo stesso fosse momentaneamente sospeso⁵⁴.

È, comunque, da escludere, in ogni caso, l'ammissibilità di una sollecitazione di deleghe di voto promossa nell'interesse personale degli amministratori. Per evitare ciò, valgono le regole presenti nel nostro ordinamento relative alle ipotesi di conflitto di interessi.

4.3 La procedura di sollecitazione

La disciplina di dettaglio relativa alla procedura di sollecitazione, come anticipato, è dettata agli art. 136 e seguenti del Regolamento Emittenti, così come recentemente modificato dalla Consob ai sensi dell'art. 144 del Tuf, che prevede che la Consob deve stabilire con regolamento regole di trasparenza e correttezza per lo svolgimento della sollecitazione e della raccolta di deleghe.

In particolare, il citato art. 144 del Tuf, prevede che la Consob deve disciplinare con regolamento: *a)* il contenuto del prospetto e del modulo di delega, nonché le relative modalità di diffusione; *b)* le procedure di sollecitazione e di raccolta di deleghe, nonché le condizioni e le modalità da seguire per l'esercizio e la revoca delle stesse; *c)* le forme di collaborazione tra il promotore e i soggetti in possesso delle informazioni relative all'identità dei soci, al fine di consentire lo svolgimento della sollecitazione⁵⁵.

Sono stati, inoltre, attribuiti ulteriori poteri alla Consob, che può: *a)* richiedere che il prospetto e il modulo di delega contengano informazioni integrative e stabilire particolari modalità di diffusione degli stessi; *b)* vietare l'attività di sollecitazione quando riscontri una violazione delle disposizioni della presente sezione; *c)* esercitare nei confronti dei promotori i poteri previsti dagli articoli 114, comma 5, e 115, comma 1⁵⁶.

⁵⁴ Cfr. GAMBINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 1262.

⁵⁵ Cfr. art. 144, comma 1, del Tuf.

⁵⁶ Cfr. art. 144, comma 2, del Tuf. In particolare, l'art. 114, comma 5, del Regolamento Emittenti, stabilisce che la Consob può "richiedere ... che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente" mentre l'art. 115, comma 1, del Regolamento Emittenti, prevede che "La Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale; a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai soggetti

Nei casi in cui la legge preveda forme di controllo sulle partecipazioni al capitale delle società, copia del prospetto e del modulo di delega deve essere inviata alle autorità di vigilanza competenti prima della sollecitazione. Le autorità vietano la sollecitazione quando pregiudica il perseguimento delle finalità inerenti ai controlli sulle partecipazioni al capitale⁵⁷.

Esercitando la propria potestà regolamentare, la Consob ha stabilito che chiunque intenda promuovere una sollecitazione di deleghe deve trasmettere un avviso alla società emittente – che lo deve pubblicare senza indugio sul proprio sito *internet* – alla Consob, alla società di gestione del mercato e alla società di gestione accentrata delle azioni⁵⁸.

L'avviso deve indicare: *a)* i dati identificativi del promotore e della società emittente le azioni per le quali viene richiesto il conferimento della delega; *b)* la data di convocazione dell'assemblea e l'elenco delle materie all'ordine del giorno; *c)* le modalità di pubblicazione del prospetto e del modulo di delega nonché il sito *internet* sul quale sono messi a disposizione tali documenti; *d)* la data a partire dalla quale il soggetto a cui spetta il diritto di voto può richiedere al promotore il prospetto e il modulo di delega ovvero prenderne visione presso la società di gestione del mercato; *e)* le proposte di deliberazione per le quali si intende svolgere la sollecitazione⁵⁹.

Il prospetto e il modulo devono contenere almeno le informazioni previste dagli schemi riportati negli Allegati 5B e 5C e sono pubblicati mediante la contestuale trasmissione alla società emittente, alla Consob, alla società di gestione del mercato e alla società di gestione accentrata nonché messi a disposizione senza indugio sul sito *internet* indicato dal promotore ai sensi del comma 2, lettera *c)*. Tale sito *internet* può essere quello dell'emittente, con il consenso di quest'ultimo. La società di gestione accentrata informa, senza indugio, gli intermediari della disponibilità del prospetto e del modulo di delega⁶⁰.

Viene previsto, inoltre, che in caso di variazione del prospetto e del modulo resa necessaria da circostanze sopravvenute, la stessa deve essere tempestivamente resa nota con le modalità indicate nel comma 3⁶¹.

In un primo momento, la Consob⁶² aveva previsto che gli ultimi intermediari⁶³ dovessero dare notizia della sollecitazione ai soggetti cui spetta il diritto di voto in tempo utile per la loro eventuale

che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dai revisori legali e dalle società di revisione legale, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a); c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia; c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-octies”.

⁵⁷ Cfr. art. 144, comma 4, del Tuf.

⁵⁸ Cfr. art. 136, comma 1, Regolamento Emittenti.

⁵⁹ Cfr. art. 136, comma 2, Regolamento Emittenti.

⁶⁰ Cfr. art. 136, comma 3, Regolamento Emittenti.

⁶¹ Cfr. art. 136, comma 6, Regolamento Emittenti.

⁶² Con delibera n. 17592 del 14 dicembre 2010, che ha modificato il Regolamento Emittenti.

⁶³ Ai sensi dell'art. 135 del Regolamento Emittenti si applica la definizione di “ultimo intermediario” stabilita nell'art. 1 del Provvedimento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob il 22 febbraio 2008. Tale Provvedimento congiunto che definisce come “ultimo intermediario” l'intermediario che tiene i conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di pertinenza di soggetti che non operano in qualità di intermediari (investitori finali) o di soggetti non residenti.

adesione⁶⁴ e che il promotore dovesse consegnare, anche tramite gli ultimi intermediari, il modulo corredato del prospetto a chiunque ne facesse richiesta⁶⁵.

Tuttavia, le sollecitazioni effettuate dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina hanno evidenziato che i costi a carico dei promotori connessi agli adempimenti pubblicitari degli intermediari fossero tali da disincentivare la promozione delle sollecitazioni, vanificando le modifiche legislative e regolamentari in materia.

La Consob ha ritenuto opportuno, quindi, avviare sul punto una nuova procedura di consultazione, ad esito della quale è stato abrogato il comma 4 dell'art. 136 che imponeva tali incombenze in capo all'ultimo intermediario⁶⁶, sul presupposto che la disciplina vigente già consente di tutelare l'interesse del promotore a raggiungere in modo capillare e su base individuale i titolari del diritto di voto, potendo quest'ultimo chiedere l'identificazione degli azionisti ai sensi dell'art. 136, comma 7, del Regolamento Emittenti, come sarà riferito più avanti. È stato, inoltre, conseguentemente, eliminato il riferimento al ruolo dell'ultimo intermediario nella trasmissione dell'informazione relativa alla sollecitazione dagli artt. 136, comma 2, lettera *d*), 136, comma 5, e 136, comma 6, del Regolamento Emittenti.

Con riferimento all'identificazione degli azionisti, a richiesta del promotore: *a*) la società di gestione accentrata comunica al promotore su supporto informatico, entro un giorno lavorativo dal ricevimento della richiesta, i dati identificativi degli intermediari partecipanti sui conti dei quali sono registrate azioni della società emittente nonché la relativa quantità di azioni; *b*) gli intermediari comunicano su supporto informatico, entro tre giorni lavorativi dal ricevimento della richiesta: i dati identificativi dei soggetti, cui spetta il diritto di voto, che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati, in relazione ai quali essi operino come ultimi intermediari nonché il numero di azioni della società emittente registrate sui rispettivi conti; i dati identificativi dei soggetti che abbiano aperto conti in qualità di intermediari e la quantità di azioni della società emittente rispettivamente registrata su tali conti; *c*) la società emittente mette a disposizione su supporto informatico, entro 3 giorni lavorativi dal ricevimento della richiesta, i dati identificativi dei soci e le altre risultanze del libro soci e delle altre comunicazioni ricevute in forza di disposizioni di legge o di regolamento⁶⁷.

A partire dalla pubblicazione dell'avviso previsto dal comma 1, di cui sopra, chiunque diffonde informazioni attinenti alla sollecitazione deve darne contestuale comunicazione alla società di gestione del mercato e alla Consob, che può richiedere la diffusione di precisazioni e chiarimenti⁶⁸. È stabilito che le spese relative alla sollecitazione – come ad esempio la pubblicazione dell'avviso, la richiesta dei dati identificativi degli intermediari e dei soggetti cui spetta il diritto di voto, la preparazione del prospetto – siano a carico del promotore⁶⁹.

⁶⁴ Cfr. art. 136, comma 4, Regolamento Emittenti, ora abrogato.

⁶⁵ Cfr. art. 136, comma 5, Regolamento Emittenti, con inciso ora abrogato.

⁶⁶ Cfr. delibera Consob n. 17730 del 31 marzo 2011, che ha apportato ulteriori modifiche al Regolamento Emittenti.

⁶⁷ Cfr. art. 136, comma 7, Regolamento Emittenti.

⁶⁸ Cfr. art. 136, comma 8, Regolamento Emittenti.

⁶⁹ Cfr. art. 136, comma 9, Regolamento Emittenti.

Viene, inoltre, precisato che la mera decisione, assunta da più soggetti, di promuovere congiuntamente una sollecitazione non rileva ai fini degli adempimenti previsti dall'articolo 122 del Tuf in materia di patti parasociali⁷⁰.

In caso di interruzione della sollecitazione per qualsiasi ragione – ivi incluso il divieto ad opera della Consob previsto dall'articolo 144, comma 2, lettera *b*), del Tuf – il promotore ne dà notizia con le stesse modalità previste nell'articolo 136, comma 3, del Regolamento Emittenti⁷¹. Salvo riserva contraria contenuta nel prospetto, il promotore esercita comunque il voto relativo alle azioni per le quali la delega è stata conferita prima della pubblicazione della notizia prevista di cui sopra⁷².

4.5 Responsabilità ed obblighi di comportamento del promotore

Sotto il profilo della responsabilità, la normativa precedente distingueva tra responsabilità del “committente” e quella dell’“intermediario”, in relazione alle fasi della procedura nelle quali gli stessi intervenivano.

L'attuale art. 143 del Tuf, viceversa, prevede esclusivamente la responsabilità del promotore. In particolare, è previsto che il promotore è responsabile *i*) dell'idoneità delle informazioni contenute nel prospetto o nel modulo di delega e di quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole – per cui in precedenza era responsabile il committente; *ii*) della completezza delle informazioni diffuse nel corso della sollecitazione – per cui in precedenza era responsabile l'intermediario⁷³.

È stata ribadita la regola per cui nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti da violazione delle disposizioni della presente sezione e delle relative norme regolamentari spetta al promotore l'onere della prova di avere agito con la diligenza richiesta⁷⁴.

Gli obblighi di comportamento del promotore sono prescritti dall'art. 143 del Regolamento Emittenti, il quale esordisce stabilendo che egli deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza⁷⁵.

Nei contatti con i soggetti sollecitati, il promotore deve astenersi dallo svolgimento dell'attività nei confronti di coloro che si siano dichiarati non interessati. Il promotore ha l'obbligo di fornire in modo comprensibile i chiarimenti richiesti e di illustrare le ragioni della sollecitazione ponendo, in ogni caso, in evidenza le implicazioni derivanti da rapporti di affari o partecipativi propri o

⁷⁰ L'art. 122 del Tuf, prevede che i patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano entro 5 giorni dalla stipulazione sono: *i*) comunicati alla Consob; *ii*) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana; *iii*) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; *iv*) comunicati alle società con azioni quotate.

⁷¹ Cfr. art. 139, comma 1, Regolamento Emittenti.

⁷² Cfr. art. 139, comma 2, Regolamento Emittenti.

⁷³ Cfr. art. 143, commi 1 e 2, del Tuf.

⁷⁴ Cfr. art. 143, comma 3, del Tuf.

⁷⁵ Cfr. art. 137, comma 1, Regolamento Emittenti.

di soggetti appartenenti al suo gruppo, con la società emittente o con soggetti appartenenti al gruppo di quest'ultima⁷⁶.

Il promotore, diverso dalla società emittente, informa che il voto potrà essere esercitato in modo difforme da quello proposto, a condizione che ciò sia stato espressamente autorizzato dal soggetto sollecitato, se si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere a questi comunicate, tali da far ragionevolmente ritenere che lo stesso, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione⁷⁷.

È previsto l'obbligo per il promotore di mantenere la riservatezza sui risultati della sollecitazione⁷⁸. Il promotore deve dare notizia con comunicato stampa, diffuso senza indugio con le modalità indicate nell'articolo 136, comma 3, del Regolamento Emittenti dell'espressione del voto, delle motivazioni del voto eventualmente esercitato in modo difforme da quello proposto ai sensi del comma 3, nonché dell'esito della votazione⁷⁹.

Ai sensi dell'articolo 142, comma 2, del Tuf, chi esercita il voto in assemblea è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno per le quali il promotore non abbia formulato proposte, secondo la volontà espressa dal delegante stesso nel modulo di delega ai sensi dell'articolo 138, comma 3 del Regolamento Emittenti⁸⁰.

Tra le regole di correttezza, è stato mantenuto il divieto per il committente, già previsto nel precedente Regolamento Emittenti, di acquisire deleghe di voto ai sensi dell'art. 2372 del codice civile⁸¹.

4.6 Il conferimento e revoca delle deleghe di voto e la c.d. *two-way proxy*

Il soggetto a cui spetta il diritto di voto, per il conferimento della delega, trasmette al promotore l'apposito modulo di delega⁸².

Il promotore decide se esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte e fornisce indicazione di tale scelta nel prospetto. In altri termini, il promotore è libero di scegliere se condizionare la raccolta delle deleghe all'adesione alle proprie proposte di voto oppure se raccogliere anche le deleghe non adesive (c.d. *two-way proxy*)⁸³. Nel caso in cui la sollecitazione di deleghe sia promossa dalla società emittente, è previsto che questa sia obbligata in ogni caso ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte⁸⁴.

⁷⁶ Cfr. art. 137, comma 2, Regolamento Emittenti.

⁷⁷ Cfr. art. 137, comma 3, Regolamento Emittenti.

⁷⁸ Cfr. art. 137, comma 4, Regolamento Emittenti.

⁷⁹ Cfr. art. 137, comma 5, Regolamento Emittenti.

⁸⁰ Cfr. art. 137, comma 6, Regolamento Emittenti.

⁸¹ Cfr. art. 137, comma 7, Regolamento Emittenti.

⁸² Cfr. art. 138, comma 1, Regolamento Emittenti.

⁸³ Cfr. il Documento di consultazione della Consob del 5 agosto 2010.

⁸⁴ Cfr. art. 138, comma 2, Regolamento Emittenti.

Come detto, l'introduzione della *two-way proxy* è una delle novità più rilevanti della nuova disciplina, perché indica una riconsiderazione dell'istituto della sollecitazione di deleghe di voto. Infatti, la Consob, nella precedente versione del Regolamento Emittenti, aveva optato a favore dell'obbligatorietà della *one-way proxy*, stabilendo all'art. 135, comma 3, che l'esercizio del voto è condizionato alla conformità con le proposte del committente. Tale scelta era stata motivata affermando che l'interesse del committente era da considerarsi come "interesse primario" da tutelare nella sollecitazione di deleghe, e che, quindi, la procedura proposta doveva mirare a fornire a quest'ultimo un agile strumento per il sostegno in assemblea delle proposte di proprio interesse. La dottrina dell'epoca, tuttavia, non condivideva tale impostazione, osservando che la normativa in questione non si ispira alla protezione di un interesse disponibile, ritenendo evidente che gli istituti della sollecitazione e della raccolta delle deleghe siano diretti alla tutela di interessi di carattere generale e indisponibile⁸⁵.

A tale proposito, era stato rilevato che l'interesse del committente può rilevare come un'efficace leva di attivazione dei meccanismi normativi di interesse generale. Era stato affermato, quindi, che la tutela dell'interesse privato doveva essere meramente strumentale ad esigenze d'ordine generale, quali potrebbero essere le istanze di contendibilità⁸⁶.

La Consob ha previsto, inoltre, che il soggetto a cui spetta il diritto di voto che ha conferito la delega, anche parziale, può esprimere con lo stesso modulo di delega il proprio voto per le materie iscritte all'ordine del giorno per le quali il promotore non ha richiesto il conferimento della delega. Tuttavia, per tali materie è vietato al promotore di formulare raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto⁸⁷.

Il promotore, se diverso dalla società emittente, può esprimere, ove espressamente autorizzato dal delegante, un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni nel caso si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea⁸⁸.

In questo caso, il promotore dichiara in assemblea: *a)* il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute ovvero, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra astensioni, voti contrari e voti favorevoli; *b)* le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni⁸⁹.

Nei casi di cui sopra, in relazione alle proposte di deliberazione per le quali non siano state conferite istruzioni di voto e non sia stata concessa l'autorizzazione ad esprimere un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni, le azioni sono comunque computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea; le medesime azioni non sono tuttavia computate ai fini del calcolo

⁸⁵ Cfr. SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 395.

⁸⁶ Cfr. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, cit., p. 12 e ss..

⁸⁷ Cfr. art. 138, comma 3, Regolamento Emittenti.

⁸⁸ Cfr. art. 138, comma 4, Regolamento Emittenti.

⁸⁹ Cfr. art. 138, comma 5, Regolamento Emittenti.

della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere⁹⁰.

La delega è revocata mediante dichiarazione scritta portata a conoscenza del promotore almeno il giorno precedente l'assemblea⁹¹.

5 Le associazioni di azionisti

In occasione del recepimento della *Shareholders' Rights Directive* è stata mantenuta una disciplina speciale dedicata alle associazioni degli azionisti. In particolare, l'art. 141 del Tuf prevede che non costituisce sollecitazione la richiesta di conferimento di deleghe di voto accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto rivolta ai propri associati dalle associazioni di azionisti che: *a)* sono costituite con scrittura privata autenticata; *b)* non esercitano attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo; *c)* sono composte da almeno cinquanta persone fisiche ciascuna delle quali è proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto⁹².

Le deleghe conferite all'associazione di azionisti di cui sopra, non sono computate ai fini del calcolo del limite di duecento azionisti, previsto nella riferita definizione di sollecitazione, contenuta all'art. 136, comma 1, lett. *b)* Tuf⁹³.

Inizialmente, in una prima fase di redazione del Decreto di recepimento, era stata proposta l'abrogazione di tale disciplina speciale, in quanto si era ritenuto che la semplificazione e la liberalizzazione della materia, consentendo a qualunque socio di richiedere il conferimento delle deleghe, rendesse superfluo prevedere una disciplina *ad hoc* per le associazioni di azionisti. Il testo finale del Decreto, tuttavia, ha mantenuto le disposizioni in tema di associazione di azionisti, restando ferma per la stessa la possibilità di continuare a svolgere la propria attività, anche raccogliendo deleghe al di fuori del perimetro degli associati⁹⁴.

Il Tuf ha precisato che la richiesta di conferimento di delega accompagnata da raccomandazioni di voto rivolta dall'associazione ai propri associati non costituisce sollecitazione di deleghe e, quindi, non si applica nemmeno la relativa disciplina: la raccolta di deleghe da parte di un'associazione di azionisti è dunque soggetta alle sole regole generali in materia di voto per delega.

A seguito dell'abrogazione delle vecchie norme del Tuf che disciplinavano l'istituto della raccolta delle deleghe da parte delle associazioni di azionisti, sono state eliminate le relative disposizioni del Regolamento Emittenti. Tuttavia queste modifiche non rappresentano una "abrogazione di fatto" delle associazioni di azionisti né impediscono il proseguimento dell'attività che fino ad oggi hanno svolto, ma consentono alle stesse di svolgere liberamente la raccolta delle deleghe presso i propri

⁹⁰ Cfr. art. 138, comma 6, Regolamento Emittenti.

⁹¹ Cfr. art. 138, comma 7, Regolamento Emittenti.

⁹² Cfr. art. 141, comma 1, del Tuf.

⁹³ Cfr. art. 141, comma 2, del Tuf.

⁹⁴ Cfr. Circolare Assonime 14/2011 cit., p. 55.

associati senza gli oneri connessi al rispetto della previgente procedura⁹⁵.

6. Conclusioni

In occasione del recepimento in Italia della *Shareholders' Rights Directive*, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, come detto, sono state modificate le norme interne relative alla disciplina delle deleghe di voto e della sollecitazione di deleghe nelle società quotate. Le modifiche apportate hanno seguito le indicazioni fornite dal legislatore comunitario, che ha ritenuto che il buon governo societario richieda procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega, in quanto una maggiore partecipazione, anche se indiretta, dei piccoli azionisti permette loro di esercitare un grado ottimale di monitoraggio e di controllo sull'attività degli organi amministrativi ed esecutivi.

Per favorire la partecipazione degli azionisti alle assemblee delle società quotate, il legislatore italiano ha modificato la disciplina dedicata alle deleghe di voto contenuta nel Tuf.

In particolare, tali modifiche consistono, principalmente, nella possibilità per il socio di nominare più rappresentanti, in deroga al principio generale che impone di indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea e nella possibilità di conferire la delega anche ai membri degli organi di amministrazione e controllo, dettando nuove regole in materia di conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato e introducono regole speciali per il conferimento della delega. È stata, inoltre, introdotta la figura del “rappresentante designato” dalla società, e cioè un soggetto incaricato di raccogliere le deleghe dei soci.

Un'altra importante novità introdotta in occasione del recepimento della *Shareholders' Rights Directive* è la nuova disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto. Tale disciplina è stata oggetto di una notevole semplificazione, che è stata accolta in maniera molto favorevole dal mercato. In particolare, sono stati abrogati gli art. 139 e 140 del Tuf, che richiedevano il possesso di particolari requisiti in capo al committente ed ai soggetti abilitati alla sollecitazione ed è stata prevista la possibilità per il promotore di raccogliere anche deleghe non adesive alle proprie proposte di voto (*two-way proxy*).

Come detto, nel periodo intercorrente tra l'entrata in vigore del Tuf, nel 1998, e le recenti semplificazioni, lo strumento della sollecitazione di deleghe di voto era rimasto inutilizzato. Viceversa, nei primi mesi del 2011 sono state promosse diverse sollecitazioni di deleghe di voto, anche in concorrenza tra di loro, per assemblee di società quotate.

Gli obiettivi prefissati dal legislatore, quindi, possono ritenersi raggiunti. Si è registrata, infatti, una maggiore partecipazione di soci di minoranza, che, soprattutto quando si tratta di investitori qualificati – grazie alle loro competenze professionali – possono assolvere la funzione di monitoraggio dell'operato del *management* e del gruppo di controllo.

È da rilevare, tuttavia, che, grazie a tale maggiore partecipazione, gli esiti delle votazioni delle assemblee delle società quotate potrebbero risultare spesso imprevedibili. Soprattutto nelle società con azionariato diffuso, infatti, il *management* non avrà più come unico referente il gruppo che

⁹⁵ Cfr. il Documento di consultazione della Consob del 5 agosto 2010.

detiene il controllo e che lo ha nominato. A seguito della recente riforma si è presentato sul mercato, come protagonista, un nuovo soggetto: il promotore di deleghe di voto. È da ritenere, di conseguenza, che le battaglie relative ai principali eventi societari, compresa la nomina degli amministratori, verranno disputate prima della data dell'assemblea stessa e verranno vinte da coloro che saranno in grado di aggregare attorno alle proprie proposte, dettagliatamente enunciate in un apposito prospetto, il consenso del numero più elevato di azionisti, presentandosi alla data dell'assemblea con il maggior numero di deleghe di voto.

BIBLIOGRAFIA

BERLE e MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966.

CAPOLINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

CASTALDI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

CIRCOLARE ASSONIME n. 14 del 5 maggio 2011.

GAMBINO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

GATTI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. It.*, 2000.

MINERVINI, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca, impresa, società*, 1999.

SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.

SEPE, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998.

LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Fabio Colavecchi

Abstract: Il fenomeno delle operazioni con parti correlate è disciplinato dal Regolamento Consob n. 17721 del 12 marzo 2010. Con tale normativa la Consob, esercita una delega legislativa, introduce misure volte ad assicurare la correttezza sostanziale e procedurale nonché la trasparenza delle operazioni con parti correlate. Con tali misure si intende evitare che gli *stakeholders* esercitino la loro influenza per sottrarre, stipulando operazioni con le parti correlate, benefici privati dal patrimonio sociale. Il Regolamento indica che possono definirsi correlati quei soggetti che, direttamente o indirettamente, sono controllati o hanno la capacità di controllare un altro soggetto ovvero sono in grado di esercitare un'influenza notevole sull'assunzione di decisioni operative e finanziarie dell'altro. La normativa in parola impone quindi dei limiti tesi ad evitare che tali dinamiche si concretino in ipotesi di *tunneling*. Tuttavia, non dovendo le cautele previste tradursi in un danno per l'attività societaria, gli obblighi imposti sono parametrati alla rilevanza dell'operazione societaria con parte correlata e sono previste agevolazioni nel caso in cui le stesse siano concluse da una società rientrante in una determinata tipologia ovvero si ripetano con cadenza regolare. Elemento centrale delle procedure previste è il ruolo degli amministratori non esecutivi, non correlati e indipendenti quali soggetti chiamati a tutelare l'interesse sociale esercitando poteri la cui intensità è correlata alla rilevanza dell'operazione.

Abstract: The related party transactions have been regulated by the Consob Regulation n. 17721 dated 12 march 2010. With this regulation Consob introduces some measures to assure the fairness and transparency of company's transactions. This restrictions have been introduced to avoid that stakeholders should exercise their influence to steal unjustified benefits from the company using related party transactions. Regulation defines as related parties each entity that, directly or not, controls or is controlled by another company. Moreover, companies exercising a dominant influence each other should be also called related parties. This regulation poses restrictions to avoid situations included in the "tunneling" phenomenon. These restrictions have not to create difficulties to the company so they are connected to the operation size; the small sized operations have less restrictions than the big ones and the same treatment is reserved to the dealings made in a regular way. The most important position within the new regulation is reserved to the independent, unrelated and not managing directors. They have to express their opinion over the different transactions in order to assure the company interests and their powers depend on the transaction size.

Parole chiave: Parti correlate – Regolamento Consob 17221 – Amministratore indipendente – Operazioni rilevanti – Trasparenza e Correttezza sostanziale e procedurale

Sommario: 1.Le operazioni con parti correlate nella disciplina antecedente al Regolamento – 2.Il Regolamento Consob n. 17721 del 12 marzo 2010 – 3.Operazioni con parte correlata – 4. *Segue*.Le parti correlate – 5.Le soglie di rilevanza – 6.Il regime di trasparenza immediata e periodica delle operazioni – 7.Le procedure societarie. Correttezza sostanziale e procedurale – 8.Le procedure da adottare in ragione della rilevanza dell’operazione – 9.*Segue*.Le delibere quadro – 10.Una disciplina agevolata per determinate tipologie di società – 11.Il regime delle esenzioni.

1. Le operazioni con parti correlate nella disciplina antecedente al Regolamento

Le operazioni con parti correlate individuano un’area di criticità della *governance* societaria di tal che la necessità di regolare tale fenomeno (tramite regole volte a contrastarne l’opacità) nasce dall’esigenza di limitare il rischio di fenomeni espropriativi che possano causare una riduzione della fiducia nei mercati.

Più in particolare, le operazioni con parti correlate rappresentano una delle forme tipiche del conflitto di interessi tra i soggetti che detengono la proprietà delle società quotate ed i soggetti che esercitano il controllo (cioè *manager* e azionisti rilevanti)¹.

Ed invero, gli azionisti si trovano continuamente esposti al rischio che gli *stakeholders* perseguano obiettivi opportunistici adottando politiche strategiche volte a svuotare di valore le società controllate²; la percezione di tali rischi di espropriazione si riflette in un più elevato costo del capitale, in quanto la riduzione di fiducia negli investitori da un lato spinge questi ultimi a chiedere un premio per i rischi, dall’altro ingenera meccanismi di selezione avversa nell’accesso delle società al mercato (attraendo quelle con progetti di investimento ad alto rischio o disposte a sopportare un consistente aumento del costo medio del capitale pur di poter catturare benefici privati dal controllo).

Ciò posto, nel quadro finanziario italiano gli elementi di rischio connessi allo svolgimento di operazioni con parti correlate sono ancora più evidenti viste le caratteristiche della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate che rimane fortemente caratterizzata dal ruolo degli azionisti di controllo o di riferimento³.

Più specificamente, nel mercato italiano si riscontra la diffusione di strumenti di rafforzamento del controllo - quali gruppi piramidali, emissione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato - che consentono ad alcuni azionisti di avere un potere di voto più che proporzionale

¹ La normativa introdotta dalla Consob coglie la logica dei rischi sottesi a tali operazioni, derivanti sostanzialmente dal conflitto di interessi degli amministratori esecutivi, portati a concludere operazioni non allineate alle condizioni di mercato che sottraggono risorse all’azienda (c.d. *tunneling*) e danno dell’integrità del patrimonio aziendale e, quindi, del valore delle partecipazioni. In dottrina cfr. SANTOSUOSSO, *Risposta alla consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell’art. 2391 – bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate*, Roma, 2010.

² Cfr. BAGLIONI – GRASSO, *Parti Correlate: l’attività di predisposizione delle nuove procedure interne* in *Società*, 2010, n. 6, p. 728.

³ Cfr. CONSOB, *Relazione illustrativa sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, in www.consob.it.

rispetto all'entità economica del capitale investito. Tale dissociazione tra potere di voto ed interesse economico si riflette nel ruolo rilevante determinato dal possibile ricavo di benefici privati quando bisogna operare le scelte societarie.

Tale aspetto è emerso in occasione del verificarsi della recente crisi finanziaria, in quanto si è resa necessaria l'adozione di una disciplina volta a limitare la possibilità di procedere all'estrazione di benefici privati dal controllo societario tramite lo svolgimento di operazioni con parti correlate.

In tale contesto, nelle operazioni di una società quotata con controllate e controllanti, soci di riferimento, amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche, imprese ad essi riferibili, emergono conflitti di interessi potenziali che hanno reso necessaria l'adozione di una disciplina di efficace prevenzione.

Tale sistema di presidio ha dovuto altresì essere equilibrato in quanto ha tenuto presente che la regolamentazione di operazioni svolte con parti correlate deve intendersi finalizzata alla prevenzione di operazioni volte all'estrazione di benefici privati dalla società. Parallelamente appare d'altro canto necessario considerare che la conclusione di tali operazioni costituisce un filtro societario diretto ad evitare l'instaurazione di relazioni d'affari con soggetti sconosciuti (senza considerare che il rispetto della normativa introdotta per via regolamentare si traduce in un aggravio dei costi a carico della società)⁴.

L'importanza di tale fenomeno societario ha suscitato sin dagli anni novanta l'attenzione della Consob e l'adozione da parte di quest'ultima di una serie di comunicazioni aventi ad oggetto la trasparenza contabile e procedurale nelle operazioni con parti correlate.

In particolare, la materia delle operazioni con parti correlate trova degli antecedenti regolamentari sia nel Codice di autodisciplina che nelle disposizioni del Regolamento Emittenti. Il Codice di autodisciplina anticipò la normativa primaria disponendo, per il consiglio di amministrazione, l'obbligo di adottare misure tese ad assicurare che le operazioni nelle quali un amministratore fosse portatore di un interesse, per conto proprio o di terzi, e quelle poste in essere con parti correlate venissero compiute in modo trasparente e prospettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale con modalità operative stabilite sentito il comitato per il controllo interno⁵.

L'integrazione di tale normativa è avvenuta successivamente con l'introduzione dell'art. 71–bis del Regolamento emittenti – destinato a trovare applicazione fin dall'entrata in vigore

⁴ Cfr. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo* in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011 pag. 3. Il sistema normativo introdotto con riferimento alle operazioni concluse con parti correlate non sembra avere a fondamento la considerazione che tali operazioni costituiscano una situazione di pericolo quanto postulare che le stesse siano fisiologiche per le società quotate ed i gruppo italiani, salvi naturalmente gli eccessi e gli abusi che possono annidarsi in operazioni particolarmente a rischio data la loro eccezionalità. Sembrerebbe quindi che il legislatore non abbia inteso alterare in modo apprezzabile le normali dinamiche decisionali della gestione. In dottrina cfr. SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano 2011, p. 32.

⁵ Al riguardo, si v. Part. 9 del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana. Deve essere tuttavia sottolineato come un sistema di autodisciplina basato sul meccanismo del *comply or explain* risulta inadeguato a fronteggiare i fenomeni espropriativi attuati tramite operazioni con parti correlate, in quanto la mancata adozione di procedure non idonee a prevenire tali fenomeni diviene in tal modo non pienamente contrastabile.

del Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate⁶ – con il quale si è introdotto l’obbligo per le società quotate di pubblicare un documento informativo sulle operazioni con parti correlate “rilevanti” ossia quelle che per «oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza o correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all’emittente»⁷⁸.

L’analisi dell’esperienza applicativa della disciplina in parola ha tuttavia evidenziato forti criticità in quanto la definizione dell’insieme delle operazioni con parti correlate destinatarie degli obblighi di *disclosure* (fondata su elementi meramente qualitativi) attribuiva una forte discrezionalità alle società quotate traducendosi in una scarsa numerosità delle operazioni comunicate⁹. Inoltre, è risultata parimenti migliorabile la previsione circa i tempi ed i contenuti della comunicazione al mercato delle operazioni con parti correlate nell’intento di assicurare agli investitori un’informazione più tempestiva, organica e completa.

Ed invero, se tale disciplina ha avuto una finalità informativa, la spinta ad un processo di regolamentazione globale del fenomeno delle operazioni con parti correlate ha dovuto attendere un compiuto riordino in sede legislativa.

Difatti, è con l’art. 12 del d.lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004 che venne aggiunto al testo della riforma del diritto societario l’art. 2391-*bis* del codice civile, rubricato “operazioni con parti correlate”¹⁰, con lo scopo di completare il contenuto dell’art. 2391 c.c. riguardante la disciplina dei conflitti di interesse fra gli amministratori e le società¹¹.

⁶ Al fine di rendere omogenee le definizioni utilizzate la Consob, con il Regolamento in parola, ha infatti disposto che, a far data dal primo dicembre 2010, l’art. 71 – *bis* è da intendersi abrogato.

⁷ In particolare, dall’analisi della bozza di articolato del regolamento Consob emerge l’esigenza di assicurare, con l’imposizione di un obbligo informativo, una adeguata trasparenza proprio in riferimento alle operazioni “rilevanti” con parti correlate ed in tal modo si è inteso completare la disciplina fornita dal Codice di autodisciplina.

⁸ A fronte di una trasparenza immediata va rilevato che l’informativa periodica si realizza in modo analitico tramite l’informazione sulle operazioni con parti correlate contenuta nella relazione sulla gestione di cui all’art. 2428 c.c. Con cadenza annuale e semestrale, ed inoltre nella relazione del collegio sindacale *ex art.* 2429 c.c. e art. 153 t.u.f.; cfr. BONZANINI – MARTELLONI, *Le operazioni con parti correlate di “società aperte”*, in *Società*, 2005, n.10, p. 954. Inoltre, va rilevato che tra le fonti deleganti rientra quanto statuito nell’art. 154-*ter* t.u.f., introdotto a seguito del recepimento della Direttiva *Transparency*, a norma della quale gli emittenti azioni quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine sono tenuti ad indicare informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate nella relazione intermedia sulla gestione.

⁹ Le incertezze applicative sono attestate anche dall’Autorità di controllo; cfr. CONSOB *Relazione illustrativa sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, in *www.consob.it*.

¹⁰ È stata evidenziata la forte forza intrinseca che può esercitare una fonte di *soft law* quale il Codice di Autodisciplina alla luce del fatto che il contenuto dell’art. 2391 – *bis* c.c. recepisce i contenuti dell’art. 9 del vigente Codice di Autodisciplina che raccomanda l’adozione, da parte del consiglio di amministrazione, di misure idonee affinché le operazioni con parti correlate vengano compiute con modalità che rispettino i tre principi della trasparenza, della correttezza sostanziale e della correttezza procedurale e siano approvate col supporto del comitato per il controllo interno e/o che le trattative vengano affidate a uno o più amministratori indipendenti e/o che si ricorra ad esperti indipendenti. In dottrina, si v. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n. 3, p. 872.

¹¹ Un’interpretazione sistematica di quanto disposto dall’art. 2391-*bis* c.c. porta ad evidenziare la scelta del legislatore di discostarsi rispetto al sistema tradizionale in materia di regolazione delle ipotesi di conflitto di interessi basato su divieti formali. Si è voluto passare ad un sistema di disclosure obbligatoria e di decisione informata. Ciò si evince dall’analisi del nuovo testo dell’art. 2391 c.c. che impone all’amministratore un obbligo di disclosure qualora sia portatore di un interesse che possa essere in contrasto con l’interesse sociale ed un obbligo di astensione dal compimento dell’operazione interviene solo qualora si tratti di un amministratore delegato mentre, se si è in presenza

Ecco che l'art. 2391-*bis* c.c. riconduce a fonte legislativa il dovere di predisporre regole di correttezza sostanziale e procedurale per il compimento delle operazioni con parti correlate, ponendo le basi per una unificazione dei vari profili di disciplina volta a realizzare una tutela di tipo preventivo (ed estendendo l'applicazione a tutte le società aperte e, quindi, non soltanto a quelle quotate ma anche a quelle che fanno appello al mercato del capitale di rischio).

Con tale disposizione il legislatore non ha tuttavia definito in maniera puntuale il regime applicativo, ma ha delegato la Consob a riempire di contenuto i profili operativi della norma. L'articolo affida alla Consob l'adozione di principi generali in forza dei quali i consigli di amministrazione degli emittenti sono tenuti ad adottare procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate attuate sia direttamente, sia tramite società controllate. Considerato che nello stringere rapporti con le cosiddette parti correlate può accadere di usare criteri di scelta più indulgenti o meno rigorosi di quelli abitualmente impiegati, la norma rimette all'iniziativa degli organi di amministrazione di procedere all'elaborazione di procedure la cui formulazione deve sottostare ai contenuti dell'iniziativa regolamentare Consob.

La struttura dell'impianto normativo è articolata su tre livelli: alla previsione legislativa contenuta nell'art. 2391-*bis* c.c. si affiancano il potere regolamentare della Consob e l'autoregolamentazione interna delle singole società.

La norma fissa i criteri di fondo sui quali la disciplina delle operazioni con parti correlate deve essere impostata nonché le modalità ed i criteri secondo cui essa dovrà essere attuata. Tutto ciò sulla base di un meccanismo a doppio livello in cui alla regolamentazione secondaria spetta il compito di dettare i principi generali di correttezza sostanziale e procedurale, di disciplina della competenza decisionale, di motivazione e documentazione, cui le singole società dovranno attenersi nell'adozione delle rispettive procedure sulle parti correlate¹².

2. Il Regolamento Consob n. 17721 del 12 marzo 2010

Alla luce delle considerazioni che precedono, la Consob ha adottato una normativa estremamente dettagliata che tende a sovrapporre l'applicazione della disciplina della trasparenza a quella delle regole di correttezza sostanziale e procedurale¹³; e ciò con inevitabile restrizione degli spazi riservati ai regolamenti predisposti dagli organi amministrativi delle

di un amministratore unico, l'operazione in conflitto può essere conclusa ma deve essere adeguatamente motivata. Cfr. MONTALENTI, Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario, in Riv. dir. civ., 2004, n. 4, p. 243.

¹² In particolare, la Consob dispone di una varietà di soluzioni sul piano dei criteri di identificazione della fattispecie e del livello di applicazione della disciplina; di conseguenza, può parlarsi di una disciplina a “cerchi concentrici”, a “geometria variabile”, in cui ad una disciplina più estesa in termini di obblighi di trasparenza, dovrebbe corrispondere una più ristretta riguardo ai criteri di correttezza sostanziale e procedurale, dati i vincoli scaturenti dall'operatività gestionale dell'emittente. In dottrina cfr. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, p. 501 ss.

¹³ Sui problemi posti dai molteplici livelli di tale disciplina e sulle modalità inerenti la possibile articolazione di regolamentazione tra società quotate e facenti appello al mercato del capitale di rischio cfr. BONZANINI-MARTELLONI, *Le operazioni con parti correlate di “società aperte”*, in *Società*, 2005, n.10, p. 956 ss.

singole società e l'insorgere di possibili dubbi circa un eccesso di delega¹⁴.

Merita sottolineare che questa scelta di fondo prevede la concessione di notevoli spazi di flessibilità e di graduazione della disciplina (ampliati dalle differenti opzioni) che consentono da un lato esoneri alla sua applicazione, dall'altro accentuazioni per specifiche ipotesi che presentano maggiore rischio alla società e, dunque, per le categorie delle operazioni "rilevanti"¹⁵. Il punto di equilibrio tra l'esigenza di scoraggiare il compimento di operazioni dannose per la società e quella di salvaguardare la flessibilità operativa delle medesime si basa, soprattutto, su estesi obblighi di motivazione e di informazione nei confronti del mercato.

Più in particolare, l'obbligo di dover comunicare le operazioni con parti correlate dovrebbe, infatti, disincentivare il compimento di operazioni dannose in quanto la conoscibilità delle stesse potrebbe minare la credibilità della società e del suo gruppo di controllo, indurre gli azionisti delusi a punire la società vendendo azioni sul mercato (con conseguente diminuzione di valore)¹⁶. Tali motivazioni hanno influito su un lungo e complesso *iter* procedurale¹⁷ - preceduto da una lunga analisi di impatto regolamentare e caratterizzato dalla pubblicazione di due Documenti di consultazione con l'esame delle numerose osservazioni¹⁸ - che ha portato, in data 12 marzo 2010 in attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c., all'adozione della nuova disciplina regolamentare sulle parti correlate (oggi contenuta nel regolamento Consob n. 17221)¹⁹.

La *ratio* della disciplina è quella di evitare che, attraverso il compimento di operazioni con parti correlate si pregiudichi il valore della società e, dunque, si intende tutelare maggiormente gli azionisti di minoranza imponendo alle società quotate l'adozione di procedure interne volte ad impedire il verificarsi di eventuali abusi derivanti dall'effettuazione di operazioni con, o influenzate da, soggetti in potenziale conflitto di interessi.

Con l'adozione del Regolamento si vuole in ultima analisi evitare il concretizzarsi del fenomeno del *tunneling* (consistente nel trasferimento di ricchezza della società a favore di parti

¹⁴ Al riguardo, ci si è interrogati sull'effettività di una disciplina così analitica quando sarebbe stato possibile limitare la procedura all'imposizione del rilascio di un parere da parte degli indipendenti con correlato obbligo di sottoporre l'adozione della decisione all'assemblea sociale in caso di parere negativo. In dottrina cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 10 ss.

¹⁵ La concessione agli emittenti della possibilità di introdurre, attraverso la tecnica dell'*opt-in*, previsioni più rigorose di quelle che possono essere considerate minimali e la denuncia di una sorta di "eccesso regolatorio"; in dottrina, cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale e nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina? Relazione al Convegno su La crisi finanziaria: banche regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009.

¹⁶ In questo modo non solo si potrebbe ingenerare un danno reputazionale nei confronti del *management* ma, più efficacemente, l'obbligatorietà della comunicazione potrebbe portare all'irrogazione di una sanzione amministrativa (oltre all'insorgere di una responsabilità per danni nei confronti degli investitori inconsapevoli che abbiano acquistato strumenti finanziari).

¹⁷ Le tappe del processo di consultazione sono le seguenti: 9 Aprile 2008 prima proposta di regolamentazione; 20 Giugno 2008 primo *public hearing*; 30 Giugno 2008 termine prima fase di consultazione; 3 Agosto 2009 pubblicazione seconda proposta di regolamentazione; 13 Ottobre 2009: secondo *public hearing*; 31 Ottobre 2009: termine seconda fase di consultazione; 12 marzo 2010: adozione del regolamento.

¹⁸ Sulla atipicità e complessità del procedimento di formazione del regolamento in esame cfr. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 3 ss.

¹⁹ La disciplina regolamentare è stata accompagnata dall'adozione di due successive Comunicazioni n. 10078683 del 24 settembre 2010 e n. 10094530 del 15 novembre 2010 con le quali la Consob ha fornito una interpretazione autentica di alcune delle disposizioni di cui al Regolamento nonché chiarimenti utili ai fini dell'applicazione del medesimo.

correlate), nonché il compimento di altre operazioni che perseguano interessi diversi rispetto a quello sociale, come potrebbe accadere nella conclusione di operazioni volte principalmente al soddisfacimento di interessi del gruppo di appartenenza della società²⁰.

La probabilità di operazioni finalizzate al godimento di benefici privati, secondo dati analitici, cresce proporzionalmente al crescere della separazione tra proprietà e controllo che in Italia, sebbene in diminuzione, è ancora alto al confronto con quello degli altri paesi²¹.

Tuttavia, lo svolgimento di operazioni con parti correlate rappresenta una caratteristica peculiare dei rapporti d'affari intercorrenti tra le società appartenenti allo stesso gruppo²². Infatti, l'esecuzione di transazioni infragruppo si traduce nella possibilità per l'impresa di far affidamento su una controparte conosciuta e maggiormente affidabile, senza che sia necessario sostenere oneri finalizzati ad ottenere informazioni sulla stessa, esprimendo, in tal modo, un'utilità notevole per la società nello svolgimento della propria attività commerciale.

Il sistema normativo delineato nel Regolamento in parola non sembra disciplinare le operazioni con parti correlate come situazioni che siano ontologicamente di pericolo ma, al contrario, considera quest'ultime fisiologiche per le società quotate ed i gruppi, salvi gli eccessi e gli abusi che possono annidarsi in operazioni particolarmente a rischio in quanto eccezionali²³.

Il mercato non può agire autonomamente come efficace deterrente contro comportamenti opportunistici se è possibile tenerli celati e, anche qualora il mercato volesse punire almeno parzialmente la posizione degli *insider* scontando la loro partecipazione, la mancanza di fiducia nel mercato azionario e negli emittenti si risolverebbe (attraverso la perdita di valore della società) in una perdita di parte della ricchezza collettiva potenzialmente racchiusa nel capitale delle società aperte²⁴.

²⁰ Cfr. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, *passim*, ove si sottolinea che «abbiamo avuto la nascita di quello che considero un vero e proprio mito: la minoranza e l'esigenza di una sua tutela; tesi e moda pesantemente influenzata da istanze politiche (posto l'evidente assimilazione della minoranza al virtuoso proletariato e della maggioranza al capitalista sfruttatore)».

²¹ Cfr. CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, in www.consob.it.

²² Per una compiuta valutazione del fenomeno vedi MAUGERI *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3 il quale rileva che «la *ratio* dell'impostazione volta a distinguere la vicenda delle operazioni endogruppo (come tali esentabili) da quella delle operazioni dell'emittente (o di sue controllate) con parti correlate al primo (come tali inderogabilmente soggette alla disciplina del Regolamento) appare rintracciabile nella considerazione secondo cui il rischio di una lesione dell'interesse patrimoniale dei soci «esterni» dell'emittente risulta particolarmente intenso, e richiede di esser fronteggiato mediante l'applicazione cumulativa di distinti regimi disciplinari, solo nell'ipotesi in cui la società sia sottoposta alle altrui direttive di impresa, potendo invece rimettersi la tutela di quegli interessi esclusivamente alle regole degli art. 2497 c.c. ove sia l'emittente a dirigere e coordinare altre, separate entità».

²³ Dato l'elevato valore potenziale delle operazioni con parti correlate, nessun ordinamento pone un divieto a tali operazioni. Difatti, gli ordinamenti preferiscono controllare le operazioni in questione mediante il ricorso ad obblighi informativi. Le operazioni con parti correlate costituiscono una peculiare fattispecie in cui le ragioni relative alle divergenze di disciplina a livello comunitario si rinvengono nella maggiore o minore diffusione del sistema delle *public companies*. Al riguardo, si v. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n. 3, p. 855.

²⁴ Si osserva, inoltre, che una punizione generalizzata potrebbe ingenerare fenomeni di selezione avversa, poiché porterebbe gli emittenti pronti ad accettare lo «sconto» imposto dal mercato e decidere di non quotarsi o di quotarsi altrove, lasciando sul mercato solo gli emittenti pronti ad accettare lo sconto in vista dei benefici ricavabili in futuro a

In linea di principio, dovrebbe risultare premiante per il singolo emittente la spontanea applicazione dei migliori *standard* internazionali in materia di operazioni con parti correlate, poiché la riduzione del rischio di espropriazione a danno degli azionisti di minoranza dovrebbe risolversi in un minor costo della raccolta di capitale ed in quotazioni più elevate.

Il complesso normativo in esame è indirizzato, in ultima analisi, a contenere e ridurre il rischio di estrazione di benefici privati o del perseguimento di interessi extrasociali da parte dei soggetti titolari del potere d'impresa, offrendo al tempo stesso un insieme di regole procedurali e di trasparenza funzionali a valutare legittimità e ragionevolezza delle forme di esercizio di quel potere²⁵.

Su questo presupposto si basa l'autoregolamentazione dei codici di autodisciplina, la cui adozione è generalmente volontaria, salva la necessità di informare il mercato delle ragioni della mancata adesione. In ogni caso, appare evidente che se un *insider* è in grado di estrarre benefici privati maggiori dei costi che gli deriverebbero dal subire il sospetto del mercato, in quanto non aderente ai codici di autodisciplina, lo stesso non avrebbe alcun forte incentivo a premere affinché l'emittente si allinei spontaneamente alle migliori prassi di mercato.

La regolamentazione, quindi, dovrebbe preservare la fiducia degli investitori offrendo loro protezione contro i rischi di espropriazione ad opera delle parti correlate consentendo, al contempo, lo svolgimento di operazioni in modo efficiente tra parti libere, disinteressate e pienamente informate.

La disciplina delle operazioni con parti correlate si colloca, perciò, tra le disposizioni volte a promuovere una sana ed efficiente gestione delle società imponendo, ad amministratori e *manager*, l'adozione di *standard* di comportamento, vincoli e regole procedurali che salvaguardino il rispetto dei principi di corretta e leale amministrazione.

3. Operazioni con parte correlata

Alla luce delle osservazioni che precedono, deve essere effettuata preliminarmente una descrizione dell'operatività della regolamentazione per quanto attiene alla parte correlata ed all'operazione con parte correlata.

A tal proposito, va ricordato che la Consob ha inteso introdurre una disciplina graduata, seguendo un approccio affine alla tecnica della "protezione minima" di matrice comunitaria, e in linea con tale politica normativa, individuando le operazioni con parte correlata per poi lasciare all'autonomia degli emittenti l'identificazione della categoria (imponendo loro di includere, tuttavia, almeno le operazioni indicate nell'Allegato 1)²⁶.

spese degli investitori cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, n. 6, p. 1333 ss.

²⁵ Cfr. MAUGERI *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3, p. 889.

²⁶ La tecnica normativa "multilivello" comprendente fonti normative primarie, secondarie e codici di comportamento, è stata indicata come una possibile causa della difficoltà di inquadramento della normativa sulle operazioni con parti correlate; cfr. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, p. 855.

In generale, la normativa statuisce che, per operazione con parte correlata, deve intendersi qualsiasi trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.

Tale definizione viene mutuata, come ovviamente quella di parte correlata, dai principi contabili internazionali e, in particolare, dal principio contenuto nello IAS24²⁷.

Peraltro, non si effettua un rinvio mobile a tale principio, per evitare che riforme della normativa contabile internazionale si riflettano sul regolamento in esame, bensì un rinvio fisso con la riproduzione dei suoi contenuti all'interno dell'Allegato 1 del regolamento²⁸.

In sostanza, la definizione di operazione con parte correlata deve includere, secondo quanto indicato in via regolamentare, tutte le operazioni di contenuto economico o finanziario di varia natura come acquisizioni o cessioni di aziende o di partecipazioni societarie, fusioni, scissioni, aumenti di capitale riservati²⁹, che potrebbero essere condizionate dai soggetti titolari di una posizione di "influenza" sulla società quotata.

Si noti in proposito che, per aversi operazione con parte correlata, occorre una transazione in ragione della quale la società possa essere qualificata come un ente giuridico nella cui sfera si producano gli effetti dell'operazione; deve trattarsi di un'operazione compiuta o deliberata dagli organi della società e destinata, quindi, ad incidere direttamente sul suo patrimonio.

Inoltre, il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, che deriva dalle regole contabili internazionali, rende necessaria una concreta valutazione degli interessi in gioco per decidere sull'applicazione delle disposizioni regolamentari. Ad esempio, nell'individuazione dei dirigenti con responsabilità strategiche non si deve tener conto del solo organigramma formale della società, ma devono essere considerate le funzioni esercitate in concreto dai *manager* nel compimento delle operazioni.

Infine, va data rilevante importanza agli effetti economici delle operazioni compiute con parti correlate facendo rientrare tra le stesse anche quelle in cui la parte correlata non è controparte di un contratto di scambio ma costituisce, insieme ad altre società, parte di un rapporto plurilaterale in cui alla parte correlata è concesso di assumere determinazioni sui contenuti dell'operazione che producono ricadute nei confronti della stessa³⁰.

²⁷ L'utilizzo del principio contenuto nello IAS 24 quale termine di riferimento per l'analisi dell'operatività del regime delle operazioni con parti correlate è stato effettuato sia dalla Consob, attraverso il Regolamento in esame che peraltro, come già rappresentato, non effettua un rinvio mobile, sia dal legislatore nazionale, attraverso il d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173 che da quello comunitario, al settimo considerando della direttiva 2006/46/CE. Al riguardo, si v. ESPOSITO, *Op. ult. cit.*, p. 857.

²⁸ È stato rilevato che nel condivisibile obiettivo di non introdurre un riferimento automatico ai principi IAS, per non soggiacere a modificazioni del regolamento provenienti da una fonte esterna, il legislatore ha inserito autonome definizioni di parte correlata e operazioni con parte correlata che, tuttavia, nel contenuto ricalcano gli IAS. La Consob ha dettato definizioni autonome di controllo e collegamento sempre mutuandole dai principi contabili internazionali in difformità a quanto statuito dal sistema civilistico. Criticabile appare anche la trasposizione, quale canone di interpretazione delle definizioni, del principio della prevalenza della sostanza sopra la forma, anch'esso di matrice contabile. Tali riferimenti possono essere considerati fonte di possibili incertezze applicative. In dottrina cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 2.

²⁹ Il documento di consultazione pubblicato il 9 aprile 2008 stabilisce che non rappresentano operazioni con parti correlate tutti gli aumenti di capitale rivolti indifferentemente alla generalità dei soci a parità di condizioni come gli aumenti di capitale ad opzione.

³⁰ Al riguardo, la Comunicazione Parti Correlate al paragrafo 1.7. prevede che «rientrano tra le operazioni con parti

4. Segue. Le parti correlate

Oltre alla definizione del concetto di operazione con parte correlata, nella definizione dell'ambito di applicazione della normativa in esame assume centrale rilevanza la delimitazione soggettiva della stessa operatività.

In estrema sintesi, un soggetto può definirsi correlato se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone, è controllato o ha la capacità di controllare un altro soggetto nonché se è in grado di esercitare un'influenza notevole sull'assunzione di decisioni operative e finanziarie dell'altro³¹.

La nozione di parte correlata abbraccia quindi le componenti del gruppo, italiane o estere, del quale la società faccia eventualmente parte, i dirigenti con responsabilità strategiche e i loro più stretti familiari nonché le entità, italiane o estere, nelle quali questi detengano quote rilevanti dei diritti di voto.

Un soggetto può definirsi "parte correlata" ad una società, ai sensi dell'All. 1 al regolamento Consob 17221/2010 se:

- a) direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone³²:
 - controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;
 - detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima;
 - esercita il controllo sulla società congiuntamente ad altri soggetti.
- b) è una società collegata alla società;
- c) è una *joint venture* un cui la società è una partecipante;
- d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;
- e) è uno stretto familiare dei soggetti di cui alle lettere a) o d);
- f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere d) ed e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;
- g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della società o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

La nozione di parte correlata riproduce sostanzialmente quanto stabilito nel principio contabile

correlate anche i prestiti sindacati erogati da *pool* di banche a cui partecipino una parte correlata e una pluralità di altri soggetti non correlati, salvo che sia evidente il ruolo minoritario svolto all'interno del consorzio, in qualità di mero partecipante, dalla parte correlata: a tal fine, si avrà riguardo all'influenza della parte correlata nell'assunzione delle decisioni riguardanti le condizioni economiche e giuridiche del finanziamento nonché alla quota dalla stessa erogata sul totale del prestito. Sono quindi sempre soggette al Regolamento le operazioni di finanziamento nelle quali la parte correlata svolga, da sola o insieme ad altre banche, il ruolo di *arranger* o *capofila*».

³¹ Cfr. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n. 3, p. 858.

³² Il lungo elenco che indica le diverse possibili ipotesi di parti correlate non risolve tutti i dubbi interpretativi perché enuncia concetti dei quali occorrerà individuare in concreto le fattispecie di riferimento; tale attività impone agli organi di amministrazione un considerevole sforzo al fine di individuare preventivamente quali saranno le possibili ipotesi di operazioni con parti correlate. Si v., inoltre, SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate* in *Società*, 2010, n. 6, p. 740.

internazionale IAS24³³ ed in merito valgono le osservazioni già formulate in relazione alla nozione di “operazione con parte correlata”³⁴.

Venendo ad un’analisi specifica delle singole tipologie di parti correlate, va tenuto conto, in primo luogo, della rilevanza a tal fine dell’esistenza di un rapporto di controllo; ciò in quanto la tipologia di operazioni con parte correlata, che più di frequente può condurre ad operazioni di depauperamento del patrimonio sociale, è quella delle operazioni concluse dalla società con i propri azionisti di controllo, anche alla luce della tendenza di costoro a sfuggire alle responsabilità scaturenti dal compimento di tali operazioni.

Più in generale, a fianco al fenomeno degli azionisti di controllo nelle società, è necessario sottolineare che il fenomeno del controllo è connaturato a quello dei gruppi societari. Al riguardo, le operazioni infragruppo sembrano essere la sede tipica, anche se certamente non esclusiva, delle operazioni con parti correlate in quanto una società è naturalmente chiamata a relazionarsi con soggetti conosciuti³⁵ (poiché nella scelta delle proprie controparti contrattuali, riferendosi a questi è in possesso di una più completa informazione sulla natura e tale aspetto si enfatizza quando tali soggetti sono riconducibili al medesimo gruppo finanziario)³⁶.

Ai fini dell’individuazione della fattispecie di “controllo” è da ritenersi che in tale circostanza non valga solamente la nozione di cui all’art. 2359 c.c., bensì quella, più estesa e sotto certi aspetti più complessa, delineata dal principio IAS24.

Di conseguenza, per “controllo” deve intendersi il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità e di poter così ottenere benefici privati dalle sue attività. Ciò si presume esistente quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente, attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un’entità. Tale elemento costituisce una presunzione di controllo *juris tantum* e, di conseguenza, in presenza di una simile situazione il controllo deve ritenersi esistente qualora non venga dimostrato il contrario.

Al riguardo, va evidenziato che il controllo, anziché dipendere dal peso della partecipazione di un solo socio, potrà derivare dall’accordo stipulato fra due o più soci, con il quale essi si impegnino a sindacare i loro voti al fine di controllare l’assemblea sociale.

³³ Al riguardo, viene sottolineato che “l’adozione dell’ampia definizione di parti correlate fornita dallo IAS24 ai fini dell’informazione contabile rischia di essere esorbitante, laddove sia destinata ad essere utilizzata anche per l’applicazione della disciplina di correttezza sostanziale e procedurale, e dunque in termini di *governance* societaria, la quale invece si ritiene si debba essere concentrata sulla risoluzione dei conflitti tra azionisti di controllo e/o organi di gestione ed azionisti di minoranza, e si pone in contrasto con gli ambiti di operatività più ristretti, anche se tali più flessibili adottati da altri ordinamenti europei” cfr. MIOLA *Le operazioni con parti correlate in Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010.

³⁴ L’apprezzamento del mercato per la scelta della Consob di stabilire una definizione autonoma di “parte correlata” senza procedere ad un semplice rinvio ai principi contabili internazionale è espressa da BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l’attività di predisposizione di nuove procedure interne in Società*, 2010, n. 6, p. 727 ss.

³⁵ La natura fisiologica di tali operazioni per le società quotate ed i gruppi italiani, salvi naturalmente gli eccessi e gli abusi che possono annidarsi in operazioni particolarmente a rischio in quanto eccezionali è confermata dalla presenza nella disciplina della previsione di casi di esenzione quali, ad esempio, le operazioni concluse a condizioni di mercato o standard; cfr. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., *passim*.

³⁶ Cfr. FERRO-LUZZA, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit. pag. 4, secondo cui «la disciplina delle parti correlate partirebbe da una concezione del tutto negativa del controllo [...] muovendo dal postulato che sia in qualche modo strutturale alle società quotate un conflitto fra maggioranza e minoranza».

Inoltre, il controllo si presume esistente a prescindere dall'analisi dei diritti di voto esercitabili in assemblea dal soggetto che ha il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità qualora tale potere derivi da uno statuto, da un accordo ovvero consista nella possibilità di nominare o rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario (ed il controllo sia detenuto da quel consiglio o quell'organo)³⁷.

In tale contesto, si deve ricordare che la definizione di controllo congiunto fornita dallo IAS24 lo individua come «condizione, stabilita contrattualmente, del controllo su di un'attività economica», per cui il controllo può risultare da una clausola statutaria o da un patto, anche parasociale, che attribuisca il potere di determinare le politiche finanziarie e operative di gestione delle imprese.

Accanto al rapporto di controllo (anche congiunto) conferisce la veste di parte correlata la stessa situazione di collegamento in virtù della quale la società quotata è sottoposta ovvero è in grado di esercitare un'influenza notevole anche solo indirettamente³⁸.

Per parte correlata è, altresì, da intendersi il soggetto in grado di esercitare un'influenza notevole sulla società. Per influenza notevole deve intendersi il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo³⁹.

L'influenza notevole si presume esistente, in linea con la previsione contenuta nello IAS 28, se un soggetto, direttamente o indirettamente, possiede il 20% o una quota maggiore dei diritti di voto a meno che non possa dimostrare il contrario. Viceversa, in presenza di un possesso di una quota dei titoli azionari inferiori al 20% del capitale sociale è possibile dimostrare l'esistenza di un'influenza notevole sulla società sulla base di circostanze quali, ad esempio, un interscambio di personale dirigente tra la parte correlata e la società ovvero la possibilità di avere una stabile rappresentanza nel consiglio di amministrazione⁴⁰.

L'Allegato cui fa riferimento il Regolamento con parti correlate annovera inoltre una serie di situazioni che possono essere degli indicatori per l'esistenza di un'influenza notevole. Tali segnali non assumono, per espresso chiarimento della Consob, il carattere di presunzioni,

³⁷ Per controllo è da intendersi, altresì, il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario ed il controllo dell'entità è di fatto detenuto da tale organo; il potere di nominare o rimuovere la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione sarebbe possibile se il soggetto in questione avesse con la società un accordo di direzione e coordinamento a norma dell'art. 2497-*septies* c.c. Inoltre, il controllo consiste nel potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali in base ad un accordo con la società a norma del suo statuto; in dottrina cfr. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, n. 6, p. 735 ss.

³⁸ In questo senso, va registrato un ampliamento rispetto all'originaria disciplina regolamentare, posto che il collegamento, a differenza del controllo, viene inteso esclusivamente in senso diretto, senza che possa ravvisarsi un ulteriore legame con la società collegata. Cfr. MIOLA, *Op. ult. cit., passim*.

³⁹ La presunzione è, quindi, relativa ma solo in casi specifici: si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui un soggetto detenga una quota del 21% e sia ostile alla società, in presenza di un azionista che abbia la maggioranza assoluta, e quella in cui un socio possieda una percentuale del capitale sociale pari al 22% e presenti e voti la lista di minoranza. Nel Codice civile la presunzione di influenza notevole – che permette di considerare collegata una società – scatta quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in un mercato regolamentato (art. 2359 c.c.); è quindi possibile che gli emittenti decidano di ricorrere in via opzionale a tale minore soglia al fine di individuare le società correlate perché esercitano influenza notevole.

⁴⁰ Cfr. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., *passim*.

nemmeno relative, e la ricorrenza degli stessi costituisce quindi un semplice segnale circa la possibile esistenza di un'influenza notevole senza implicare però alcuna presunzione.

Nonostante un positivo riscontro, l'“influenza notevole” potrà, quindi, escludersi se in concreto il partecipante dimostri di non esercitare l'influenza che gli viene attribuita e che l'indizio raccolto è contrastato da una prova che chiaramente ed incontrovertibilmente lo smentisce. Ad esempio, sarà possibile dimostrare, anche per mezzo di documenti o di testimonianze, che il socio indiziato non abbia mai fatto pressioni sugli altri soci per indirizzarne il voto o che le altre circostanze indizianti siano state la conseguenza di contingenti occasioni e non di preordinati programmi strategici.

Infine, tra le ipotesi di parte correlata, va annoverata la *joint venture* che può definirsi accordo contrattuale con cui due o più imprese intraprendono un'attività economica sottoposta al controllo congiunto.

Al contrario, l'individuazione di un dirigente d'impresa quale parte correlata richiede un'analisi più approfondita.

Per dirigenti con responsabilità strategiche devono essere intesi quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, direzione e controllo delle attività della società, compresi gli amministratori della società stessa ed i componenti degli organi di controllo. Sarebbe interesse della società, onde assicurare la legittimità delle proprie operazioni, stilare *ex ante* un elenco delle posizioni apicali che ricadono in tale definizione, tenendo, peraltro, in considerazione che *ex post* sarà la sostanza dei poteri e delle responsabilità affidate agli stessi, e non una valutazione formale della posizione ricoperta, a determinare chi possa essere qualificato dirigente con responsabilità strategiche e, quindi, assuma il ruolo di parte correlata. Rientrano nella definizione di parte correlata anche gli stretti familiari di un soggetto che controlla la società ovvero esercita il controllo congiunto sulla stessa ovvero di un dirigente con responsabilità strategiche.

Per stretti familiari devono intendersi quei soggetti che possono influenzare il soggetto interessato nei suoi rapporti con la società o essere influenzati (nei loro rapporti con la società) dal medesimo. Possono rientrare nel novero degli “stretti familiari” il coniuge non legalmente separato ed il convivente, i figli e le persone a carico del soggetto, del coniuge non legalmente separato o del convivente.

Tale esemplificazione, peraltro, non è da intendersi esaustiva poiché l'emittente dispone di un'ampia discrezionalità nell'individuare quali siano i soggetti in grado di influenzare o essere influenzati dal soggetto interessato. La normativa regolamentare ha superato, quindi, il criterio formale dell'esistenza di un grado di parentela adottato dal codice civile focalizzandosi su una visione sostanziale dei rapporti così includendo anche quei soggetti che, pur non avendo il titolo di familiare, possono avere un'incidenza significativa sul soggetto interessato⁴¹.

L'applicazione delle nuove disposizioni regolamentari richiede una corretta individuazione

⁴¹ La formulazione di stretti familiari è da intendersi in senso flessibile e risulta più ampia di quella contenuta nell'originaria versione del principio IAS24, in quanto si tratta di quei familiari che ci si attende possano influenzare o essere influenzati dall'interessato nei loro rapporti con la società quotata; a titolo di presunzione, non assoluta, vi sono ricompresi i figli, i conviventi con i propri figli e le persone a carico degli stessi o della parte correlata. Cfr. MIOLA, *Op. ult. cit., passim*.

delle parti correlate e una costante attività di monitoraggio dei rapporti e degli elementi che possono essere alla base della correlazione, anche alla luce del fatto che la natura di parte correlata dipende dall'operazione compiuta.

Concludendo sul punto, va notato che l'esatta individuazione di tutte le parti correlate può essere garantita solo attraverso una completa informazione.

Al riguardo, lo stesso Regolamento richiede ai soggetti controllanti, ed agli altri soggetti che siano parti correlate dell'emittente, di fornire a quest'ultimo le notizie necessarie onde consentire l'identificazione delle parti correlate e delle operazioni con le medesime (art. 8, comma 4). Pertanto, l'obbligo informativo grava, quindi, sui soli soggetti che siano stati già identificati come parti correlate.

Questi soggetti, a loro volta, dovrebbero poi procedere a fornire i dati circa gli stretti familiari, le entità nelle quali loro stessi (o i loro stretti familiari) esercitano il controllo o l'influenza notevole o detengono una quota significativa dei diritti di voto.

Al fine del censimento delle parti correlate potrebbe essere utile istituire una banca dati per ogni singolo emittente quotato nella quale inserire e ordinare le parti correlate sulla base delle informazioni disponibili per l'emittente oltre a quelle fornite direttamente dalla parte correlata.

Con un'attività di aggiornamento periodico di tale banca dati e, di conseguenza, l'individuazione di un soggetto responsabile dell'aggiornamento e della correttezza dei dati, l'operatività delle disposizioni regolamentari potrebbe avere una piena efficacia anche se è necessario dare conto della possibilità che tali dati non siano facilmente ottenibili.

5. Le soglie di rilevanza

Un approccio regolamentare efficiente richiede lo svolgimento di un'analisi comparata dei costi e dei benefici che una nuova regolazione impone alle società al fine di garantire una maggiore trasparenza e correttezza del loro operato. Tale analisi, alla luce dell'opportunità di non gravare le società di oneri organizzativi e vincoli procedurali - controproducenti in ragione della dimensione delle stesse e delle operazioni realizzate - ha condotto ad una differenziazione del regime applicabile in ragione delle dimensioni delle operazioni realizzate e del conseguente effetto delle stesse sulla società.

Per tale motivo, la regolamentazione introdotta sulle operazioni con parti correlate si articola diversamente sulla base della potenziale pericolosità che le stesse assumono a seconda della propria dimensione⁴². Conseguentemente, è stato realizzato un regime che si differenzia a seconda che l'operazione si collochi al di sopra di determinate soglie quantitative, e sia perciò di maggiore rilevanza, ovvero al di sotto delle stesse e possa essere qualificata come operazione di minore rilevanza⁴³.

⁴² Per una compiuta e puntuale descrizione delle stesse cfr. CAGNASSO, *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel Regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 15, p. 37 ss.

⁴³ Cfr. RAINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010,

Infatti, qualora un'operazione abbia una dimensione tale da renderla inidonea a generare operazioni espropriative con effetti rilevanti sul risultato economico della società, non è richiesta l'introduzione di oneri organizzativi e procedurali che si tradurrebbero nell'imposizione di gravami di entità certamente superiore ai benefici ottenibili dalla conclusione della stessa⁴⁴. Sulla base della differenza disciplinare derivante dalla dimensione dell'operazione conclusa, va rilevato che l'identificazione delle operazioni di minore rilevanza avviene in negativo rispetto alle operazioni di maggiore rilevanza e a quelle di importo esiguo che rappresentano, rispettivamente, il limite inferiore e superiore della categoria in esame.

In merito si deve evidenziare che, mentre le operazioni di maggiore rilevanza, per esplicita previsione dell'art. 4, comma 1, lett. a) del Regolamento, sono identificate ad opera del consiglio di amministrazione e devono includere almeno le operazioni di cui all'Allegato 3 del Regolamento, le procedure possono individuare, ai sensi dell'art. 13, comma 2 del Regolamento, criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare le disposizioni regolamentari.

Da ciò appare evidente come siano incerti i confini delle operazioni di minore rilevanza e come sia auspicabile la creazione, per il tramite della prassi, di *standard* condivisi nella stesura delle procedure⁴⁵.

La classificazione delle operazioni societarie deve partire dall'indicazione fornita nell'Allegato 3 del Regolamento. Ai sensi di quanto previsto in tale allegato, possono essere definite operazioni di maggiore rilevanza quelle i cui valori, attraverso l'applicazione di almeno uno degli indici di rilevanza basati sul controvalore (l'attivo o il passivo), porti l'indice a superare la soglia del 5%⁴⁶.

Inoltre, le procedure interne delle società, indicate nell'art. 4 del Regolamento, possono allargare il perimetro delle operazioni di maggiore rilevanza riducendo le soglie di rilevanza, anche solo per determinate operazioni, ovvero prevedendo indici di rilevanza ulteriori (potrebbero essere indistintamente considerate operazioni di maggiore rilevanza quelle aventi un particolare valore strategico come la cessione del controllo di alcune delle società controllate dall'emittente)⁴⁷.

Le operazioni con la società controllante quotata, o con soggetti a quest'ultima correlati

n. 12, p. 14.

⁴⁴ È stato sottolineato che l'importanza di un'analisi sul contenuto e quella qualità dell'informazione fornita sulle operazioni con parti correlate in rapporto alla natura delle stesse (rispetto alla quale si pongono questioni in ordine alla portata analitica o sintetica delle indicazioni, nonché alla possibilità di procedere ad aggregazioni e di selezionare le sole operazioni significative) ha l'obiettivo di accrescere l'efficacia delle informazioni fornite, non solo sul piano della completezza, ma anche sul piano dell'eliminazione di quei dati ritenuti superflui e tali da compromettere una corretta informazione. In dottrina cfr. MIOLA, *Op. ult. cit. passim*.

⁴⁵ Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 10.

⁴⁶ L'indice di rilevanza del controvalore è dato dal rapporto tra il controvalore dell'operazione ed il patrimonio netto definito dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società. L'indice di rilevanza dell'attivo è dato dal rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione ed il totale attivo della società. L'indice di rilevanza delle passività è dato dal rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquistata ed il totale attivo della società.

⁴⁷ Le società sono altresì libere di individuare operazioni cui applicare la disciplina prevista per le operazioni di maggiore rilevanza, anche se non superano certe le soglie di rilevanza ai sensi del par. 2.1, punto *iii* della Comunicazione Parti Correlate.

che risultino a loro volta correlati alla società, rientrano tra quelle di maggiore rilevanza se almeno uno degli indici in parola supera la più ridotta soglia del 2,5% (in considerazione della separazione tra proprietà e controllo che nelle società quotate è strutturalmente più elevata e dei conseguenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati dal controllo).

Va sottolineato, infine, che le società sono invitate a valutare se individuare soglie di rilevanza inferiori per operazioni che possono incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente in considerazione della rilevanza strategica che possono assumere determinati *assets* indipendentemente dal loro valore di mercato (come nel caso di cessioni inerenti beni immobili di particolare valenza storica per la società ovvero la cessione di marchi o brevetti caratterizzanti l'attività d'impresa).

6. Il regime di trasparenza immediata e periodica delle operazioni

Dopo aver proceduto ad una sommaria analisi degli elementi necessari per l'esatta individuazione dell'ambito di applicazione del Regolamento, appare necessario analizzare l'operato della normativa introdotta.

Tale analisi parte dall'osservazione che, in base al disposto dell'art. 2391-*bis* c.c., è stato attribuito alla Consob un potere regolamentare volto ad introdurre principi generali da seguire da parte delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio al fine di garantire sia la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate che la trasparenza delle stesse⁴⁸.

Il superamento della soglia di rilevanza da parte dell'operazione conclusa con una parte correlata assume importanza, innanzitutto, per quanto concerne il regime di trasparenza a cui l'operazione deve essere assoggettata.

Ai sensi dell'art. 5 del testo regolamentare, le società sono tenute alla predisposizione di un documento informativo, redatto in conformità dell'Allegato 4 del Regolamento, solo qualora siano concluse operazioni di maggiore rilevanza che devono formare oggetto di un'informativa immediata e periodica nei confronti del mercato anche se realizzate da parte di società controllate italiane o estere.

L'individuazione delle soglie di rilevanza⁴⁹ costituisce, quindi, un momento cruciale

⁴⁸ Il Regolamento sulle operazioni con parti correlate ha, quindi, il pregio e l'ambizione di disciplinare in modo organico ed in un unico disegno gli obblighi di trasparenza ed i principi in materia di procedure che le società devono adottare per assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate. Cfr. BAGLIONI – GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n. 6, p. 728.

⁴⁹ Con il d.lgs. n. 173 del 2008, attuativo della direttiva n.2006/46/CE, sono state apportate delle modifiche alla disciplina dei bilanci di esercizio e consolidato che hanno determinato l'ampliamento dell'informazione contenuta nella nota integrativa aggiungendo, tra l'altro, i commi 22-*bis* e 22-*ter* all'art. 2427 c.c.. Al riguardo, va rilevato che l'ulteriore informativa richiesta dall'art. 22-*bis* è subordinata alla natura rilevante dell'operazione con parte correlata che non deve essere stata conclusa alle ordinarie condizioni di mercato. È, quindi, necessaria una completa e totale trasparenza solo per le operazioni più rilevanti per l'entità dell'importo e per l'anomalia dovuta a modalità di

nell'operatività del Regolamento in parola in quanto la determinazione della maggiore o minore rilevanza delle operazioni poste in essere dalla società emittente è finalizzata, in primo luogo, a modulare l'applicazione del regime di trasparenza imposto sulla base dei possibili riflessi che le stesse potrebbero produrre sul bilancio societario.

Il regime di trasparenza previsto dal Regolamento è applicabile sia alle operazioni di maggiore rilevanza che a quelle di minore rilevanza qualora le stesse, cumulativamente considerate, superino le soglie di rilevanza (purché omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario).

In merito è stato rilevato che solo promuovendo credibili processi di informativa patrimoniale – idonei a garantire attendibilità, correttezza e veridicità dei documenti contabili annuali e consolidati – è possibile riconquistare la fiducia degli investitori e riportare le risorse esistenti nel mercato dei capitali⁵⁰.

La normativa in materia di informativa sulle operazioni con parti correlate è stata oggetto di un vivace dibattito⁵¹ in quanto il Regolamento, nel disciplinare l'informazione, sarebbe andato al di là della delega contenuta nell'art. 2391–*bis* c.c. Tale norma sembrerebbe, infatti, limitarsi a richiedere un intervento in materia di informazione endosocietaria in quanto la disciplina sull'informativa verso il mercato trovava già una disciplina nell'esistente art. 71–*bis* del Regolamento Emittenti⁵². Tuttavia, è stato rilevato che tale disposizione poteva ottenere dei miglioramenti sotto il profilo dei tempi e dei contenuti della comunicazione al mercato e, nell'intento di assicurare agli investitori un'informazione più tempestiva, si è provveduto a disciplinare in via regolamentare anche l'ambito regolato da tale disposizione di cui si è disposta l'abrogazione a far data dal 1 dicembre 2010⁵³.

Va osservato, inoltre, che le operazioni con parti correlate costituiscono innanzitutto delle operazioni societarie e, in quanto tali, soggette al generale principio di correttezza e trasparenza contenuto nel Testo Unico della Finanza.

In tale contesto, si comprende l'opportunità del richiamo contenuto nel testo del Regolamento agli obblighi di comunicazione richiesti in applicazione dell'art. 114 t.u.f. Infatti, in ragione

effettuazione anormali rispetto a quelle usualmente applicate al mercato. Tramite tale disposizione, adottata nell'ottica di armonizzazione del diritto comunitario, si è fatto un richiamo ai principi contabili IAS e, in particolare, a quello che di lì a poco verrà adottato come base per la definizione di operazione rilevante nel Regolamento Parti Correlate risolvendo dei dubbi interpretativi sorti circa la natura "rilevante" delle operazioni oggetto di tale incremento di trasparenza. Cfr. BEGHETTO, *Le novità in materia di nota integrativa, bilanci abbreviati, bilanci consolidati e informazioni sulla corporate governance alla luce del d.lgs. 3 novembre 2008*, n. 173, in *Nuove leggi civili commentate*, 2009, p. 1157 ss.

⁵⁰ Cfr. BALZARINI, *Attuazione della direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, bilancio consolidato e informazioni sulla corporate governance*, in *Società*, 2009, n. 1, p. 96, secondo cui «una buona trasparenza informativa è un fattore idoneo ad attirare nuovi investitori verso il mercato finanziario ovvero è atta ad impedire che l'allontanamento di quelli che vi sono già presenti».

⁵¹ Cfr. DODARO, *Art. 2391 – bis*, in *Codice Commentato delle società* a cura di Bonfante, Milano, 2007, p. 508.

⁵² Tale norma ha evidenziato delle forti criticità applicative in ragione delle incertezze definitorie che ne hanno determinato una scarsa applicazione. In particolare, la definizione dell'insieme delle operazioni con parti correlate si fondava su margini qualitativi di ampiezza tale da consentire alle società una discrezionalità interpretativa che si traduceva in una scarsa comunicazione delle operazioni con parti correlate. Cfr. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 137.

⁵³ Cfr. CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, in *www.consoh.it*.

della presenza di informazioni *price sensitive*, la società è tenuta, a prescindere dal superamento della soglia di rilevanza, ad obblighi di informazione integrativi del comunicato da diffondere al pubblico che sono specificati all'interno dell'art. 6 del Regolamento⁵⁴.

In conclusione, quindi, nel caso in cui vengano compiute operazioni aventi maggiore rilevanza individualmente o cumulativamente considerate⁵⁵, le società sono tenute alla predisposizione, ai sensi dell'art. 114, comma 5 t.u.f. (e quindi con facoltà di reclamo *ex* comma 6), di un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4 del Regolamento.

Tale documento deve essere trasmesso alla Consob e, contestualmente, messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale, e con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I del Regolamento emittenti, entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente ovvero, qualora l'organo competente deliberi di presentare una proposta contrattuale, dal momento in cui il contratto, anche preliminare, sia stato concluso.

Al fine di facilitare tale regime, l'art. 114, comma 2 t.u.f. dispone che la società tenuta alla predisposizione del documento sia tenuta ad impartire le disposizioni necessarie affinché le società controllate forniscano le informazioni necessarie per la predisposizione dello stesso e le trasmettano tempestivamente per adempiere gli obblighi informativi a cui è tenuta la controllante⁵⁶.

Tuttavia, in relazione ad un'operazione di maggiore rilevanza, se la società è tenuta, altresì, a predisporre un documento informativo ai sensi degli artt. 70, comma 4 e 5, e 71 del Regolamento emittenti, quest'ultima può pubblicare un unico documento che contenga le informazioni di cui all'Allegato 4, e degli artt. 70 e 71, e venga messo a disposizione nel termine più breve tra quelli previsti dalle disposizioni applicabili (art. 5, comma 6 del Regolamento)⁵⁷.

Infine, sempre per quanto concerne l'informativa extrasocietaria, deve ricordarsi che, nel caso in cui vengano concluse operazioni omogenee, o realizzate in esecuzione di un disegno unitario, con la medesima parte correlata⁵⁸, le medesime devono essere cumulate per verificare

⁵⁴ In particolare, si richiede di indicare all'interno del comunicato da diffondere al pubblico, che la controparte dell'operazione sia una parte correlata, oltre alla descrizione della natura dell'operazione e della denominazione della controparte dell'operazione. Deve essere, altresì, indicato se l'operazione supera o meno le soglie di rilevanza, la procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione della decisione e se la società si è avvalsa di un caso di esclusione previsto negli artt. 13 e 14 del Regolamento, oltre all'eventuale approvazione dell'operazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti.

⁵⁵ Sono da considerarsi soggette agli obblighi di trasparenza anche le operazioni di maggiore rilevanza concluse per il tramite di società controllate, italiane o estere, secondo quanto indicato nel par. 7 della Comunicazione Parti Correlate. In tal caso, si deve far riferimento alla nozione di controllo fornita dall'art. 2359 c.c. anziché a quella contenuta nel Regolamento Parti Correlate.

⁵⁶ Dal momento che il contenuto del documento informativo dipende dalle informazioni che l'emittente riceve dalle proprie controllate, una lettura sistematica della norma dovrebbe riconoscere pienamente valido e sufficientemente esaustivo il documento che riporti le sole informazioni che l'emittente ha ricevuto dalle sue controllate; del resto, soprattutto nell'ambito dei gruppi multinazionali quotati, le operazioni che confluiscono nel cumulo potrebbero essere realizzate da società con sede legale in altri ordinamenti nei quali non sono richieste tutte le informazioni che la Consob presuppone per la compilazione del documento informativo. Al riguardo, cfr. ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*. Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010.

⁵⁷ Va ricordato che, ai sensi dell'art. 6 del Regolamento, anche in tal caso qualora l'operazione sia soggetta ad obblighi di comunicazione derivanti dall'art. 114 del TUF, sono necessari ulteriori elementi informativi.

⁵⁸ Questa previsione comporta un'estensione della disciplina informativa concernente le operazioni rilevanti con parti correlate, ricomprendendo tutte le operazioni poste in essere dall'emittente nell'arco di un esercizio sociale con una medesima parte correlata ovvero effettuate con soggetti correlati sia all'emittente che alla parte correlata qualora

se abbia luogo il superamento degli indici di rilevanza.

In tale ipotesi, il documento informativo è messo a disposizione del pubblico entro quindici giorni dall'approvazione dell'operazione o dalla conclusione del contratto che determina il superamento della soglia di rilevanza e contiene informazioni (anche su base aggregata per operazioni omogenee) su tutte le operazioni considerate ai fini del cumulo⁵⁹. Inoltre, è stato chiarito nella "Comunicazione Parti Correlate" che, una volta raggiunta la soglia di rilevanza, le operazioni successive non sono oggetto di informativa ma devono essere considerate esclusivamente ai fini del calcolo per il raggiungimento di una nuova soglia⁶⁰.

Oltre a tale tipo di informativa immediata, le società che concludano operazioni con parti correlate sono tenute ad un'informativa periodica disciplinata dal Regolamento che, peraltro, assoggetta tali operazioni ad un ulteriore regime informativo, riportato nell'art. 5, comma 8, il cui contenuto riproduce quello dell'art. 81 del Regolamento emittenti (abrogato contestualmente all'adozione del Regolamento Parti Correlate).

La disciplina relativa all'informativa periodica prevede che, qualora l'operazione sia compiuta da una società emittente avente l'Italia come stato membro d'origine, si debba garantire ai sensi dell'art. 154-ter t.u.f., l'inserimento, nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale⁶¹, di una serie di informazioni.

Tali informazioni devono riguardare sia le singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento che le altre eventuali singole operazioni concluse con parti correlate qualora abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società che, da ultimo, anche qualsiasi modifica, o sviluppo, delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che abbia avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società⁶².

In tal modo, può dirsi conclusa un'esposizione relativa all'aspetto dell'informativa extrasocietaria; tuttavia, il flusso informativo coinvolge innanzitutto l'informazione che

vi sia un complessivo superamento delle soglie di rilevanza. Tale regime comporta, tuttavia, l'insorgere di obblighi di monitoraggio a carico di società in cui possono intervenire con una certa frequenza operazioni di tale genere. In dottrina cfr. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010.

⁵⁹ Ai sensi dell'art. 114, comma 2 t.u.f. la società tenuta alla predisposizione del documento informativo impartisce le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tempestivamente le informazioni necessarie alla predisposizione del documento. (art. 5, comma 4 del Regolamento)

⁶⁰ La stessa Comunicazione ha, infatti, aggiunto che un effetto analogo alla chiusura dell'esercizio è contenuto nella pubblicazione del documento informativo in seguito al superamento delle soglie dimensionali per effetto del cumulo; le operazioni che sono oggetto di informativa in tale documento non dovranno più essere considerate sebbene l'esercizio non sia ancora trascorso.

⁶¹ Gli amministratori nella relazione annuale sulla gestione indicano i principi che hanno seguito nell'elaborare le procedure relative alle operazioni con parti correlate delle quali, comprese quelle di minore rilevanza, indicheranno gli elementi essenziali di quelle compiute nell'esercizio al quale il bilancio si riferisce. L'informazione ai soci, trasmessa per mezzo della relazione sulla gestione conterrà gli elementi relativi all'esercizio e, quindi, anche solo le procedure adottate, se non sono state compiute operazioni oppure le due notizie insieme. Negli esercizi successivi, gli amministratori dovranno informare i soci solo sulle operazioni compiute e non tutte, ma solo quelle procedure eventualmente modificate rispetto all'esercizio precedente. In dottrina cfr. SALAFIA *Le operazioni con parti correlate* in *Le Società*, 2010, n. 6, p. 740.

⁶² Cfr. SOTTORIVA, *La nuova informativa regolamentata "continua" per le società quotate*, in *Società*, 2008, n. 4, p. 539 ss.

avviene tra gli organi societari ossia l'informazione endosocietaria.

È del tutto chiara l'esistenza di una differente impostazione tra l'informazione endosocietaria e quella extrasocietaria in ragione del loro rispettivo scopo. Infatti, mentre la prima è funzionale alla valutazione interna dell'operazione per consentire agli organi sociali competenti di decidere, la seconda è un'informazione diretta a realizzare la trasparenza nei confronti del mercato dell'operazione conclusa dalla società.

L'importanza dell'informativa endosocietaria si coglie qualora si consideri che, soprattutto con riferimento ai flussi informativi antecedenti l'approvazione dell'operazione, il controllo di correttezza sostanziale, più che formale, dell'operazione si poggia su un flusso informativo che deve garantire la possibilità di valutare se l'operazione corrisponda all'interesse sociale e sia conveniente per la società⁶³.

Da quanto precede si intende come l'informativa societaria, con riferimento a tutte le operazioni societarie concluse con parti correlate a prescindere dalla rilevanza delle stesse, costituisca un presupposto fondamentale sia in una fase anteriore che in una successiva alla conclusione dell'operazione.

La funzionalità dell'informazione fornita ad una corretta analisi dell'operazione prospettata, per consentire il rilascio di un parere da parte del comitato prima dell'approvazione dell'operazione, impone che la stessa sia completa (ossia che contenga tutti gli elementi essenziali dell'operazione) ed adeguata, cioè idonea a consentire al comitato di redigere il parere e all'organo gestorio di decidere⁶⁴.

Infine, va rilevato che l'informazione *ex ante* prevista dal Regolamento non esaurisce l'informazione disponibile a livello endosocietario in quanto è necessario un completamento, se non addirittura un'integrazione, dell'informazione da parte dei componenti del comitato o dell'organo deliberante (in quanto tali soggetti sono, in prima battuta, amministratori e, quindi, in quanto tali, soggetti al potere – dovere di agire informati *ex art. 2381, comma 6 c.c.*)⁶⁵.

7. Le procedure societarie. Correttezza sostanziale e procedurale

Nell'ottica di una regolamentazione delle operazioni con parti correlate che promana da normative di rango primario, è di tutta evidenza l'importanza centrale che, nel processo normativo, assume l'adozione da parte delle società quotate, o con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante, di procedure idonee a garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

⁶³ Cfr. REGOLI, L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate, cit., *passim*.

⁶⁴ La difficoltà di stabilire delle procedure interne che effettivamente consentano il raggiungimento di tali obiettivi ha portato parte della dottrina a muovere delle critiche al Regolamento in esame nella parte in cui non prevede la presenza di un responsabile del procedimento chiamato a verificare il corretto funzionamento di tali aspetti procedurali e che dovrebbe essere un soggetto riconducibile agli organi apicali dell'emittente. In dottrina cfr. REGOLI, cit., *passim*.

⁶⁵ Cfr. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005, *passim*.

In particolare, l'art. 2391-*bis* c.c. stabilisce che gli organi di amministrazione delle società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio adottino, secondo principi generali dettati dalla normativa secondaria fornita dalla Consob, regole che assicurino la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

L'adozione di tali schemi procedurali è volta a rimettere l'operatività dei principi generali fissati dalla normativa di rango primario all'iniziativa delle società chiamate ad adottare procedure che concretizzino i dettami della normativa primaria e regolamentare in materia di operazioni con parti correlate.

Nell'analisi delle procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate occorre specificare il contenuto delle richiamate locuzioni "correttezza sostanziale" e "correttezza procedurale", che costituiscono principi a cui tali procedure, la cui adozione è regolata dall'art. 4 del Regolamento Parti Correlate, devono ispirarsi e che informano il parere che deve essere rilasciato da parte di un comitato composto esclusivamente da amministratori indipendenti affinché la procedura possa essere adottata.

Mentre il concetto di "correttezza procedurale" rinvia all'adozione di procedure per la strutturazione, negoziazione ed approvazione delle operazioni⁶⁶, il rispetto del canone di "correttezza sostanziale" porta a garantire che le procedure adottate permettano di procedere all'assunzione di decisioni pienamente informate e ponderate nell'interesse della società⁶⁷; in sostanza, l'adozione delle procedure societarie deve essere volta ad assicurare il rispetto dei principi di corretta e leale amministrazione nello svolgimento di un'operazione con parte correlata⁶⁸.

Il rispetto dei canoni di correttezza procedurale deve intendersi, quindi, strumentale alla correttezza sostanziale delle procedure da adottare in materia di operazioni con parti correlate⁶⁹. A tal fine, per assicurare che le operazioni con parti correlate siano realizzate in modo sostanzialmente corretto, è necessario adottare delle procedure che consentano di verificare se il comportamento tenuto dagli amministratori che rivestono un ruolo esecutivo si sia tradotto in uno scostamento, sotto il profilo delle condizioni economico – contrattuali dell'operazione conclusa, rispetto a valori standard, o di mercato, a cui la stessa avrebbe dovuto essere realizzata⁷⁰.

⁶⁶ Il processo di *decision making* è decisivo nell'attribuzione di responsabilità in quanto le scelte di gestione che abbiano causato danni al patrimonio della società comportano la responsabilità degli amministratori qualora tale processo sia risultato "difettoso"; qualora, invece, si registri la presenza ed il funzionamento di idonei assetti e procedure, gli amministratori andranno esenti da responsabilità. Cfr. IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 25.

⁶⁷ Per regole di correttezza procedurale si intendono quelle presenti in un sistema di cautele a loro volta tendenti a stabilire modalità di assunzione delle decisioni in ordine ad operazioni con parti correlate da parte dell'organo competente; in dottrina cfr. MIOLA, *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, cit. p. 653.

⁶⁸ Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate in Leggi Civili e Commentate*, 2011, n. 1, p. 1336.

⁶⁹ In tal senso cfr. MIOLA, *Op. ult. cit.*, p. 650.

⁷⁰ La soluzione adottata dalla Consob con il Regolamento in esame pare quella di attribuire alle regole di correttezza procedurale una diretta incidenza sul piano della realizzazione della correttezza sostanziale andando a ricalcare le soluzioni adottate nel diritto nordamericano per disciplinare le operazioni tra la società ed i propri amministratori come quella che prevede di escludere il vizio di una deliberazione qualora l'operazione sia stata adottata da parte di una maggioranza di amministratori non interessati. In tale modo, il rispetto di norme di correttezza procedurale

In altre parole, stante il rispetto dei canoni di correttezza procedurale, il mancato rispetto del principio di correttezza sostanziale emerge qualora l'operazione venga compiuta secondo modalità e termini a cui gli amministratori esecutivi non avrebbero acconsentito qualora avessero condotto la trattativa con una controparte non correlata.

L'importanza dell'adozione di tali procedure giustifica la previsione di cui all'art. 4, comma 3, Regolamento Parti Correlate per cui l'adozione delle delibere stesse richiede un parere favorevole da parte di un comitato di amministratori esclusivamente indipendenti⁷¹ volto a certificare che l'operato delle procedure adottate dalla società assicuri la correttezza sostanziale delle operazioni concluse con parti correlate, la coerenza delle stesse con gli obiettivi imprenditoriali della società indicati nei piani strategici e con le informazioni di cui gli amministratori indipendenti saranno in possesso in ragione del proprio ruolo⁷².

Tali procedure, organizzate dal *management* della società, vengono sottoposte ad un esame preventivo degli amministratori indipendenti⁷³ per eventuali osservazioni e suggerimenti, alla luce del fatto che è necessario un parere favorevole degli stessi affinché il consiglio di amministrazione possa approvarle⁷⁴.

Per quanto riguarda l'*iter* di approvazione delle nuove procedure interne va rilevato che tale modalità risulta applicabile a tutte le società, siano esse di grandi o piccole dimensioni, di recente o risalente quotazione e che, richiedendosi il rilascio di un previo parere favorevole

consente di superare una concreta valutazione di correttezza sostanziale dell'operazione implicitamente assunta come corretta dato il rispetto delle procedure. In dottrina cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391 – bis*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, p. 501 ss.

⁷¹ Nelle società con un numero di amministratori indipendenti superiore a tre la scelta di quelli chiamati a far parte del comitato è rimessa al consiglio di amministrazione e non necessariamente al comitato per il controllo interno, così come la determinazione dell'esperto esterno indipendente chiamato a rilasciare un parere nel caso in cui non vi siano amministratori indipendenti cfr. STELLA RICHTER JR., *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, in *Le operazioni con parti correlate*, *Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 47.

⁷² Deve essere anticipato che il regolamento sulle operazioni con parti correlate richiede agli amministratori indipendenti anche il rilascio di un parere sull'interesse della società al compimento delle operazioni di maggiore rilevanza. In tale occasione, mentre agli amministratori esecutivi spetta l'adozione di una valutazione sull'opportunità e sulla convenienza di un'operazione in relazione alle strategie d'investimento societarie, agli amministratori indipendenti spetta invece la verifica sulla correttezza sostanziale dell'operazione e sulla ragionevolezza delle condizioni negoziate senza sconfinare in un giudizio sul merito e cioè, ad esempio, sulla scelta delle controparte e sulla convenienza dell'operazione per la società. Cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n. 6, p. 727 ss.

⁷³ Deve distinguersi tra le seguenti ipotesi: a) se gli amministratori indipendenti in consiglio sono tre, gli stessi devono riunirsi in un comitato anche appositamente costituito e potrebbero anche deliberare a maggioranza; b) se gli amministratori indipendenti sono due potranno esprimersi in consiglio essendo necessario in tal caso il parere favorevole di entrambi gli amministratori; c) se invece gli indipendenti sono più di tre, il consiglio di amministrazione potrà costituire un comitato formato da tre degli amministratori indipendenti e il comitato potrà deliberare anche a maggioranza. Cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne* in *Società*, 2010, n. 6, p. 729.

⁷⁴ Il parere è obbligatorio ed è espressamente previsto come non vincolante qualora sia reso da un esperto indipendente estraneo agli organi sociali mentre, quando viene reso dal comitato di amministratori indipendenti ovvero dall'unico o dagli unici due consiglieri indipendenti, il riferimento puro e semplice al "previo parere favorevole" induce a considerare lo stesso vincolante. In dottrina, cfr. STELLA RICHTER JR., *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, cit., p. 49.

di un comitato composto da soli amministratori indipendenti⁷⁵, l'approvazione delle stesse non può essere delegata ad uno o più amministratori o ad un comitato interno al consiglio di amministrazione.

Le procedure sono deliberazioni consiliari di rango sovraordinato nel senso che, con la loro approvazione, il consiglio di amministrazione limita la sua discrezionalità con riguardo al procedimento da seguire nel deliberare sulle operazioni con parti correlate e si vincola al rispetto delle stesse; di conseguenza, per distaccarsi da tali procedure, il consiglio di amministrazione è necessariamente tenuto a modificarle⁷⁶.

Le procedure da seguire nella conclusione di un'operazione con parte correlata, secondo quanto statuito nel Regolamento, debbono imporre oneri diversi in ragione delle dimensioni della operazione realizzata in un'ottica di proporzione tra la procedura da adottare e la necessità di non imporre alle società dei vincoli eccessivamente onerosi tali da indurre ad una non applicazione del disposto normativo.

Le procedure interne debbono, quindi, essere adottate dalle società al fine di concretizzare i dettami normativi di matrice legislativa e regolamentare; in tal modo, alle società è attribuito il potere di modulare in concreto l'operatività della disciplina in esame come ultimo elemento del complesso processo normativo.

Come già evidenziato in precedenza, nella richiamata normativa «a geometria variabile», tale potere non può essere esercitato liberamente dal consiglio di amministrazione, in ragione del richiesto parere favorevole di un comitato interno di amministratori esclusivamente indipendenti, mentre all'organo di controllo è attribuito il compito di vigilare sulla conformità delle stesse ai principi regolamentari.

In conclusione, la sfera di operatività della disciplina in esame è concretamente determinata dalle procedure adottate dalle società ma tali procedure, per esigenza di uniformità di trattamento, devono comunque essere dettate nel rispetto dei limiti posti dalla normativa primaria e secondaria.

8. Le procedure da adottare in ragione della rilevanza dell'operazione

Richiamando quanto già esposto in merito alla differenziazione tra le operazioni di maggiore e minore rilevanza va, in primo luogo, sottolineata la differenza esistente tra quanto previsto dal Regolamento in relazione ai contenuti delle procedure che dovranno essere adottate dalle società per procedere alla conclusione di operazioni con parti correlate a seconda della rilevanza delle stesse.

Con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, ferma la facoltà di applicare la procedura

⁷⁵ Va rilevato che, nella prima versione del testo del regolamento, si prevedeva che gli amministratori indipendenti avessero semplicemente un "ruolo determinante" nell'adozione delle decisioni.

⁷⁶ Cfr. STELLA RICHTER JR., *Op. ult. cit.*, p. 58.

prevista per le operazioni di maggiore rilevanza (secondo quanto previsto dall'art. 8), le procedure interne adottate da società governate secondo il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, devono osservare i dettami di cui all'art. 7 del Regolamento, vale a dire⁷⁷: a) prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato, anche appositamente costituito dal consiglio di amministrazione ovvero già esistente, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati (per essi intendendosi gli amministratori che non siano controparte dell'operazione, né parti correlate della medesima) in maggioranza indipendenti⁷⁸, esprima, anche solo a maggioranza⁷⁹, un parere motivato non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni; b) che il comitato possa farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta, non necessariamente diversi da quelli nominati dalla società, salva la possibilità per le procedure di fissare un ammontare massimo di spesa, individuato in valore assoluto o in proporzione al controvalore dell'operazione, riferito a ciascuna singola operazione⁸⁰; c) che all'organo competente a deliberare sull'operazione ed al comitato di cui al primo punto siano fornite con congruo anticipo informazioni complete ed adeguate⁸¹.

Qualora non vi siano almeno due amministratori indipendenti non correlati, il Regolamento impone l'adozione di presidi a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione. In particolare, può essere considerato un presidio equivalente l'assunzione della delibera previo motivato parere, non vincolante, del collegio sindacale⁸², purché i componenti di tale organo (ferma la

⁷⁷ Per una sintetica ma dettagliata esposizione delle procedure si v. CLEARY GOTTILIEB STEEN&HAMILTON LLP, *Nuove disposizioni emanate dalla Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Roma/Milano, 22 marzo 2010, reperibile in www.clearlygottlieb.com.

⁷⁸ Mentre il comitato chiamato al rilascio del parere sulle procedure e quello competente a formulare il parere sulle operazioni di maggiore rilevanza devono essere formati esclusivamente da amministratori indipendenti, per quello competente ad esprimersi in relazione alle operazioni di minore rilevanza è sufficiente la presenza di una maggioranza di amministratori indipendenti non esecutivi e non correlati. Da qui la definizione di tale organo come organo a geometria variabile. In dottrina cfr. IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, cit., p. 32.

⁷⁹ Se il comitato è formato da almeno tre componenti, due dei quali devono essere indipendenti, il parere deliberato a maggioranza dal comitato è da considerarsi favorevole ancorché uno degli amministratori indipendenti abbia espresso voto contrario. In presenza di un comitato di almeno tre membri, il Regolamento non richiede che per aversi parere favorevole sia necessario il voto della maggioranza degli amministratori indipendenti.

⁸⁰ Gli esperti indipendenti sono chiamati a fornire una valutazione sulla congruità dell'operazione da un punto di vista finanziario che prescindendo dal valore strategico e/o imprenditoriale della transazione e del suo oggetto. Gli amministratori non potranno limitarsi a controfirmare tale valutazione perché una transazione ad un prezzo non iniquo potrebbe non risultare ragionevole alla luce degli obiettivi strategici societari o delle considerazioni svolte nella redazione dei piani finanziari e industriali. Di tali dati, infatti, gli esperti indipendenti possono non essere a conoscenza in quanto il parere degli stessi consiste in un mero giudizio di congruità in astratto dell'operazione rispetto ai parametri di mercato di riferimento. Al riguardo cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate* cit. *passim*.

⁸¹ Qualora le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, e questo si verifica se si tratti di condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio, ovvero basate su tariffe regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui l'emittente sia obbligato per legge a contrarre ad un determinato corrispettivo, la documentazione predisposta deve contenere oggettivi elementi di riscontro.

⁸² Tale soluzione era presente nella bozza di regolamento diffusa in data 3 novembre 2009 e non si rinvenivano ragioni

facoltà di esprimersi e votare) ove abbiano un interesse nell'operazione, ne diano notizia agli altri sindaci, ovvero di un esperto indipendente o, ancora, dell'amministratore indipendente non correlato eventualmente presente⁸³.

Le procedure che le società sono tenute ad adottare per le operazioni con parti correlate di minore rilevanza devono prevedere, almeno, che i verbali delle deliberazioni di approvazione delle singole operazioni contengano un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Inoltre, sempre secondo il disposto di cui all'art. 7 del Regolamento, deve essere fornita una completa informativa, almeno trimestrale, al consiglio di amministrazione ed al collegio sindacale sull'esecuzione delle operazioni di minore rilevanza concluse e, ferma l'applicazione dell'art. 114 t.u.f. sui fatti *price sensitive*, entro quindici giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell'esercizio deve essere messo a disposizione del pubblico un documento informativo. Tale documento dovrà contenere l'indicazione della controparte, dell'oggetto e del corrispettivo delle operazioni approvate nel trimestre di riferimento in presenza di un parere negativo espresso dal comitato di amministratori non esecutivi e non correlati in maggioranza indipendenti, nonché delle ragioni per le quali si è ritenuto di non condividere tale parere e di procedere egualmente alla conclusione dell'operazione⁸⁴. Con tale disposizione si evidenzia quindi che, a differenza di quanto avviene per le operazioni di maggiore rilevanza, il consiglio di amministrazione può procedere egualmente alla conclusione di un'operazione per la quale sia stato espresso parere contrario essendo tenuto in tal caso semplicemente ad un onere informativo ulteriore teso ad esplicitare le motivazioni per cui si è ritenuto di dover procedere egualmente.

La conclusione di operazioni con parti correlate è diversamente disciplinata dal Regolamento in ragione delle maggiori dimensioni dell'operazione e la procedura che le società sono chiamate ad adottare per procedere all'approvazione di operazioni di maggiore rilevanza è disciplinata dall'art. 8 del Regolamento imponendo degli obblighi ulteriori rispetto a quelli previsti nell'art. 7, comma 1, del Regolamento.

La procedura da seguire per la conclusione di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza è, ovviamente, maggiormente gravosa per le società e le stesse sono chiamate ad

per escluderla a priori, in quanto non sarebbe l'unica ipotesi conosciuta dal nostro ordinamento nella quale il collegio sindacale è chiamato ad esprimersi sulla correttezza sostanziale di una determinata operazione, salvo poi chiarire come potrebbe configurarsi il contenuto del parere richiesto dalla Consob. In dottrina cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Op. ult. cit., passim*.

⁸³ Si v. Comunicazione Parti Correlate, par. 15.1.

⁸⁴ Il parere è da ritenersi favorevole se esprime una integrale condivisione dell'operazione, cosicché l'espressione di un giudizio negativo anche su un solo aspetto è idonea, in assenza di diversa indicazione nel medesimo parere, a produrre gli effetti previsti nel Regolamento Parti Correlate. Qualora il parere sia definito favorevole, pur contenendo alcuni elementi di dissenso, è auspicabile che sia fornita indicazione delle motivazioni per cui si ritiene che i singoli elementi negativi non inficino il valore del parere, complessivamente favorevole, dato sulla correttezza sostanziale dell'operazione. Inoltre, qualora il parere sia favorevole, ma subordinato al rispetto di talune condizioni in sede di conclusione o esecuzione dell'operazione, questo sarà ritenuto favorevole solo qualora tali condizioni siano poi rispettate; in tal caso, l'evidenza del rispetto delle condizioni è fornita nell'informativa sull'esecuzione delle informazioni da rendere agli organi di amministrazione e controllo. Al riguardo, v. Comunicazione Parti Correlate, par. 13.

adottare procedure più stringenti, vista l'entità dell'operazione, per garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle stesse.

Per quanto concerne, quindi, le operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto richiesto per le operazioni di minore rilevanza, le procedure interne di società governate secondo il tradizionale modello di amministrazione e controllo dovranno prevedere, oltre ad una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione⁸⁵, che un comitato composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati, anche appositamente costituito dal consiglio di amministrazione (che ne designerà i componenti di volta in volta o per tutta la durata della permanenza in carica del consiglio o che potrà delegarne la designazione, ad esempio, agli amministratori non esecutivi e/o indipendenti presenti in consiglio) o già esistente (come ad esempio il comitato di controllo interno previsto dal codice di autodisciplina, se composto da soli amministratori indipendenti ovvero il comitato per il controllo sulla gestione di cui all'art. 2409-*octiesdecies* c.c.) sia coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo ed abbia la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati ed ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria⁸⁶.

Nella facoltà di formulare osservazioni, in una prospettiva di dialogo tra amministratori delegati e indipendenti, rientra il potere di formulare domande e commenti, oltre al potere di suggerire aggiustamenti o variazioni agli schemi di operazioni oggetto di negoziazione. Gli amministratori esecutivi rimarranno liberi di disattendere le osservazioni, se esorbitanti dal salvaguardare la sola correttezza sostanziale dell'operazione, e le stesse non potranno essere poste a base di un parere contrario al compimento delle operazioni per non realizzare un'invasione delle competenze degli amministratori esecutivi⁸⁷. In tal senso deve essere rilevato che non rientra nelle competenze degli amministratori indipendenti il potere di formulare proposte alternative il cui rigetto giustifichi un parere negativo⁸⁸ e che il consiglio di amministrazione approva l'operazione previo motivato parere favorevole del comitato che ha natura vincolante e che deve vertere sulla correttezza sostanziale delle condizioni contrattuali

⁸⁵ È pertanto escluso che la competenza a deliberare o decidere possa essere delegata al comitato esecutivo o all'amministratore delegato o ad altro soggetto; cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Op. ult. cit.*, p. 732.

⁸⁶ Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti ha natura di coinvolgimento "informativo" e pertanto non deve necessariamente (visto che potrebbe qualora le procedure lo consentissero) comportare una partecipazione diretta alle trattative o all'istruttoria con potere di cogestione delle medesime. Ciò significa che tale coinvolgimento dovrà configurarsi, quantomeno, nella trasmissione di bozze di atti agli amministratori indipendenti non "fisicamente" presenti al tavolo delle trattative affinché sia data loro la possibilità ed il tempo di richiedere ulteriori informazioni e formulare osservazioni ma potrà anche atteggiarsi nella forma della presenza "fisica" degli amministratori indipendenti al tavolo delle trattative con ricezione contestuale di tutta la documentazione. Cfr. BAGLIONI - GRASSO, *Op. ult. cit.*, 2010, n. 6, p. 738.

⁸⁷ Cfr. POMELLI, *Op. ult. cit. passim*.

⁸⁸ Tuttavia, proposte alternative possono essere formulate dai componenti il comitato in sede consiliare, come da parte di altri amministratori, anche se gli stessi abbiano rilasciato un parere favorevole sotto il profilo di correttezza sostanziale dell'operazione così come potranno chiedere agli amministratori delegati se siano state esaminate proposte alternative ove esistenti e/o presentate alla società. In dottrina cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 12.

e dell'operazione in generale⁸⁹.

Qualora non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati per costituire il comitato, la società deve procedere all'adozione di specifici presidi organizzativi a tutela della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione⁹⁰.

Da quanto esposto emergono chiaramente le differenze esistenti tra le procedure che la società deve adottare per procedere all'approvazione di operazioni di minore rilevanza rispetto a quelle di maggiore rilevanza.

In particolare, nelle procedure da adottare per procedere alla conclusione delle prime non vi è una riserva a deliberare in capo al consiglio di amministrazione; il comitato delle operazioni con parti correlate non è composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati ed a tale comitato non deve essere trasmesso un flusso informativo completo e tempestivo non essendo prevista la facoltà di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni, ma, soprattutto, il parere negativo del comitato non crea un blocco all'azione societaria (superabile con il ricorso all'autorizzazione assembleare concessa con il meccanismo del c.d. *whitewash*)⁹¹.

Le procedure che le società sono chiamate ad adottare per disciplinare la conclusione di operazioni di maggiore rilevanza possono prevedere, ai sensi di quanto disposto dall'art. 8, comma 2 del Regolamento Parti Correlate, che il consiglio di amministrazione possa approvare⁹²

⁸⁹ In alternativa, ex art. 8, comma 1, lett. c) del Regolamento, le società devono adottare delle procedure che indichino modalità di approvazione dell'operazione tali da assicurare un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati come, ad esempio, doppie maggioranze, l'una calcolata a norma di legge o di statuto sul numero dei componenti del consiglio di amministrazione e l'altra sul numero degli amministratori indipendenti, o *quorum* rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti. Al riguardo, si v. la Comunicazione Parti Correlate par. 16.1.

Tra le procedure che possono essere adottate dalla società, costituendo una facoltà e non un obbligo, rientra quella riconducibile al fenomeno del c.d. *whitewash*. Infatti, il *whitewash* nel consiglio di amministrazione costituisce una modalità alternativa di espressione del parere favorevole degli amministratori indipendenti non correlati e richiede comunque il coinvolgimento di questi ultimi alla fase delle trattative attribuendo al voto di tali soggetti un ruolo determinante e, come in tutti i casi di voto determinante, si crea una sorta di *quorum* qualificato "selettivo". Ciò significa che la deliberazione del consiglio di amministrazione può considerarsi validamente assunta qualora venga superato il *quorum* legale e/o statutario applicabile al caso di specie e che venga, inoltre, espresso voto favorevole da parte della maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati. Al riguardo, si v. NOTARI, *Il c.d. "whitewash" nelle procedure sulle operazioni con parti correlate* in *Atti del Convegno Operazioni Parti Correlate: Regolamentazione Consob*, Milano, 19-20 Febbraio 2009.

⁹⁰ Sono da ritenersi presidi equivalenti l'attribuzione dei compiti del comitato ad uno o più amministratori indipendenti (non correlati) eventualmente presenti nonché, per quanto riguarda la fase dell'approvazione dell'operazione, l'assunzione della deliberazione previo motivato parere favorevole dei medesimi amministratori indipendenti ovvero previo motivato parere favorevole del collegio sindacale ovvero di un esperto indipendente. Altro presidio equivalente, secondo la Consob, sarebbe la subordinazione dell'operazione alla preventiva autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5 c.c. (a tal fine, si v. la Comunicazione Parti Correlate par. 15.2).

⁹¹ Cfr. GIUDICI, *Neo – quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate* in *Le Società*, 2010, n. 7, p. 875.

⁹² È stato osservato che l'ottenimento dell'approvazione rimettendo l'adozione della decisione all'assemblea ordinaria chiamata a pronunciarsi secondo il meccanismo del *whitewash* sarebbe in contrasto con la riserva esclusiva di competenza degli amministratori in materia di gestione dell'impresa prevista dall'art. 2380 – *bis* c.c. In dottrina cfr. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate* in *Società*, 2010, n. 6, p. 735 ss. Inoltre, si fa notare che tale facoltà è espressamente prevista ex art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. a norma del quale lo statuto può subordinare il compimento di particolari atti degli amministratori all'autorizzazione assembleare. Infatti, il Regolamento adottato dalla Consob prevede che l'intervento assembleare avvenga previa coerente modifica statutaria; cfr. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)* in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro*

queste operazioni nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti⁹³ (o, se previsto, di soggetti diversi chiamati ad esprimersi in quanto “presidi alternativi”) purché il compimento di tale operazione sia autorizzato dall’assemblea dei soci, ai sensi dell’art. 2364, comma 1, n. 5⁹⁴, in conformità a quanto previsto dall’art. 11, comma 3 del Regolamento Parti Correlate⁹⁵.

Tale ultima disposizione, fermo restando i *quorum* costitutivi e deliberativi previsti dagli artt. 2368 e 2369 c.c., prevede che le regole di procedura interna che le società sono chiamate ad adottare devono consentire ai soci non correlati di esprimersi sul compimento dell’operazione ed impedirne il compimento se la maggioranza dei soci non correlati votanti (non computandosi quindi gli assenti e gli astenuti) manifesti voto contrario alla stessa. D’altra parte, al fine di evitare che l’operazione possa essere bloccata da una esigua minoranza di soci non correlati, alle società è consentito di fissare un livello minimo di partecipazione in assemblea di soci non correlati, comunque non superiore al 10%, perché l’operazione possa essere effettivamente impedita.

L’autorizzazione assembleare si considera, infatti, concessa solo se non sia osteggiata dal voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti. In tal modo si conferisce, quindi, a questi ultimi la possibilità di esprimersi in modo decisivo ma richiedendo loro contestualmente una partecipazione attiva di modo che il loro disinteresse non divenga arbitro ultimo del compimento dell’operazione.

cuore, Piacenza 19 novembre 2010, Milano, 2011, p. 19.

⁹³ Il meccanismo di *whitewash* introdotto dall’art. 8, comma 2, rappresenta un onere per poter procedere alla realizzazione di un’operazione gestoria con parti correlate qualora la stessa non abbia passato il vaglio degli amministratori indipendenti non correlati; il riferimento ad una deliberazione assembleare da assumere con la sterilizzazione del voto dei soci correlati costituisce, quindi, un appello per la proposta del consiglio di amministrazione bocciata dagli amministratori non correlati e tale appello deve intendersi come vincolante perché l’approvazione dell’assemblea costituisce un elemento necessario per l’esecuzione dell’operazione. Cfr. NOTARI, *Op. uli. cit.* p. 3.

⁹⁴ L’aperto contrasto della previsione normativa in parola con l’art. 2380–*bis* c.c. viene rilevata in quanto tale norma primaria riserva all’esclusiva competenza degli amministratori ogni operazione attinente alla gestione dell’impresa. Non può considerarsi idonea a correggere tale irregolarità la previsione dell’art. 8, secondo cui le procedure di attuazione delle operazioni in questione devono contenere una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione. Si tratta soltanto di una prescrizione non diretta a riservare al consiglio la competenza già prevista dal c.c. ma a riservargli una parte della stessa competenza. Se si volesse interpretare la norma nel senso della riserva della competenza a deliberare esclusivamente al consiglio, come sarebbe stato corretto ma superfluo, il risultato si porrebbe in contrasto con la regola contenuta nell’art. 11. Ovviamente, la deliberazione assembleare che approvasse l’operazione respinta dagli amministratori sarebbe invalida e, ove l’eseguissero invece di impugnarla, gli amministratori non potrebbero sottrarsi alla propria responsabilità per gli eventuali danni che ne conseguissero. In dottrina cfr. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, n. 6, p. 738.

⁹⁵ Sulla base della norma in esame si intende conferire agli amministratori indipendenti un ruolo di garante dell’interesse sociale, qualora vengano concluse delle operazioni con parti correlate anche se sono state avanzate perplessità in ordine a tale scelta in quanto troppi e numerosi sono i soggetti a cui viene affidato il compito di svolgere controlli interni (collegio sindacale, comitato per il controllo interno, organismo di vigilanza, dirigente contabile, soggetti preposti all’*internal audit*, alla funzione di *compliance* o di *risk management*). In alternativa, sarebbe stato forse opportuno attribuire al collegio sindacale le competenze in parola anche se sarebbe stato difficile attribuire ad un simile organo un compito di gestione dell’attività imprenditoriale. In dottrina cfr. IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile* cit., p. 30.

Il meccanismo del c.d. *whitewash*⁹⁶ rivela la sua importanza sulla base del fatto che devono⁹⁷ essere seguite simili procedure solo qualora le proposte di deliberazione giungano in assemblea in presenza di un parere contrario degli amministratori indipendenti (rappresentando quest'ultimo un riferimento inappellabile alla volontà societaria)⁹⁸.

Le società che intendono avvalersi della procedura in esame per ottenere l'approvazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che abbiano ricevuto un parere contrario da parte del comitato di amministratori indipendenti devono pertanto attribuire la competenza ad autorizzarne il compimento all'assemblea, o meglio, alla volontà della maggioranza dei soci non correlati votanti.

La valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti emerge qualora si analizzi il funzionamento del meccanismo del c.d. *whitewash*. In merito, deve essere evidenziato che la norma in esame prevede che il voto assembleare non sia necessario in presenza del parere favorevole degli amministratori indipendenti mentre è dovuto nel caso in cui il consiglio di amministrazione intenda procedere al compimento di un'operazione nonostante il preventivo parere sfavorevole degli amministratori indipendenti.

La centralità di tali soggetti nella determinazione dell'azione societaria deve essere valutata anche alla luce del fatto che il parere degli amministratori indipendenti può facilmente estendersi anche ad una valutazione di merito sui contenuti delle scelte di gestione con conseguente confusione di ruoli con gli amministratori esecutivi⁹⁹. Tuttavia, è da ritenersi che,

⁹⁶ Per quanto concerne le modalità di funzionamento del voto è possibile in astratto perseguire due percorsi: quello della doppia valutazione, la prima aperta a tutti i soci e la seconda destinata ai soli soci non correlati ove gli stessi superino il tetto minimo fissato dallo statuto ovvero quello della votazione unica, seguito da un doppio conteggio di voti, il primo finalizzato ad accertare il conseguimento dei *quorum* ordinari ed il secondo a verificare se i soci non correlati presenti in assemblea raggiungano la soglia eventualmente fissata dallo statuto e, in caso affermativo, se la maggioranza abbia espresso voto contrario all'operazione. Cfr. ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, circolare n. 38b del 6 dicembre 2010.

⁹⁷ Giustamente sottolinea la differenza con quanto previsto nell'art. 8, comma 2, del Regolamento per il quale l'adozione di un simile meccanismo rappresenta una mera facoltà lasciata alla società, ancorché si parli anche in tal caso di un *quorum* determinante selettivo. Infatti, il meccanismo del c.d. *whitewash* in questo caso è obbligatorio nel senso che le procedure devono prevedere "regole volte ad impedire il compimento dell'operazione" qualora la deliberazione non superi il vaglio del *whitewash*; non è tuttavia agevole comprendere se siffatte regole delle procedure siano sufficienti per assicurare il precetto contenuto nel regolamento posto che in alcuni casi gli effetti di una operazione assembleare con parti correlate potrebbero, almeno in parte, conseguire direttamente dalla deliberazione assembleare, la cui validità e la cui efficacia non possono certo essere condizionate da alcuna disposizione delle "procedure". Cfr. NOTARI, *Op. ult. cit.*

⁹⁸ Il ricorso all'assemblea societaria per dirimere eventuali contrasti tra il Consiglio di Amministrazione e gli amministratori indipendenti non è un rimedio di particolare efficienza alla luce dei costi e dei tempi necessari per attivarlo nonché il pregiudizio reputazionale che può conseguire all'emersione esterna dei dissensi esistenti all'interno del *board* societario. In dottrina cfr. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)* in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 19.

⁹⁹ L'affidamento agli amministratori indipendenti di un "ruolo determinante" nella istruttoria e nelle trattative, ma non nell'approvazione dell'operazione, ha portato ad interrogarsi sui contenuti del concetto di indipendenza attinente agli interessi, spesso insondabili, di ognuno. Affidarsi agli amministratori indipendenti presenta il rischio che questi, sedotti dal *board* con una serie di privilegi possono essere legati agli amministratori esecutivi in un coacervo di reciproci interessi che ne può minare l'indipendenza. Difatti, non si può essere sicuri che far assurgere in certi casi solo gli indipendenti (tacendo il possibile riferimento ad esperti esterni) a sacerdoti dell'interesse sociale nelle operazioni a rischio conduca risultati concreti e potrebbe essere, per tale motivo, ancor più enfatizzato il ruolo dell'assemblea sociale. Al riguardo, cfr. SANTOSUOSSO, *Risposta alla consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione*

nelle intenzioni del legislatore, l'accertamento sulla correttezza sostanziale dell'operazione condotto dal comitato di amministratori indipendenti non possa risolversi in un giudizio sull'opportunità dell'operazione per la società nelle concrete circostanze del caso¹⁰⁰.

Infatti, il giudizio di correttezza sostanziale richiesto agli amministratori indipendenti, anche al fine di evitare una sovrapposizione di posizioni con gli amministratori esecutivi, non può tradursi in un giudizio sul merito dell'operato di questi ultimi, rimanendo circoscritto alla conformità dell'operazione all'interesse sociale piuttosto che alla convenienza per la società dell'operazione con parte correlata¹⁰¹.

Ed invero, eccederebbero i limiti del proprio incarico gli amministratori indipendenti che arbitrariamente sostituissero la loro personale valutazione di utilità e convenienza per la società di un'operazione con parte correlata a quella degli organi esecutivi nell'esercizio della loro discrezionalità gestionale¹⁰².

Certo è che gli amministratori indipendenti non sono giudici bensì componenti, sia pure non esecutivi, dell'organo di gestione della società e, quindi, amministratori a tutti gli effetti¹⁰³ che, in quanto tali, sono chiamati a coadiuvare il consiglio di amministrazione nell'assunzione di decisioni legittime che creino valore per la società e non di limitarsi a sindacare l'operato degli amministratori esecutivi esprimendo valutazioni *ex ante*¹⁰⁴.

Al fine di limitare gli effetti di questo potere riconosciuto agli amministratori indipendenti, viene prevista l'attribuzione al consiglio di amministrazione della possibilità di rivolgersi alla volontà sociale tramite un riferimento all'assemblea societaria con il meccanismo del *whitewash*. Il voto assembleare diviene quindi lo strumento in mano al consiglio di amministrazione, quale *extrema ratio* per superare il non condiviso parere contrario degli amministratori indipendenti

dell'art. 2391 – bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate, Roma, 2010, p. 3.

¹⁰⁰ In sede di redazione della disciplina è stato osservato che si conferisce agli amministratori indipendenti il ruolo specifico di garanti della correttezza delle operazioni con parti correlate e, quindi, di interpreti dell'interesse sociale. Attribuendo loro tale ruolo sarebbe forse opportuno identificarne meglio la funzione e le relative responsabilità. I doveri di tali amministratori sono infatti riconducibili, da un lato, alla vigilanza sulla correttezza dell'operazione e, dall'altro, all'esercizio di un'attività di *co-executive* per alcune attività delle operazioni con parti correlate che renderebbero opportuna una tipizzazione di tali figure. Cfr. SANTOSUOSSO, *Osservazioni a margine del seminario presso la Consob del 12 marzo 2009 sulla seconda versione della disciplina regolamentare delle operazioni con parti correlate*, Roma, 2009.

¹⁰¹ Cfr. MIOLA, *Op. ult. cit.* p. 655, secondo cui «l'obiettivo, sotteso alla scelta di utilizzare gli amministratori indipendenti al fine di realizzare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, è quello di ritagliare un ruolo a questa figura di amministratori, la cui recente introduzione nel nostro ordinamento e più in generale il notevole dibattito cui essa ha dato luogo in ambito comparato non sempre sono riusciti a delineare una ben definita sfera di azione, finendosi spesso per evidenziare una sorta di ambiguità, oltre al rischio di provocare una sovrapposizione di ruoli».

¹⁰² Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 10, il quale afferma che «il giudizio di convenienza deve circoscriversi al rispetto del principio di correttezza sostanziale perché non può travalicare la soglia del *business judgment rule*, e cioè l'insindacabilità del merito delle scelte di gestione nei limiti della manifesta irrazionalità».

¹⁰³ Cfr. RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamentazione CONSOB in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 3, p. 591.

¹⁰⁴ Gli amministratori indipendenti non sono quindi osservatori esterni della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate bensì sono parte del relativo procedimento di approvazione proprio per assicurare la correttezza delle operazioni. Nulla pertanto vieta che il loro operato possa in qualche misura incidere sul merito della questione. In dottrina cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate cit.*, p. 1362.

e, quindi, per ovviare al rischio di vedere rigettate operazioni ritenute favorevoli dal *board* nel suo complesso. Tale rimedio ha quindi natura facoltativa, qualora la società voglia comunque compiere un'azione nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti non correlati. Sottoponendo l'adozione della decisione a quella parte dell'assemblea composta dai soci non correlati si affiderebbe l'adozione di tali decisioni, ancorché siano di maggiore rilevanza, ad una minoranza di soci di formazione non di rado casuale¹⁰⁵.

Infatti, qualora il *board* della società intenda compiere operazioni con parti correlate per le quali vi sia un parere negativo degli amministratori indipendenti e tali operazioni siano di maggiore rilevanza ovvero siano di competenza assembleare (in quanto consistenti in fusioni, scissioni, trasformazioni e quant'altro), l'adozione di misure di importanza cruciale per la società verrebbe rimessa, operando il meccanismo del *whitewash*, a minoranze del capitale sociale spesso formatesi per il solo fatto di non essere correlate¹⁰⁶.

Da ciò si evince come la regolamentazione introdotta consenta agli amministratori indipendenti di assumere un ruolo fondante nella conclusione delle operazioni con parti correlate, ancorché agli stessi non sia riconosciuto un ruolo esecutivo all'interno del consiglio di amministrazione. Il presupposto della normativa non è, quindi, tanto il timore che gli amministratori indipendenti si rivelino leali al socio di controllo e pronti ad approvare operazioni contrarie all'interesse sociale, inteso come interesse anche della minoranza, bensì che essi siano suscettibili di commettere errori di valutazione in occasione del rigetto di operazioni favorevoli, di tal che si rende opportuna una possibilità di correzione in sede assembleare.

Il voto assembleare sembra diventare strumento di soluzione dell'eventuale conflitto di vedute all'interno del consiglio di amministrazione tra amministratori esecutivi ed indipendenti¹⁰⁷.

9. Segue. Le delibere quadro

Al fine di evitare l'adozione di delibere seriali di operazioni, l'art. 12 del Regolamento in esame consente alle società, sempre in un'ottica di bilanciamento tra l'esigenza di evitare operazioni di espropriazione a danno dei soci di minoranza e quella di non gravare la società di oneri eccessivi, di adottare delle delibere quadro¹⁰⁸. Tali procedure, non avendo efficacia superiore ad

¹⁰⁵ In tal senso MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 10.

¹⁰⁶ Appaiono immediatamente evidenti i rischi operativi che potrebbero discendere dall'affidare a minoranze, talora casuali, decisioni in materia di operazioni strategiche fondamentali e che proprio per questo potrebbero fare risultare questa via di uscita convenzionale una regola morta in partenza. Cfr. RIMINI, *Brevi note sulla responsabilizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti alla luce del nuovo regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 42.

¹⁰⁷ Si è rilevato come difficilmente gli amministratori esecutivi, a fronte di un motivato parere negativo sulla convenienza di una certa operazione per la società, sottopongano la questione all'attenzione dell'assemblea sperando di ottenere un'approvazione della decisione proposta da una maggioranza di soggetti non correlati sapendo che rimarrebbe in ogni caso sul loro capo la responsabilità per gli atti conclusi. Di conseguenza, è stato criticamente notato che gli amministratori indipendenti, che hanno chiesto di essere eletti in quanto tali, sono "amministratori" a tutti gli effetti. In dottrina cfr. RIMINI, *Op. ult. cit.*, p. 43.

¹⁰⁸ L'ammissibilità di delibere quadro assolve alla funzione di rendere più spedito, tra società e parti correlate con le quali

un anno e riferendosi a operazioni sufficientemente determinate, dovranno essere predisposte seguendo regole conformi a quelle da seguire nella conclusione di operazioni di minore o maggiore rilevanza e a seconda del prevedibile ammontare massimo delle operazioni seriali dalle stesse interessate¹⁰⁹.

Per tali operazioni non solo le regole di correttezza sostanziale e procedurale bensì anche l'adempimento degli obblighi informativi imposti alla società dovranno seguire i diversi regimi previsti dal Regolamento a seconda del prevedibile ammontare complessivo delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento.

La disciplina delle delibere quadro impone, tuttavia, un problema di coordinamento con la disciplina delle operazioni di minore rilevanza che cumulativamente considerate superino le soglie prefissate e divengano, cumulativamente considerate, di maggiore rilevanza.

La differenza, fermo restando che per le prime l'intervento è *ex ante* mentre per le seconde è *ex post*, potrebbe doversi individuare nell'omogeneità categoriale di operazioni tendenzialmente plurime e seriali, nonché nel superamento della soglia quantitativa nell'ambito della medesima categoria.

Alla luce del fatto che i confini tra operazioni cumulativamente considerate e operazioni seriali oggetto di delibere quadro non pare di immediata e sempre di sicura individuazione sembrerebbe necessario chiarire espressamente che l'applicazione della disciplina delle delibere quadro esclude l'applicabilità delle regole previste per le operazioni cumulative¹¹⁰.

10. Una disciplina agevolata per determinate tipologie di società

Dopo aver svolto l'analisi delle differenti caratteristiche delle procedure che le società sono tenute a seguire a seconda che l'operazione sia di maggiore o minore rilevanza è opportuno descrivere brevemente il regime agevolato riconosciuto a determinate tipologie societarie.

In particolare, per esplicita previsione dell'art. 10 del Regolamento Parti Correlate, le società di minori dimensioni, di recente quotazione e quelle aventi azioni diffuse tra il pubblico in

si intrattengono rapporti continuativi, il compimento di operazioni omogenee che altrimenti dovrebbero ciascuna singolarmente sottostare alle procedure di cui agli artt. 7 e 8 del Regolamento. Cfr. POMEILLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate* in *Nuove Leggi Civili e Commentate*, 2011, n. 1, p. 1380.

¹⁰⁹ Cfr. RAINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 18.

¹¹⁰ Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale e nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in *Relazione al Convegno su La crisi finanziaria: banche regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, p. 14, secondo l'Autore tale soluzione pare opportuna alla luce del fatto che le due fattispecie potrebbero interferire quando «potrebbe sorgere il dubbio che anche categorie di operazioni diverse (ad esempio la prestazione di servizi e fornitura di semilavorati) possano configurare a loro volta un'operazione unitaria, allora soggetta all'informativa anche se la soglia all'interno di ogni singola categoria di operazioni omogenee non fosse superata e anche se le operazioni fossero state separatamente autorizzate, per categorie, con delibere quadro o ancor più nell'ipotesi in cui si ritenesse di individuare un collegamento funzionale tra una categoria di operazioni ed una operazione esterna che sommata all'insieme delle operazioni di categoria conduca al superamento della soglia di rilevanza».

misura rilevante, con esclusione di quelle società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate nei mercati regolamentati, possono adottare per le operazioni con parti correlate procedure individuate per le operazioni di minore rilevanza a prescindere dalla rilevanza effettivamente assunta dall'operazione realizzata.

Tale disposizione concede la possibilità di alleggerire il carico della disciplina gravante su tali tipologie societarie e, ferma l'applicazione della disciplina dell'informazione al pubblico di cui all'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, consente alle società in esame di sottoporre alle procedure di approvazione delle operazioni di minore rilevanza anche le operazioni di maggiore rilevanza¹¹¹.

Le ragioni di *policy* che sottendono a tale scelta normativa possono essere ricondotte, per le società aventi azioni diffuse tra il pubblico¹¹², nel minor grado di apertura del loro azionariato rispetto alle società quotate e, quindi, nei minori rischi per il mercato¹¹³; per le società di recente quotazione nell'opportunità di ridurre lo scalino tra società quotate e non e di non disincentivare la quotazione in mercati regolamentati; per le società di minori dimensioni giocano a favore di una disciplina più flessibile la minor incidenza sul mercato di eventuali comportamenti opportunistici delle parti correlate, l'onerosità eccessiva rispetto alle loro dimensioni di procedure pensate per le grandi società quotate e l'opportunità di non disincentivare l'accesso al mercato azionario di società che rappresentano la spina dorsale del tessuto economico italiano¹¹⁴.

A tali società è consentito di adottare, per le operazioni rilevanti, una procedura più semplice basata su un parere non vincolante degli indipendenti e sull'informativa al mercato nel solo caso di un parere negativo.

La semplificazione è da ritenersi utile nel percorso seguito dalla Consob di parametrare le misure da imporre alle società tenendo conto dell'operazione realizzata e della dimensione delle stesse; tuttavia, è stato rilevato che gli interessi, del mercato e degli azionisti di minoranza, meritevoli di protezione non assumono caratteri diversi anche se le dimensioni sono più ridotte¹¹⁵.

¹¹¹ La creazione di regole predeterminate che agiscano *ex ante* al fine di meglio tutelare il funzionamento dei mercati finanziari, qualora non si voglia far riferimento a rimedi giudiziali di dubbia efficacia ed attivabili *ex post*, comporta l'insorgere per le società di costi fissi difficilmente ammortizzabili in ragione della ridotta dimensione societaria ovvero nel caso di recente quotazione; per tali motivi, onde evitare la difficoltà creata in un difficile assorbimento dei costi, si è prevista la possibilità per alcuni emittenti di usufruire del regime procedurale agevolato in esame. Al riguardo, si v. GIUDICI, *Neo – quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate* in *Società*, 2010, n. 7, p. 872.

¹¹² Non possono, tuttavia, avvalersi di tale agevolazione le società quotate controllate, anche indirettamente, da un'altra società con azioni quotate su mercati regolamentati.

¹¹³ In merito è stato ravvisato, come ulteriore motivo di tale agevolazione, l'opportunità di rendere meno traumatico e più lineare il passaggio da società per azioni chiusa a società con azioni diffuse e da società con azioni diffuse a società con azioni quotate, almeno per quanto concerne le operazioni con parti correlate. In dottrina cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate* cit. *passim*.

¹¹⁴ Cfr. GIUDICI, *Op. ult. cit.*, p. 872.

¹¹⁵ Si potrebbe allora limitare la disciplina alle quotate maggiori ed affidare la materia, per le minori, alle altre regole di diritto comune; per tale analisi cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale e nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in *Relazione al Convegno su La crisi finanziaria: banche regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, p. 14.

11. Il regime delle esenzioni

Le disposizioni dettate dal regolamento non si applicano alle deliberazioni assembleari¹¹⁶ relative ai compensi degli amministratori, né alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori con particolari cariche rientranti nell'importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea in conformità con lo statuto¹¹⁷.

La ragione di tale esenzioni risiede nel già previsto coinvolgimento dell'assemblea dei soci e nell'applicazione dell'art. 2373 c.c. alle deliberazioni potenzialmente lesive che sono assunte con il voto determinante del socio o dei soci che rivestano le cariche relativamente alle quali si decide il compenso¹¹⁸.

Altre operazioni possono essere esentate, in tutto o in parte, dall'applicazione della disciplina prevista dal Regolamento sulla base di una specifica scelta operata in sede di adozione delle procedure interne. Tra queste esenzioni che di conseguenza possono essere qualificate come facoltative¹¹⁹ in contrapposizione alle prime vi sono:

- le operazioni di importo esiguo¹²⁰;
- le operazioni con e tra controllate e collegate;
- le operazioni straordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato¹²¹ o *standard*¹²²;

¹¹⁶ L'operatività di questa esclusione prevista direttamente dal disposto regolamentare deriva dal fatto che tali decisioni sulle remunerazioni da corrispondere agli organi di gestione della società sono state già oggetto di una delibera assembleare o, per quanto concerne gli importi riconosciuti agli amministratori dotati di particolari cariche, rientrano nel tetto complessivo dei compensi da corrispondere agli organi di gestione. In entrambi i casi si è quindi già concesso ai soggetti non correlati di intervenire attivamente. Resta da chiedersi quale sia il destino spettante a quegli amministratori che usufruiscano di compensi già determinati estraendo benefici indebiti dal patrimonio societario e se sia da prevedersi un meccanismo di *whitewash* anche per la determinazione del compenso degli amministratori correlati di nomina successiva all'entrata in vigore del regolamento.

¹¹⁷ Cfr. SANTOSUOSSO, *Osservazioni a margine del seminario presso la Consob del 12 marzo 2009 sulla seconda versione della disciplina regolamentare delle operazioni con parti correlate*, Roma, 2009, p. 2.

¹¹⁸ Per le medesime ragioni si dovrebbe ritenere che il Regolamento non si applichi al caso di attribuzione di particolari cariche agli amministratori direttamente da parte dell'assemblea in sede di nomina con contestuale fissazione del compenso; cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove Leggi Civili e Commentate*, 2011, n. 1, p. 1381.

¹¹⁹ Cfr. GIUDICI, *Neo – quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, n. 7, p. 874.

¹²⁰ Al riguardo è stato sollevato il dubbio se la società possa individuare un unico criterio generale, quello dell'importo o valore dell'operazione in termini assoluti in quanto tale criterio non appare adeguato e sembra preferibile l'adozione di criteri di tipo quantitativo speculari a quelli fissati per le soglie di significatività delle operazioni di maggiore rilevanza (valore, attivo, passività). Infatti solo valutando il valore dell'operazione alla luce dell'attività economica societaria è possibile meglio determinare l'esiguità dell'importo della stessa; in dottrina cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne* in *Società*, 2010, n. 6, p. 734.

¹²¹ La realizzazione di un'operazione a normali condizioni di mercato non è tale da assicurare automaticamente la correttezza sostanziale in quanto l'operazione potrebbe essere non necessaria per l'emittente oppure potrebbe essere realizzata con una frequenza superiore a quella necessaria. La valutazione circa la normalità delle "condizioni di mercato" dovrebbe, quindi, includere le motivazioni strategiche ed economiche dell'operazione ovvero l'opportunità e convenienza della stessa; in dottrina si v. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n. 3, p. 869.

¹²² Data la finalità di prevenire fenomeni espropriativi a danno degli azionisti di minoranza, ben si comprende come debbano essere considerate tali le operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della

-
- le operazioni urgenti indifferibili¹²³ o legate a situazioni di crisi aziendale¹²⁴;
 - l'assegnazione di compensi, anche basati su strumenti finanziari, agli amministratori ed agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già vagliate dall'assemblea degli azionisti e da un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti¹²⁵.

connessa attività finanziaria, concluse a condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio (ovvero basate su tariffe regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui la società sia obbligata per legge a contrarre a un determinato corrispettivo). Cfr. BAGLIONI – GRASSO, *Op. ult. cit.*, p. 734.

¹²³ Nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere, ove espressamente consentito dallo statuto, che in caso di urgenza (salva l'applicazione dell'art. 5 ove richiesto), le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dagli artt. 7 e 8. Al riguardo, si v. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate* in *Nuove Leggi Civili e Commentate*, 2011, n. 1, p. 1382.

¹²⁴ Tali operazioni, ex art. 13, comma 6 del Regolamento, devono successivamente essere oggetto di una delibera non vincolante dell'assemblea convocata alla prima assemblea utile. La sottoposizione all'assemblea della decisione assunta non toglie nulla all'efficacia della stessa, ed in merito è da ritenersi che la mancata convocazione dell'assemblea nei tempi prescritti faccia insorgere una violazione di legge che ingenera responsabilità degli organi amministrativi senza togliere efficacia all'atto deliberativo ormai perfezionatosi, ed è stato definito un "intervento dolce" dei soggetti sui quali grava il rischio di impresa in modo maggiore rispetto a quanto avviene per gli amministratori. In buona sostanza, l'adozione di una delibera non vincolante che può motivatamente essere disattesa dagli amministratori ed il danno reputazionale dagli stessi subito nel caso in cui si oppongano all'intenzione dei soci sembra un'arma spuntata degli *shareholders* nei confronti del potere degli organi di gestione e si unisce al potere di revoca e di esercitare un'azione di responsabilità. In dottrina cfr. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 25.

¹²⁵ Sottese alle scelte del regolatore permane l'esigenza di una retribuzione corretta. Può dirsi tale una retribuzione adeguata (per attrarre i migliori *executive*) misurata (per ridurre il c.d. costi di agenzia) e adattata ai rischi di gestione assunti. L'esclusione in tale ambito della disciplina in esame espone al pericolo di accordi retributivi lasciati alla libera influenza dei *manager* che non può comportare solo perdita di eccessive risorse per gli abusi nell'autodeterminazione dei compensi ma anche di falsare l'attività gestionale. Al fine di evitare abusi di potere si dovrebbe parametrare la retribuzione corrisposta alla *performance* promessa o reale in quanto la necessità di soddisfare le esigenze dei *manager* non esclude che la remunerazione sia proporzionata alle *performance* concretamente e realmente ottenibili conseguite dagli *executive*. In tal senso è apprezzabile l'ammissibilità di una procedura che preveda tale esenzione solo se nella determinazione dei compensi gli stessi siano coerenti con la politica di remunerazione societaria. Criticabile appare il fatto che la determinazione della politica retributiva avvenga ad opera degli organi amministrativi e all'assemblea possa essere concessa statutariamente il potere di approvarla o di dare un voto consultivo. In tale ultima ipotesi sarebbe ben possibile per gli amministratori disattendere la volontà degli azionisti ed agire difformemente senza inficiare la validità della politica deliberata dal *management*. In dottrina cfr. SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 35.

Bibliografia

- ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011.
- ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, circolare n. 38b del 6 dicembre 2010.
- BAGLIONI–GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n. 6.
- BALZARINI, *Attuazione della direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, bilancio consolidato e informazioni sulla corporate governance*, in *Società*, 2009, n. 1.
- BEGHETTO, *Le novità in materia di nota integrativa, bilanci abbreviati, bilanci consolidati e informazioni sulla corporate governance alla luce del d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2009, n.6.
- BONZANINI – MARTELLONI, *Le operazioni con parti correlate di "società aperte"*, in *Società*, 2005, n.10.
- CAGNASSO, *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel Regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Nuovo diritto delle società*, 2010, n. 15.
- CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011.
- CLEARY GOTTlieb STEEN&HAMILTON LLP, *Nuove disposizioni emanate dalla Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Roma/Milano, 22 marzo 2010, in www.clearlygottlieb.com.
- CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, in www.consob.it.
- DODARO, *Art. 2391–bis*, in *Codice Commentato delle società* a cura di Bonfante, Milano, 2007.
- ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3.
- FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011.
- GIUDICI, *Neo – quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, n. 7.
- IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12.
- MAUGERI *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3.
- MIOIA, *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010.

-
- MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv.dir. civ.*, 2004, n. 4.
- *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12.
- *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale e nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in *Relazione al Convegno su La crisi finanziaria: banche regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009.
- NOTARI, *Il c.d. "white wash" nelle procedure sulle operazioni con parti correlate* in *Atti del Convegno Operazioni Parti Correlata: Regolamentazione Consob*, Milano, 19-20 Febbraio 2009.
- POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove Leggi Civili e Commentate*, 2011, n. 1.
- RAINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12.
- REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate* in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011.
- RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamentazione CONSOB in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 3.
- *Brevi note sulla responsabilizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti alla luce del nuovo regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12..
- SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, n. 6.
- SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano 2011.
- *Osservazioni a margine del seminario presso la Consob del 12 marzo 2009 sulla seconda versione della disciplina regolamentare delle operazioni con parti correlate*, Roma, 2009.
- *Risposta alla consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 – bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate*, Roma, 2010.
- SOTTORIVA, *La nuova informativa regolamentata "continua" per le società quotate*, in *Società*, 2008, n. 4.
- STELLA RICHTER JR., *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, in *Le operazioni con parti correlate, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano 2011.
- VENTORUZZO, *Art. 2391–bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005.
- ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005.

OPA OBBLIGATORIA E TUTELA DEGLI INVESTITORI

Anna Laura Lombardo

Abstract: Il presente lavoro si propone di analizzare le differenti tecniche di tutela degli investitori nei casi di Opa obbligatoria.

Il lavoro è suddiviso in tre parti. La prima approfondisce aspetti relativi alla semplificazione e razionalizzazione della procedura derivanti dalla trasposizione della direttiva n°73/2010. La seconda analizza le disposizioni settoriali previste dal legislatore italiano. La terza esamina la possibilità di fare ricorso anche agli ordinari rimedi di diritto civile.

Abstract: This paper aims to provide an overview of the different measures of investor protection relating to the discipline of mandatory bid. The essay is divided into three parts. The first part focuses on the simplification and rationalization of the procedure, based to the recent enactment of the Directive No 73/2010. The second part analyzes the specific regulation introduced by the Italian legislator. The third part examines the possibility of using the ordinary civil law remedies.

PAROLE CHIAVE: Opa obbligatoria, procedimento, tutela del mercato del controllo societario, tecniche di tutela degli investitori qualificati, apparato sanzionatorio di settore, esperibilità degli ordinari rimedi di diritto comune.

SOMMARIO: 1.Introduzione -1.2.Obiettivi del lavoro -2.1.L'Opa obbligatoria: fattispecie ed interessi protetti -2.2.Segue: precisazioni relative all'ambito di applicazione ed al ruolo della normativa secondaria -2.3.Il procedimento. -2.4.Segue: razionalizzazione e semplificazione del procedimento in attuazione della direttiva n. 2010/73/UE -2.5.Mancato lancio dell'Opa obbligatoria ed apparato sanzionatorio del T.u.f. -3.1.Le evoluzioni giurisprudenziali: le pronunce delle Corti di merito -3.2.La tesi contrattualistica. -3.3.Il procedimento e la tesi della responsabilità precontrattuale -3.4.Conclusioni.

1. Introduzione

Il presente lavoro si propone di analizzare le tecniche di tutela della posizione degli azionisti di minoranza a seguito del ricambio del controllo societario, con particolare riguardo alle conseguenze derivanti da mancata promozione di OPA obbligatoria.

Al riguardo, la constatazione che dal mutamento del controllo deriva una necessaria rimodulazione dell'assetto di potere tra azionisti e management, con tutte le implicazioni ad essa riconnesse, è una premessa necessaria per ricostruire compiutamente il quadro normativo

degli interessi in gioco.

Più in particolare, le operazioni che implicano un mutamento del “gruppo di comando” si configurano come sopravvenienze potenzialmente idonee a mutare, in maniera sostanziale, le condizioni iniziali dell’investimento tanto da richiedere la predisposizione di adeguati strumenti di tutela da parte dell’ordinamento.

In termini generali, si deve evidenziare come il rafforzamento della posizione della minoranza incrementi la fiducia nel mercato dei capitali e, di conseguenza, la sua attrattività nei confronti degli investitori. Per altro verso, si deve tenere in considerazione che l’effettiva contendibilità del controllo societario è un obiettivo da perseguire¹.

Difatti, la contendibilità è condizione necessaria per il buon andamento delle operazioni di capitale, in quanto incentiva coloro che hanno una elevata capacità imprenditoriale e sufficienti dotazioni finanziarie a soppiantare assetti di governo societario contraddistinti da scarsa efficienza².

Prima del 1992, il mutamento del controllo era attuabile anche attraverso operazioni che, limitandosi alla cessione della partecipazione di maggioranza da un soggetto ad un altro, comportassero la totale esclusione della massa degli azionisti investitori dalla distribuzione del premio di maggioranza³.

Nello specifico, a partire dalla l. n. 149 del 1992, la regolamentazione dell’acquisizione di partecipazioni di controllo è sottoposta alla disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto sia essa obbligatoria o volontaria. Attualmente, il quadro normativo è rintracciabile negli artt. 101 bis e 112 t.u.f. e nella normativa secondaria contenuta nel regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999⁴.

La puntuale scansione delle fasi di acquisizione del controllo nel contesto di un procedimento condotto sotto la supervisione della Consob, è finalizzata alla prevenzione di abusi determinati dalla potenziale asimmetria informativa sussistente tra le parti. La trasparenza ed il corretto svolgimento delle operazioni sono, infatti, necessarie al fine di garantire un’efficiente e consapevole gestione della operazione d’investimento da parte degli azionisti di minoranza ed a rendere effettiva la loro libertà negoziale⁵.

Il legislatore, dunque, assicura agli investitori l’acquisizione di tutte le informazioni necessarie

¹ In buona sostanza, occorre prevedere una disciplina che, seppur volta a disincentivare acquisizioni inefficienti, non renda insostenibile il costo dell’acquisizione.

² VEGAS, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 9 maggio 2011, reperibile su www.consob.it.

³ Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, vol. II, Torino, 2009.

⁴ In tale contesto è opportuno segnalare come, sotto l’impulso del diritto comunitario, e, segnatamente, della direttiva n. 2004/25/CE in tema di OPA, si siano susseguiti numerosi interventi legislativi: a) il decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185 (di seguito, “Decreto anti-crisi”), con cui è stata, tra l’altro, modificata la normativa in materia di *passivity rule* e neutralizzazione; b) la legge n. 33/2009 che, al fine di rafforzare “*gli strumenti di difesa da manovre speculative*”, ha apportato modifiche al TUF in materia di OPA da consolidamento e trasparenza proprietaria, e, al codice civile riguardo la disciplina dell’acquisto di azioni proprie; c) il decreto legislativo n. 146/2009 (di seguito, “Decreto correttivo”) contenente le disposizioni integrative e correttive del predetto decreto legislativo n. 229/2007.

⁵ Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010; ed inoltre cfr. MAGLIANO, *Disciplina dell’OPA obbligatoria e tutela degli investitori: lex perfecta o perfettibile? Spunti per una riflessione*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2008, n. 3-4 pp. 587-604; cfr. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di FRANCESCO CAPRIGLIONE, Padova, tomo II, pp. 911-942.

per addivenire ad una valutazione ponderata circa l'opportunità di esercizio o meno del diritto di "exit" ad essi riconosciuto.

Pertanto, l'esercizio di tale diritto, stante i criteri di determinazione del prezzo d'offerta legislativamente previsti, assicura una partecipazione al premio di maggioranza nell'ipotesi in cui la sfiducia nelle capacità del nuovo gruppo di controllo suggerisca di optare per il disinvestimento. Alla luce di quanto precede, è opportuno sottolineare che, ai fini del presente lavoro, saranno approfonditi solo taluni dei principali profili critici della complessa regolamentazione Opa e della più specifica disciplina dell'Opa obbligatoria.

Più precisamente, particolare attenzione sarà dedicata all'individuazione dei presupposti e degli interessi protetti, alla descrizione del procedimento ed infine al rapporto tra rimedi sanzionatori previsti dalla disciplina di settore e rimedi di diritto comune⁶.

1.1. Obiettivi del lavoro

La disamina oggetto della presente trattazione propone di individuare le tecniche di tutela degli azionisti di minoranza nelle ipotesi di mutamento del controllo societario, tanto nella fase fisiologica del rapporto quanto nell'eventuale fase patologica al fine di vagliare il grado di effettività della tutela accordata.

Con riguardo al primo profilo, la preliminare individuazione della fattispecie e degli interessi protetti merita un puntuale approfondimento del procedimento Opa.

Dicerto, la gestione consapevole dell'investimento passa per la necessaria proceduralizzazione, quale mezzo volto a colmare l'asimmetria informativa sussistente tra potenziale oblato e scalatore.

La standardizzazione dei contenuti, la scansione temporale, l'esatta individuazione della disciplina delle esenzioni, le regole attinenti alla formazione del prezzo d'Opa, il ruolo dell'Autorità di Vigilanza rispetto al procedimento consentono all'investitore di avere a disposizione tutti gli elementi necessari ad effettuare una valutazione ponderata sul se e sul quando esercitare il diritto di "exit" ad esso riconosciuto dal legislatore.

A tal proposito si può anticipare che, sulla scorta della spinta proveniente dalla disciplina comunitaria (per effetto della direttiva comunitaria n. 2010/73/UE), il procedimento Opa è stato recentemente investito da modifiche volte a favorire la semplificazione, la razionalizzazione e la prevedibilità della procedura. Di conseguenza, risultano significativamente ridotte le ipotesi in cui gli investitori possono vedere condizionate le proprie scelte d'investimento dalla c.d. "pressure to tender".

In relazione al profilo patologico, ovvero quello riguardante le conseguenze da mancato lancio d'Opa obbligatoria, occorre precisare che la prospettiva d'indagine prescelta tiene conto

⁶ Al riguardo, esula dagli obiettivi del presente lavoro la disamina delle questioni inerenti alla possibilità ed alle condizioni di tecniche difensive rispetto al lancio OPA, siano esse preventive o successive, ed alla c.d. *passivity rule*.

tanto della specifica disciplina di settore, al fine di sottolineare la peculiare valenza deterrente risultante dalle modifiche operate dalla l. 262 del 2005 e d.lgs. 229 del 2007, quanto del dibattito relativo all'ammissibilità ed all'operatività degli ordinari rimedi risarcitori di diritto civile.

Per vero, quest'ultimo profilo appare essenziale al fine di chiarire la portata effettiva della tutela assicurata agli investitori di minoranza nell'ipotesi in cui lo scalatore, tenuto al lancio di Opa obbligatoria, risulti inadempiente. Difatti, anticipando quanto sarà detto in seguito, si può osservare che l'apparato sanzionatorio predisposto dalla legislazione di settore, isolatamente considerato, riguarda esclusivamente i profili attinenti alla deterrenza ed alla neutralizzazione della situazione di potere endosocietaria acquisita in violazione della procedura⁷. Sicuramente, l'esclusione o l'ammissibilità, da parte della giurisprudenza, degli ordinari rimedi risarcitori di diritto civile dipende dalla ricostruzione della complessiva ratio delle disposizioni in tema di Opa obbligatoria.

In buona sostanza, si escluderà qualsiasi forma di risarcimento qualora si ritenga che si tratti di un istituto volto a disciplinare esclusivamente aspetti pubblicistici dell'acquisizione di una posizione di potere all'interno di una società con titoli negoziati in mercati regolamentati. Di contro, ove si attribuisca rilievo al rapporto interindividuale intercorrente fra il soggetto che abbia acquistato la partecipazione rilevante e i potenziali destinatari dell'offerta, di cui agli artt. 106 e ss. Tuf, si riconoscerà il diritto al risarcimento.

La giurisprudenza e la dottrina maggioritaria propendono ormai per una ricostruzione del diritto del mercato finanziario in un'ottica di protezione comprensiva dell'interesse del singolo investitore⁸.

In tale contesto, dalla diversa ricostruzione dell'ambito di operatività della disciplina in esame discende una tutela articolata in chiave di protezione nell'attribuzione di una pretesa alla condotta altrui ovvero quale reazione rispetto all'invasione di una sfera giuridica preesistente⁹. In definitiva, si tratta di inquadrare l'azione risarcitoria nell'ambito della responsabilità contrattuale o extracontrattuale¹⁰.

⁷ Cfr. DESANA, *Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 1, p. 123.

⁸ Cfr. ABU AWWAD, *Violazione dell'obbligo di OPA e tutela risarcitoria degli azionisti*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2006, n. 6, pp. 1118-1122; cfr. WEIGMANN, nota a Tribunale di Milano 9 giugno 2005, in *Giur. It.*, 2005, p. 1651; cfr. GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, n. 6, p. 783; ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*. Bologna, 2002, p. 44; cfr. GATTI *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, p. 147; ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, Il Mulino, 2002, pp. 99-104; cfr. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'Opa obbligatoria*, Padova, 2005; cfr. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990; cfr. CASTRONOVO, *Obbligazioni senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, p. 156.

⁹ Cfr. BARCELLONA, *Strutture della responsabilità e "ingiustizia" del danno*, in *Europa dir. priv.*, 2000, p. 439.

¹⁰ Cfr. AMBROSOLI, *OPA obbligatoria e responsabilità* in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 10-12 pp. 218-235; cfr. COTTINO - DESANA, *OPA obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. It.*, 2010, n. 6, pp. 1315-1317; cfr. DESANA, *Ancora due pronunce sulle conseguenze della violazione*

2. L'Opa obbligatoria: fattispecie ed interessi protetti

La disciplina dell'Opa obbligatoria, nell'ottica della menzionata “*polifunzionalità*” degli obiettivi ad essa riconnessi, è contraddistinta da forti limitazioni all'autonomia privata¹¹.

L'imposizione di un'offerta pubblica si contrappone, infatti, al principio secondo cui ogni soggetto decide liberamente se contrattare e predeterminare autonomamente il contenuto dell'accordo.

Al riguardo, gli art. 106 e 108 t.u.f. individuano quelle “*alterazioni rilevanti*” al verificarsi delle quali sorge rispettivamente un obbligo d'offerta o un obbligo d'acquisto.

Dalla disamina delle disposizioni in parola, risulta evidente come il legislatore ponga in essere

dell'OPA obbligatoria aspettando la Cassazione, cit., pp. 1964-1968. CACCHI PESSANI, Violazione dell'obbligo OPA e risarcimento del danno, in *Giur. comm.*, 2008, n. 2. CAMPOBASSO, Diritto Commerciale. Diritto delle Società, vol. 2, Torino, 2009; CARBONETTI, OPA obbligatoria e diritti degli azionisti in “*Diritto della banca e del mercato finanziario*”, 2005, fasc. 4 pp. 634 – 644; CASTRONOVO, Obblighi di protezione, in *Enc. Giur. Treccani*, XXI, Roma, 1990; - Obbligazioni senza prestazione ai confini tra contratto e torto; COSTI, Il mercato mobiliare, Torino, 2010; DE GIOIA CARABELLESE, Clamoroso al Cibali: l'OPA obbligatoria esiste! Un recente caso del Tribunale di Milano, in *Società*, 2008, n. 8; FESTI, Mancato lancio di OPA obbligatoria e responsabilità, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2008, n. 4; GATTI, Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno, in *Giur. comm.*, 2005, n. 6; OPA e struttura del mercato del controllo societario. GUIDOTTI, L'OPA obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione, in *Contratto ed impresa*, 2010, n. 4-5; GUIDOTTI, La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto-inadempimento degli obblighi, in *Nuove leggi civili commentate*, 2010, n. 1.; GUIZZI, Struttura concorrenziale del mercato e tutela dei consumatori-Una relazione ancora da esplorare in *Foro it.*, 2004, I, c. 479; GUSO, Lesione di situazioni giuridiche e diritto al risarcimento danni per mancato avvio di OPA obbligatoria, in *Società*, 2008, n. 1; MARICONDA, OPA obbligatoria e situazioni soggettive: il contrasto tra il Tribunale e la Corte d'Appello di Milano, in *Giur. comm.*, 2009, n. 1; MACCHIAVELLO-PERUZZO, Mancato lancio di OPA obbligatoria: il puzzle SAI-fondiarie alla luce di alcune esperienze europee, in *Giur. comm.*, 2008, n. 5; MAGLIANO, Disciplina dell'OPA obbligatoria e tutela degli investitori: *lex perfecta* o *perfezionabile*? Spunti per una riflessione, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2008, n. 3-4; MANZINI, Le offerte pubbliche di acquisto, in *AA.VV.*, Milano, 2000; MERUZZI, Responsabilità da contatto, culpa in contrahendo e dintorni: il caso SAI-Fondiarie-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive, in *Giur. merito*, 2007, n. 10; MORELLO, Mancata promozione di OPA obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno, in *Società*, 2006, n. 4; PALMIERI, Tutela risarcitoria degli azionisti in caso di mancata promozione di OPA totalitaria, in *Foro Italiano*, 2005, n. 11; POLIANI, Risarcimento del danno da mancata promozione di OPA obbligatoria, in *Giur. comm.*, 2009, n. 6; RIZZINI BISINELLI, Violazione dell'obbligo di Opa totalitaria e risarcimento del danno in favore della minoranza, in *Società*, 2008, n. 2; ROLFI, Ancora sull'OPA obbligatoria e sulle conseguenze della sua violazione, in *Corriere giuridico*, 2007, n. 11; ROMAGNOLI, Responsabilità contrattuale per omissione d'OPA obbligatoria e tutela risarcitoria subordinata, in *Nuova Giur. Civ. Commentata*, 2006, n. 4; ROMAGNOLI, Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'Opa obbligatoria, Padova, 2005; VEGAS, Incontro annuale con il mercato finanziario, Milano, 9 Maggio 2011; WEIGMANN, nota a Tribunale di Milano 9 giugno 2005, in *Giur. It.*, 2005, p. 1651.

¹¹ Ai fini della corretta delimitazione dell'ambito d'applicazione della disciplina, è essenziale la disamina di quanto disposto dall'art. 105 TUF nella versione risultante dall'attuazione della c.d. direttiva Opa. In estrema sintesi, si può osservare che le società sottoposte alla disciplina sull'Opa obbligatoria si individuano sulla scorta di due criteri: a) della nazionalità italiana dell'emittente; b) della ammissione alla negoziazione su mercati regolamentati italiani. Per altro verso, si sottolinea che la disposizione in esame nel rinviare a quanto previsto dall'art 101 *ter*, commi 4 e 5, estende l'applicabilità delle previsioni in essa contenute anche alle società con titoli quotati in Italia aventi sede in altro stato comunitario ed alle società italiane quotate esclusivamente in altro Stato Comunitario. Ciò posto, occorre individuare più precisamente la nozione di partecipazione rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo Opa.

una tutela, in chiave selettiva, di taluni investimenti al verificarsi di specifici eventi incidenti sugli assetti di controllo¹². Quanto appena osservato risulta chiaro dalla distinzione tra presupposti necessari per il sorgere dell'obbligo di Opa ed oggetto dell'offerta e dall'individuazione degli oblati.

A tal proposito, è opportuno premettere che l'acquisizione del controllo non è elemento costitutivo della fattispecie, rilevando piuttosto il mancato conseguimento dello stesso in termini di esenzione.

Il legislatore individua, quale presupposto per il sorgere dell'obbligo, il superamento di una soglia fissa, pari al trenta per cento di titoli che attribuiscono un diritto di voto su specifici argomenti quali quelli attinenti alla nomina o alla revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza¹³. Sostanzialmente, si considera partecipazione rilevante quella che consente di esercitare un'influenza sulla gestione della società.

In tale contesto, ai sensi dell'art. 106 t.u.f., l'acquisizione o il consolidamento di una partecipazione avente le caratteristiche sopra individuate fa sorgere l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto successiva totalitaria in capo al soggetto o al gruppo di soggetti che la realizzano. L'offerta, quindi, potrà riguardare anche titoli diversi da quelli rilevanti ai fini dell'obbligo; essa dovrà, infatti, avere ad oggetto la totalità dei titoli ammessi alla negoziazione. La nozione di titoli ammessi alla negoziazione, come individuata dall'art. 101 *bis* t.u.f., concerne le partecipazioni che attribuiscono un diritto di voto nell'assemblea ordinaria anche limitatamente a specifiche materie. Di conseguenza, i potenziali destinatari dell'offerta sono individuabili esclusivamente nei possessori dei titoli aventi le summenzionate caratteristiche¹⁴. Ciò attesta il carattere selettivo degli investimenti cui è riconnessa la tutela derivante dall'applicazione della generale disciplina dell'Opa obbligatoria¹⁵. Per altro verso, il legislatore

¹² Cfr. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Francesco Capriglione, Padova, tomo II; cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto-rimedi e tutele*, Milano, 2008, pp. 31-40; cfr. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 4, p. 999. In particolare, l'autore ricostruisce la tutela degli investitori, fornita dalla disciplina dell'opa obbligatoria, in chiave "selettiva".

Tale qualificazione trae spunto dalla constatazione che l'attuazione della "Direttiva Opa, pur ampliando la platea dei potenziali destinatari di un'offerta obbligatoria a tutti i "possessori di titoli" che siano "ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati" (art. 106 t.u.f.), conferma la soluzione in chiave restrittiva degli interessi da tutelare già operata dal nostro legislatore. Segnatamente, gli strumenti finanziari "partecipativi" possono assumere rilevanza soltanto al fine del sorgere dell'obbligo di offerta ma non formano oggetto dell'offerta.

¹³ Peraltro, possono venire in rilievo anche: a) titoli che possano avere un'influenza rilevante sulla gestione, individuati dall'Autorità di vigilanza; b) la detenzione congiunta dei titoli di cui alla lettera a) qualora attribuisca un potere complessivo di voto equivalente a quello di chi detenga la partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento.

¹⁴ Cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto-rimedi e tutele*, Milano, 2008, p. 34. Segnatamente, l'A. evidenzia come «non è dunque la partecipazione al capitale (e, conseguentemente, l'investimento azionario) a essere presa in considerazione ma l'investimento in un valore mobiliare, contraddistinto dalla negoziazione in un mercato regolamentato e dalla attribuzione al "titolare" del diritto di voto in assemblea».

¹⁵ Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010; inoltre, cfr. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, vol. II, Torino, 2009; cfr. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto in L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di FRANCESCO CAPRIGLIONE, Padova, tomo II, pp. 911-942; cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto-rimedi e tutele*, Milano, 2008; cfr. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*,

assegna rilievo ad altre due ipotesi di sopravvenienze che alterano le originarie condizioni d'investimento esplicitate nel primo e secondo comma dell'art. 108 t.u.f.. In particolare, il primo comma della disposizione in esame, afferma che «l'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento». Tale disposizione consente agli investitori che abbiano rinunciato ad esercitare il proprio diritto di *exit* nei termini d'adesione dell'offerta di avere una seconda possibilità.

Il successo di una precedente offerta totalitaria giustifica una seconda opportunità di ripensamento. La fattispecie di cui al secondo comma dell'art. 108 t.u.f. è predisposta sempre in funzione della tutela delle minoranze seppur con diverso fondamento.

Essa ha come presupposto esclusivo la *detenzione* di una partecipazione al capitale dei titoli ammessi a negoziazione in mercati regolamentati superiore al novanta per cento. La concentrazione rilevante riduce le possibilità di disinvestimento sul mercato e giustifica un intervento correttivo da parte del legislatore. Per cui, in tale ipotesi è previsto, altresì, un obbligo d'acquisto, o in alternativa, il ripristino di un flottante adeguato ad assicurare la regolarità delle negoziazioni entro novanta giorni.

Le considerazioni sin qui esposte riflettono le limitazioni all'autonomia dei privati, in quanto incidenti sul profilo della libera determinazione a contrarre.

D'altro canto, si deve evidenziare che, in conseguenza dell'individuazione di tali presupposti, l'autonomia privata viene ad essere, altresì, limitata tanto sotto il profilo procedurale quanto sotto quello della individuazione del prezzo d'offerta.

La corretta determinazione del prezzo d'offerta ha funzione di tutela delle minoranze azionarie, incentivo delle acquisizioni virtuose ed indirizzo del risparmio in organizzazioni produttive.

Ne consegue che in attuazione della direttiva Opa 2004/25/CE, il legislatore prevede che l'offerta debba essere promossa ad un prezzo equo come determinato dall'art. 106, comma 2, t.u.f. «per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile».

Peraltro, l'Autorità di Vigilanza può autorizzare, con provvedimento motivato ed al verificarsi delle condizioni previste dal legislatore, la proposizione dell'offerta ad un prezzo superiore o inferiore a quello derivante dall'applicazione dei criteri sopra menzionati in quanto risultante, in concreto, prezzo iniquo.

2.1. Segue: precisazioni relative all'ambito di applicazione ed al ruolo della normativa secondaria

Nel delineato contesto è opportuno effettuare talune precisazioni in ordine all'ambito d'applicazione dell'istituto in esame alla luce delle novità apportate al Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva n. 2010/73/CE.

Più precisamente, occorre integrare le nozioni di partecipazione e di soglia rilevante con alcune considerazioni relative al regime delle esenzioni ed alla nozione di «acquisto di concerto».

La recente modifica al Regolamento emittenti ha condotto ad una ridefinizione e puntualizzazione dell'ambito di applicazione della disciplina dell'offerta obbligatoria anche alla luce delle incertezze derivanti dalla prassi applicativa. La *ratio* è quella di individuare, con maggior chiarezza, l'ambito d'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria e quella di predisporre meccanismi alternativi di tutela delle minoranze in specifiche ipotesi di esenzione. Le principali innovazioni sono così sintetizzabili: riformulazione delle esenzioni; revisione dei criteri per la determinazione del prezzo in caso di “*sell-out*” e “*squeeze-out*” al fine di garantire una maggiore prevedibilità¹⁶; computo delle azioni proprie ai fini di determinazione delle soglie rilevanti in funzione dell'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria¹⁷; calcolo delle soglie di Opa anche in relazione a strumenti finanziari derivati per ovviare ad operazioni elusive che si concretizzano in effettive acquisizioni di partecipazioni di controllo; introduzione di nuove fattispecie di presunzione di acquisto di concerto tra azionisti; precisazione di fattispecie che non integrano acquisto di concerto.

In ordine alle esenzioni relative a ristrutturazioni d'impresa in crisi, a quelle derivanti da operazioni straordinarie ed al computo/esclusione delle azioni proprie ai fini della determinazione delle soglie rilevanti si deve evidenziare che la tutela della posizione degli azionisti di minoranza è salvaguardata dalla previsione del meccanismo di *whitewash*.

In buona sostanza, l'operatività dell'esenzione o l'esclusione dal computo è condizionata ad una delibera assunta dagli azionisti adottata senza il voto contrario dei soci che non siano l'acquirente o l'azionista di maggioranza relativa (con quote superiori al 10%).

Per altro verso, la precisazione dei casi che non implicano presunzione d'acquisto di concerto favorisce l'aggregazione delle minoranze nell'ordinario svolgimento della gestione della vita societaria evitando di far sorgere, in capo agli interessati, l'obbligo di promuovere l'Opa.

Segnatamente, non sono considerate di per sé operazioni di concerto ed esulano pertanto dall'applicazione di un meccanismo presuntivo: il coordinamento tra azionisti nell'esercizio di diritti delle minoranze; la presentazione di liste di minoranza per l'elezione degli organi, anche con sollecitazione di deleghe per votare tali liste; la cooperazione finalizzata a costituire minoranze di blocco su materie quali remunerazioni e operazioni con parti correlate; la

¹⁶ La riduzione degli spazi di discrezionalità della Consob in ordine alla determinazione del prezzo, nelle fattispecie indicate, contribuisce alla limitazione della c.d. *pressure to tender* in funzione della previsione di una possibilità di disinvestimento successivo alla chiusura dell'offerta alle medesime condizioni.

¹⁷ Cfr. art. 44-*bis* e ss. del Regolamento Emittenti.

cooperazione per favorire l'approvazione di una delibera avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno promossa dalle minoranze.

2.2. Segue: il procedimento

Taluni profili procedurali della disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria risultano essenziali ai fini della successiva disamina del problema dell'ammissibilità e dell'esatta individuazione della portata applicativa dei rimedi di natura civilistica riconoscibili a tutela della posizione degli oblati.

A tal fine, va tenuto conto della centralità delle scelte di fondo operate dal legislatore comunitario, della collocazione sistematica delle disposizioni in esame nel contesto della più ampia disciplina in tema di offerta pubblica di acquisto ed, infine del ruolo della regolamentazione secondaria spettante alla Consob.

In tale prospettiva, i principali riferimenti normativi si rinvencono nella direttiva n. 2004/25/CE (c.d. direttiva Opa), integrata e corretta dal legislatore nazionale, nonché nella recente direttiva n. 2010/73/CE recante modifiche alle direttive n. 2003/71/CE (c.d. direttiva prospetto) e n. 2004/109/CE (c.d. direttiva *transparency*).

È opportuno evidenziare che la direttiva Opa, in ragione dell'espresso riferimento all'art. 44, par. 2, lettera g) del Trattato UE, abbia riguardo esclusivamente agli aspetti della disciplina Opa rilevanti per il governo societario non essendo volta alla regolamentazione del mercato mobiliare. Difatti, la direttiva si riferisce unicamente alle offerte lanciate per ottenere il controllo di una società¹⁸. Di contro, il legislatore italiano aveva previsto e continua a prevedere, anche alla luce degli obiettivi di tutela elaborati in sede comunitaria, una disciplina generale applicabile a tutte le Opa integrata da norme specifiche riguardanti le Opa finalizzate ad ottenere il controllo¹⁹. Le disposizioni che regolano il procedimento Opa sono tese a soddisfare ad una pluralità di esigenze. Di certo, quella primaria è rintracciabile nella necessità di far fronte alla asimmetria informativa tra offerente e destinatari; essa è comune tanto alle offerte esclusivamente finalizzate alla sollecitazione al pubblico risparmio quanto a quelle promosse in prospettiva dell'acquisizione del controllo, siano esse offerte volontarie o obbligatorie.

Al riguardo, l'impossibilità di trattativa diretta tra offerente ed oblati giustifica, infatti, la predisposizione di regole che assicurino la trasparenza delle condizioni contrattuali e lo svolgimento della fase prenegoziale secondo una scansione procedimentale sottoposta al controllo dell'Autorità di settore. Di particolare rilievo sono, altresì, le disposizioni introdotte

¹⁸ La direttiva in esame è stata emanata nel contesto di armonizzazione del diritto societario.

¹⁹ Cfr. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2008, n. 1, p. 474. L'Autore evidenzia come le disposizioni di cui al d. lgs. n. 229 del 2007 e del successivo d.lgs. n. 146 del 2009, in attuazione della direttiva Opa, siano volte ad una generale: promozione dell'integrazione dei mercati finanziari, al fine di favorire la competitività del sistema europeo; predisposizione di un meccanismo di protezione uniformi degli azionisti; previsione di doveri informativi e di trasparenza a carico della società offerente.

in sede di recepimento della c.c. direttiva Opa che modificano i poteri riconosciuti alla Consob in ordine alle sanzioni applicabili. Alla luce di tali valutazioni, ben si comprende la centralità della disciplina del prospetto e la funzione delle nuove disposizioni introdotte nel Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva n. 2010/73/UE.

Nel complesso, si osserva una sempre maggiore attenzione per la tutela della posizione degli azionisti di minoranza seppur nella logica dell'ottimizzazione dei costi per l'offerente. Ciò si riflette tanto nella rimodulazione della generale procedura Opa, quanto nella ridefinizione dei presupposti dell'Opa obbligatoria.

2.3. Segue: razionizzazione e semplificazione in attuazione della direttiva 2010/73/UE.

La recente revisione della regolamentazione del procedimento Opa, operata dalla Consob con la modifica del Regolamento Emittenti (approvata il 5 aprile 2011), ha tra gli altri obiettivi quello del rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza²⁰.

Tale esigenza è soddisfatta incidendo principalmente su due profili. Da una parte, si punta alla razionalizzazione, semplificazione e standardizzazione del contenuto delle informazioni da fornire agli oblati. Dall'altra, si scandisce il procedimento secondo una sequenza temporale tale da assicurare un maggior peso alla supervisione da parte dell'autorità di vigilanza e minimizzare la c.d. *pressure to tender* degli investitori favorendo così la gestione di un eventuale disinvestimento nei tempi più opportuni.

In tale prospettiva, vanno espone brevemente le fasi del procedimento per poi individuare le modifiche più rilevanti. I tratti fondamentali della procedura saranno analizzati alla luce dei poteri spettanti alla Consob. L'offerta è incentrata sulla trasmissione all'Autorità di Vigilanza di due documenti, la "comunicazione" ed il "documento d'offerta".

Il legislatore primario nazionale scandisce i tempi della comunicazione che deve essere effettuata "senza indugio" nell'ipotesi di offerta volontaria e "nell'immediatezza" in ipotesi di Opa obbligatoria.

Successivamente, l'offerente ha venti giorni per promuovere l'offerta attraverso la presentazione del documento d'offerta all'autorità di vigilanza che lo approverà nei quindici giorni successivi, qualora lo ritenga «idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un

²⁰ Cfr "Executive summary in materia di offerte pubbliche d'acquisto", 5 maggio 2011, reperibile su www.consob.it. In tale documento, appare opportuno menzionare gli obiettivi dell'intervento di regolamentazione: "a) rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza nel corso di operazioni che determinano un'evoluzione dell'assetto di controllo della società. Alcuni interventi sono per questo stati guidati dall'intento di porre rimedio alle possibili distorsioni che affliggono la scelta di aderire o meno all'offerta, di aumentare il diritto di voce delle minoranze e di colmare i disallineamenti regolamentari originati dall'evoluzione delle pratiche di mercato e dall'innovazione finanziaria; b) efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario....c) parità di trattamento per investitori italiani ed esteri ed armonizzazione con la disciplina degli altri Paesi ;...d) riduzione dei costi di compliance per gli offerenti".

fondato giudizio sull'offerta».

Questa è la fase in cui la Consob può stabilire particolari modalità di presentazione; indicare la necessità di informazioni aggiuntive eventualmente sospendendo i termini fino alla ricezione delle informazioni richieste; richiedere particolari garanzie. Al documento d'offerta approvato viene data massima diffusione ²¹.

Le disposizioni regolamentari precisano che esso viene trasmesso senza indugio all'emittente; comunicato ai rappresentanti dei lavoratori; diffuso tramite pubblicazione integrale su organi di stampa di adeguata diffusione o mediante avviso presso intermediari e contestuale pubblicazione sugli organi di stampa.

In funzione di protezione degli interessi degli oblati e prima che si apra il periodo d'adesione all'offerta, deve essere emesso un comunicato a cura dell'emittente.

Pertanto, la procedura in esame ha lo scopo di rappresentare i dati rilevanti per la valutazione dell'offerta in chiave dialettica consentendo di ponderare un eventuale disinvestimento alla luce del confronto tra amministratori e offerente.

Emesso il comunicato dell'emittente e trascorsi cinque giorni dalla pubblicazione del documento d'offerta, ha inizio il periodo d'adesione che varia a seconda della tipologia d'offerta, tra un minimo ed un massimo, concordati tra l'offerente, la società di gestione del mercato o la Consob nel caso di offerta relativa a strumenti finanziari non quotati²².

La pubblicazione dell'offerta è assimilata alla proposta contrattuale, di conseguenza, l'oblato che accetti determina la conclusione del contratto. La normativa secondaria disciplina, altresì, le modalità di adesione imponendo una dichiarazione d'accettazione in forma scritta a pena d'inefficacia della stessa.

Durante il periodo d'adesione è possibile, alle condizioni puntualmente individuate nel regolamento emittenti, la modifica dell'offerta o il lancio di offerte concorrenti. Al momento della chiusura dell'offerta i risultati della stessa vengono resi noti attraverso la pubblicazione. Le modifiche regolamentari, recentemente intervenute, si inquadrano nel contesto sopra evidenziato.

In estrema sintesi, può osservarsi che si rendono necessarie le autorizzazioni di vigilanza prima dell'approvazione del prospetto e non prima dell'adesione; sia richiesto il parere obbligatorio degli amministratori indipendenti per la valutazione dell'offerta ai fini del comunicato dell'emittente; si modifichino i termini per l'adesione e riapertura dei termini del periodo d'offerta, in caso di successo di Opa promossa dall'azionista di controllo o da altri soggetti *insider*, al fine di consentire anche agli azionisti che in un primo momento avessero scelto di non conferire i titoli, di farlo successivamente (riequilibrio della c.d. *pressure to tender*); si estenda il periodo della *best price rule* (adeguamento del prezzo in caso di acquisti in pendenza di OPA) ai 6 mesi successivi alla chiusura dell'offerta.

Nell'ambito del procedimento descritto rilevanti sono la posizione dell'offerente ed il ruolo dell'Autorità di vigilanza²³. In particolare, preme evidenziare come l'offerente sia, di certo,

²¹ Inoltre gli intermediari consegnano una copia a chiunque ne faccia richiesta.

²² Il periodo di adesione può essere suscettibile di proroga concessa dall'Autorità di vigilanza o di differimento iniziale nelle ipotesi specificamente previste nel Regolamento Emittenti.

²³ In tale sede, non si approfondirà il ruolo dell'emittente.

vincolato a principi di correttezza e parità di trattamento dei destinatari nella fase dello svolgimento dell'offerta.

Esso è tenuto a compiere tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta ed ad astenersi dal porre in essere operazioni idonee ad influenzare le adesioni all'offerta o ad alterare i presupposti richiesti ai fini dell'OPA obbligatoria.

La Consob assicura la supervisione del procedimento al fine di garantire la trasparenza e correttezza delle operazioni. L'Autorità può sospendere in via cautelare l'offerta in caso di violazione della disciplina primaria o della regolazione secondaria; sospendere il procedimento, per non più di trenta giorni, nell'ipotesi di sopravvenienze che non consentano ad i destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta; dichiarare la decadenza, nell'ipotesi di accertata violazione delle disposizioni dettate in materia Opa.

L'esercizio delle funzioni di vigilanza rispetto alle disposizioni in esame è condotto secondo il dettato dell'art.115 t.u.f. anche nei confronti di chi appaia informato sui fatti. Le indiscrezioni sui fatti relativi ad un'offerta o le irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati sono regolate dalla disciplina in materia di comunicazioni al pubblico.

3. Segue: mancato lancio di offerta pubblica d'acquisto obbligatoria e apparato sanzionatorio TUF

Gli artt. 110, 173 e 192 t.u.f. disciplinano le conseguenze derivanti dalla violazione delle disposizioni relative alla sezione dedicata all'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria in un'ottica che ha esclusivo riguardo alle ripercussioni endosocietarie derivanti dall'inadempimento²⁴.

In termini generali, si può osservare che le previsioni normative in esame hanno come principale obiettivo quello di neutralizzare il potere esercitabile da colui che abbia acquistato il controllo in violazione delle disposizioni di legge. Sostanzialmente, si tratta di una pluralità di istituti orientati al ripristino dello "status quo ante"²⁵. Il d.lgs. n. 58 del 1998 opera una tripartizione dell'apparato sanzionatorio in questione predisponendo delle sanzioni, civili, amministrative e penali²⁶.

A tal proposito, è opportuno sottolineare come le modifiche operate dalla l. n. 262 del 2005

²⁴ Cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto-rimedi e tutele*, Milano, 2008, pp. 43-49; cfr., TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 4, p. 999; cfr. GUIDOTTI, *L'OPA obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contratto ed impresa*, 2010, n. 4-5, pp. 869-886.

²⁵ Cfr. MAGLIANO, *Disciplina dell'OPA obbligatoria e tutela degli investitori: lex perfecta o perfetibile? Spunti per una riflessione*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2008, n. 3-4, pp 587-604; cfr. GUIDOTTI, *L'OPA obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contratto ed impresa*, 2010, n. 4-5, pp. 869-886; cfr. GUIDOTTI, *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto-inadempimento degli obblighi* in *Nuove leggi civili commentate*, 2010, n. 1, pp. 237-248.

²⁶ Per ciò che attiene alle sanzioni amministrative si osserva che esse si applicano in ogni ipotesi di violazioni di obbligo di Opa. L'art. 192 Tuf statuisce che "1. Chiunque viola l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ovvero effettua un'offerta pubblica di acquisto o di scambio in violazione delle disposizioni dell'articolo 102, commi 1, 3 e 6, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di importo non inferiore ad euro venticinquemila e non superiore al corrispettivo complessivamente

e dal d.lgs. n. 229 del 2007, nell'inasprire tanto le sanzioni amministrative quanto quelle penali, abbiano potenziato l'efficacia della legislazione di settore.²⁷

Le considerazioni che seguono hanno esclusivo riguardo alle sanzioni civili, al fine di chiarire i termini del dibattito relativo all'autosufficienza o meno dell'apparato sanzionatorio previsto dal t.u.f.²⁸. La questione dibattuta, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, è quella della esperibilità degli ordinari mezzi di tutela previsti dal diritto civile accanto ai rimedi apprestati dall'ordinamento di settore.

Al riguardo, l'art. 110 t.u.f. riconnette alla violazione degli obblighi attinenti all'Opa successiva totalitaria (artt. 106, comma 1, e 107 t.u.f.) ed agli obblighi d'acquisto residuale (art. 108 t.u.f.) le sanzioni della sospensione del diritto di voto, dell'obbligo di alienazione della partecipazione eccedentaria, o, in alternativa ed alle condizioni puntualmente indicate dal legislatore, dell'obbligo di promozione dell'offerta totalitaria imposto dalla Consob.

In relazione al rimedio di cui alla lettera a), è opportuno puntualizzare che la sospensione del diritto di voto ha riguardo all'intera partecipazione detenuta dal soggetto tenuto al lancio dell'Opa avendo ad oggetto anche i titoli legittimamente acquistati prima del sorgere dell'obbligo²⁹.

L'operatività della sanzione non è subordinata alla verifica dello stato soggettivo del titolare della partecipazione. Mentre l'efficacia della disposizione è resa effettiva dalla possibilità

dovuto dall'offerente ovvero che sarebbe stato complessivamente dovuto dall'offerente se l'offerta fosse stata promossa.

2. La sanzione indicata nel comma 1 si applica a chi:

- a) non rispetta le indicazioni fornite dalla Consob ai sensi dell'articolo 102, comma 4, ovvero viola le disposizioni dei regolamenti emanati a norma dell'articolo 102, comma 1 e dell'articolo 103, comma 4; a-bis) viola le disposizioni di cui all'articolo 103, commi 3 e 3-bis;
- a-ter) viola le disposizioni relative all'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, commi 1 e 2 e le disposizioni del regolamento emanato a norma dell'articolo 108, comma 7;
- b) esercita il diritto di voto in violazione delle disposizioni dell'articolo 110;
- b-bis) viola l'obbligo di cui all'articolo 110, comma 1-bis.

3. ...omissis...".

Di contro, le sanzioni penali sono riconosciute soltanto a talune violazioni. L'art 173 TUF dispone, infatti, che "1. *Gli amministratori di società con azioni quotate, o di società che partecipano al capitale di società con azioni quotate, i quali violano gli obblighi di alienazione delle partecipazioni previsti dagli articoli 110 e 121 sono puniti con la reclusione fino ad un anno e con la multa da euro venticinquemila a euro duemilionicinquecentomila*"

²⁷ Cfr. DESANA, Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione, in *Giur. comm.*, 2009, n. 1, p. 123; cfr. DESANA, Ancora due pronunce sulle conseguenze della violazione dell'OPA obbligatoria aspettando la Cassazione, in *Giur. It.*, 2008, n. 8-9, pp. 1952-1968; cfr. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di FRANCESCO CAPRIGLIONE, Padova, tomo I.

²⁸ L'art. 110 t.u.f. prevede che "1. *In caso di violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato e i titoli eccedenti le percentuali indicate negli articoli 106 e 108 devono essere alienati entro dodici mesi. Nel caso in cui il diritto di voto venga esercitato, si applica l'articolo 14, comma 5. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro il termine indicato nell'articolo 14, comma 4. 1-bis. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 192, comma 1, la Consob, in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli. 1-ter. L'alienazione prevista dal comma 1 o la promozione dell'offerta prevista dal comma 1-bis fanno venire meno la sospensione del diritto di voto di cui al comma 1*".

²⁹ In tale contesto, si può evidenziare come la stessa risulti particolarmente efficace nelle ipotesi in cui il raider rivestisse già una posizione di controllo dell'assemblea.

d'impugnazione della delibera adottata in violazione della disciplina sopra menzionata³⁰.

La sospensione del diritto di voto cessa allorché si provveda all'alienazione dei titoli eccedenti la soglia o qualora si promuova l'offerta totalitaria imposta dall'Autorità di Vigilanza ai sensi dell'art.110, comma 1 *bis* t.u.f. Per ciò che attiene all'obbligo di alienazione, il legislatore statuisce che i titoli eccedenti le percentuali, puntualmente individuate dagli artt. 106 e 108 t.u.f., debbano essere alienati nel termine di dodici mesi.

Pertanto, la disposizione in esame si propone di ripristinare la situazione di fatto antecedente la violazione dell'obbligo di Opa³¹. In tale contesto, deve però osservarsi come l'ampio periodo di tempo a disposizione per effettuare l'alienazione possa determinare il consolidamento di talune conseguenze pregiudizievoli incidenti sulla posizione degli investitori e direttamente riconnesse al mancato lancio Opa.

Per vero, la prospettiva di un ritorno alla contendibilità della società nel termine di dodici mesi è cosa diversa dalla possibilità concreta ed attuale di cedere la partecipazione durante il periodo d'adesione ed a condizioni predeterminate.

In alternativa all'obbligo di alienazione il comma 1-*bis* dell'art. 110 t.u.f., introdotto dal d.lgs. n. 229 del 2007, prevede la possibilità che la Consob imponga, con provvedimento motivato, la promozione di un'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito anche in considerazione del prezzo di mercato dei titoli.

Il provvedimento consegue ad una valutazione avente ad oggetto, tra l'altro, i motivi che hanno determinato il mancato adempimento Opa e le conseguenze che un'eventuale alienazione potrebbe comportare per il mercato.

Attenta dottrina sottolinea come la disposizione in esame preveda una singolare esecuzione in forma specifica. Difatti, stante gli ampi margini di discrezionalità riconosciuti all'Autorità di vigilanza, potrà essere imposto l'adempimento di un obbligo non necessariamente corrispondente a quello originariamente inadempito³².

E', altresì, opportuno indicare che i rapporti intercorrenti tra il summenzionato rimedio alternativo e le regole generali del diritto delle obbligazioni saranno da valutare in relazione al concreto spazio d'intervento che la Consob sarà in grado di occupare.³³

Prima di affrontare il dibattito relativo all'autosufficienza o all'alternativa integrabilità dell'apparato sanzionatorio predisposto dalla legislazione di settore, è opportuno ribadire che la riformulazione della sanzione amministrativa di cui all'art.192 t.u.f., in attuazione della disciplina Opa, ha inciso notevolmente sulla complessiva efficacia del sistema.

Difatti, risulta di tutta evidenza la portata deterrente della nuova formulazione della disposizione nella parte in cui prevede che l'Autorità di vigilanza possa irrogare una sanzione compresa tra venticinquemila euro ed il corrispettivo che sarebbe stato complessivamente

³⁰ L'impugnazione è disciplinata dalle regole previste per l'impugnazione delle delibere annullabili di cui all'art. 2377 c.c. e può essere proposta anche dalla Consob in virtù del richiamo all'art. 14, comma 5, t.u.f. contenuto nell'art. 110 t.u.f.

³¹ La mancata vendita costituisce una grave irregolarità nella gestione rilevabile ai sensi dell'art. 2409 c.c.

³² Cfr. Cfr. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 4, p. 999.

³³ Cfr. DESANA, *Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2009, 1, p. 123.

dovuto dall'offerente se l'offerta fosse stata promossa³⁴. La sanzione è volta a neutralizzare l'indebito vantaggio patrimoniale derivante dalla violazione d'obbligo Opa.

In buona sostanza, si deve sottolineare come l'apparato sanzionatorio in questione si caratterizzi per la valenza "ripristinativa" volta a privare di effetti la situazione di potere endosocietaria acquisita *contra legem* ed a punire il soggetto responsabile della violazione in maniera tale da eliminare i vantaggi patrimoniali riconnessi alla violazione della disciplina Opa.

3.1 L'evoluzione giurisprudenziale in ordine alle conseguenze derivanti dalla mancata promozione di Opa obbligatoria

Si è evidenziato nei paragrafi che precedono che il sistema sanzionatorio predisposto dal t.u.f. possa, talvolta, configurarsi come inadeguato alla tutela dell'azionista investitore qualificato. Al riguardo, le posizioni assunte dalla giurisprudenza, tanto in ordine all'ammissibilità ed alla concreta individuazione dei rimedi civilistici applicabili nell'ipotesi di violazione della disciplina Opa, quanto in relazione alla natura giuridica della responsabilità ascrivibile allo scalatore, sono state molteplici.

Sostanzialmente, si passa da una posizione che vede la non risarcibilità del danno subito dall'azionista di minoranza, all'ammissibilità della risarcibilità dell'interesse positivo, ad un *revirement* in termini restrittivi della giurisprudenza di merito che si concretizza nella risarcibilità del solo interesse negativo³⁵.

Al fine di chiarire i termini della questione si ritiene opportuno sintetizzare in ordine cronologico le posizioni assunte dalla giurisprudenza.

Un primo orientamento della Corte d'Appello di Milano, risalente al 1998, esclude in radice la spettanza in capo agli azionisti di minoranza di un diritto soggettivo a ricevere l'Opa. Gli argomenti posti a fondamento della decisione si sostanziano nella qualificazione dell'obbligo di Opa in termini di onere cui riconnettere l'effettività dell'acquisizione del controllo e nell'inquadramento dell'apparato sanzionatorio predisposto dalla legislazione speciale in termini di "*lex perfecta*" escludente qualsiasi spazio di operatività per altri rimedi³⁶. In occasione del contenzioso apertosi attorno al caso Fondiaria-Sai il dibattito in ordine alla esperibilità

³⁴ Cfr. DESANA, *Ancora due pronunce sulle conseguenze della violazione dell'OPA obbligatoria aspettando la Cassazione*, in *Giur. It.*, 2008, n. 8-9, pp. 1964-1968.

³⁵ Cfr. AMBROSOLI, *OPA obbligatoria e responsabilità* in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 10-12, pp. 218-235; cfr. COTTINO-DESANA, *OPA obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. It.*, 2010, n. 6, pp. 1315-1317; cfr. DESANA, *Ancora due pronunce sulle conseguenze della violazione dell'OPA obbligatoria aspettando la Cassazione*, in *Giur. It.*, 2008, n. 8-9, pp. 1964-1968.

³⁶ Cfr. Corte d'Appello di Milano, 27 Novembre 1998, in *Giur.It.* 1999, p. 1450 ss. Si precisa che la Corte si è trovata ad applicare le disposizioni vigenti ante recepimento direttiva 2004/25/CE; cfr. MANZINI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *AA.Vv.*, Milano, 2000, p. 128.

degli ordinari rimedi di diritto civile ha riscoperto nuovo vigore³⁷.

In sostanza, si può osservare che viene sancita la risarcibilità del danno subito dai soci di minoranza seppur con argomentazioni diverse e sulla base del riconoscimento di una responsabilità qualificata talvolta in termini di responsabilità contrattuale talaltra in termini di responsabilità precontrattuale³⁸.

La disamina di tali sentenze evidenzia una discontinuità di orientamenti che si prospetta in termini di contrapposizione tra la posizione assunta dal Tribunale di Milano, orientata all'adesione alla tesi contrattualistica, e quella della stessa Corte d'Appello di Milano, propensa all'astratta configurabilità di una responsabilità precontrattuale³⁹.

Di certo, elemento comune è quello del quasi totale superamento dell'orientamento che configurava la complessiva disciplina in termini di onere a fronte della individuazione di un «comportamento di obbedienza giuridica» assistito da sanzioni per il caso d'inosservanza.

Le argomentazioni a sostegno del superamento della tesi sopra menzionata poggiano sulle seguenti constatazioni: affinché si possa configurare un onere vi deve essere corrispondenza tra interesse tutelato e soggetto tenuto alla condotta.

La parità di trattamento di tutti gli azionisti, la libertà negoziale e la conservazione del valore dell'investimento compiuto, che sono a base della disciplina dell'art. 106 t.u.f., sono previste in funzione della tutela degli azionisti di minoranza e non certo dello scalatore.

In tale contesto, l'acquisto dei titoli in violazione della disciplina di legge è perfettamente valido, infatti, le sanzioni previste dal 110 t.u.f. sono esclusivamente quelle della sospensione del diritto di voto e dell'obbligo di alienazione. Difatti, se si fosse di fronte ad un onere non vi sarebbe alcun bisogno di una disciplina delle esenzioni.

³⁷ La vicenda Fondiaria-Sai ha dato spunto alla riapertura dei termini del dibattito relativi alla natura giuridica dell'Opa obbligatoria e della riconnessa risarcibilità del danno subito dagli azionisti di minoranza. I termini della vicenda sono così sintetizzabili: nel luglio 2001 venne stipulato un contratto tra Montedison e SAI che prevedeva la cessione alla SAI di una quota di capitale di Società Fondiaria S.p.a.; l'Autorità di vigilanza, nel dicembre 2002, emise un provvedimento con cui accerta che l'acquisto è stato effettuato nel quadro di un'attività di concerto, per come definita dall'art.109 t.u.f., e, di conseguenza, accertò l'esistenza dell'obbligo di alienazione della partecipazione eccedentaria; il ricollocamento sul mercato dei titoli riguardò la nuova società Fondiaria-SAI S.p.a. poiché, nelle more, la Società Fondiaria era stata fusa con la società SAI S.p.a.; il controllo della Società Fondiaria-SAI S.p.a. spettò alla Società Premafin S.p.a., in forza della partecipazione da essa detenuta in SAI S.p.a, prima, ed in Società Fondiaria-SAI S.p.a; la delibera di fusione venne assunta senza il voto determinante di soci che avevano partecipato al concerto; in dipendenza dai fatti sopra menzionati, taluni soci della Società Fondiaria S.p.a., proposero azioni volte ad ottenere il risarcimento del danno nei confronti dei soggetti tenuti al lancio dell'Opa obbligatoria in forza di quanto disposto dall'art. 106 TUF.

³⁸ Cfr. Trib. Milano, 20 Marzo 2000, in *Società*, 2000, p. 1360. Difatti, per completezza, si deve evidenziare che nel vigore della legge n. 149/1992 parte della giurisprudenza ha ammesso l'astratta configurabilità di una responsabilità extracontrattuale ex 2043 c.c..

Tale orientamento ha ammesso la risarcibilità del danno derivante dalla lesione dell'affidamento dell'investitore alla percezione del premio di maggioranza derivante dall'aver confidato nell'adempimento dell'obbligo di legge rimasto inadempito.

³⁹ Cfr. Trib. Milano, 26 maggio 2005, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 753; cfr. Trib. Milano, 8 maggio 2006, in *Corr. giur.*, 2006, p. 983; cfr. Trib. 2 maggio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 572; cfr. Corte App. Milano, 15 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 572; cfr. Trib. Milano, 29 maggio 2008; cfr. Corte App. Milano, 20 dicembre 2007; cfr. Trib. Firenze, 19 settembre 2007, in *Giur. it.*

3.2. La tesi contrattualistica

Come poc'anzi si precisava, le sentenze dei Tribunali di primo grado hanno tendenzialmente ricostruito le conseguenze della violazione delle disposizioni in materia di Opa obbligatoria in chiave di responsabilità contrattuale⁴⁰.

Il fondamento di tale argomentazione e l'individuazione dell'esatto perimetro del danno risarcibile sono strettamente connessi alla ricostruzione degli interessi tutelati dall'art. 106 T.u.f. cui, di volta in volta, la giurisprudenza ha deciso di aderire.

La maggior parte delle pronunce in esame valorizza l'espresso riconoscimento della parità di trattamento di cui all'art. 92 t.u.f. per attribuire tutela agli azionisti pretermessi.

Tale argomentazione è stata, però, criticata dalla dottrina e superata dalle più recenti pronunce sulla base della constatazione che l'ambito d'applicazione della norma in esame riguarda il rapporto emittente- soci e non quello socio-socio⁴¹.

Difatti, il soggetto obbligato all'offerta, seppur possa essere già socio al momento del sorgere dell'obbligo, è preso in considerazione dalla disciplina in esame esclusivamente per la rilevanza dell'acquisto effettuato nel mercato regolamentato.

Il Tribunale di Milano, nel 2005, riconosce la sussistenza, in favore dell'azionista "deluso", di un vero e proprio diritto soggettivo a ricevere l'Opa ed individua il danno risarcibile in quello conseguente alla mancata percezione del premio di maggioranza⁴².

Secondo tale ricostruzione, l'obbligo giuridico discenderebbe direttamente dalla legge e

⁴⁰ Per completezza, si evidenzia che la natura contrattualistica della responsabilità da mancato lancio di Opa obbligatoria sia stata argomentata anche mediante il ricorso alla categoria degli obblighi di protezione. Tale tesi, sostenuta in dottrina, qualifica le norme di settore come norme di protezione a tutela degli azionisti di minoranza, da cui discendono specifici obblighi a carico dell'offerente. In termini generali, la fonte di tali obblighi è individuata nella legge e nei principi di correttezza e buona fede.

Con riguardo alla specifica disciplina Opa, si osserva come essi poggino sul duplice presupposto dell'esistenza di un "contatto" tra soggetto tenuto al lancio dell'offerta e soci di minoranza e sulla determinatezza/determinabilità dei destinatari.

Per approfondimenti sul tema, cfr. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXI, Roma, 1990; cfr. CASTRONOVO, *Obbligazioni senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, p. 156; cfr. ABU AWWAD, *Violazione dell'obbligo di OPA e tutela risarcitoria degli azionisti*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2006, n. 6, pp. 1118-1122.

Per altro verso, si deve evidenziare che l'adesione al modello della soglia fissa al superamento della quale sorge l'obbligo opa, in contrapposizione al modello delineato dalla l. n. 149/1992, sembra favorire il riconoscimento di una vera e propria "pretesa" in capo agli oblati.

Ciò discenderebbe da una vera e propria presa di posizione in merito alla sussistenza di un vero e proprio obbligo giuridico di promuovere l'opa, sebbene il riconoscimento di tale obbligo non sia di per sé sufficiente in assenza della precisa individuazione di una fonte attributiva di un'utilità. In tal senso cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto- rimedi e tutele*, Milano, 2008, p. 54.

⁴¹ Cfr. ABU AWWAD, *Violazione dell'obbligo di OPA e tutela risarcitoria degli azionisti*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2006, n. 6, p.1118-1122; cfr. WEIGMANN, *nota a Tribunale di Milano, 9 giugno 2005*, in *Giur. It.*, 2005, p. 1651; cfr. GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, n. 6, p.783; ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*. Bologna, 2002, p. 44; cfr. GATTI *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, p. 147.

In buona sostanza, le principali critiche al menzionato argomento evidenziano una indebita sovrapposizione tra principio di parità di trattamento tra azionisti ed emittente, non applicabile al caso di specie, e parità di trattamento nel corso dello svolgimento della procedura Opa.

⁴² Cfr. Trib. Milano, 26 maggio 2005 in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 753 successivamente riformata da Corte

sarebbe specificamente rafforzato da sanzioni penali ed amministrative in grado di azzerare il vantaggio ottenuto in violazione delle disposizioni di legge.

Si precisa, altresì, che oltre al riconoscimento espresso del risarcimento in termini di responsabilità contrattuale si constata la sussistenza di tutti i requisiti soggettivi ed oggettivi necessari ad integrare un illecito extracontrattuale.

In buona sostanza, tale orientamento riconosce alla disciplina di settore una complessiva funzione modificativa/incrementativa del patrimonio degli investitori. Il legislatore avrebbe predisposto un meccanismo di tutela preventiva che renderebbe risarcibile tanto il danno di coloro che non hanno alienato la partecipazione quanto quello di coloro che hanno optato per il disinvestimento facendo ricorso al mercato in assenza delle garanzie discendenti dall'applicazione dei criteri d'individuazione del prezzo d'Opa normativamente previsti.

Il risvolto pratico delle considerazioni summenzionate è che il rapporto rimedi t.u.f.-rimedi civilistici sarebbe strutturato in chiave di sussidiarietà, pertanto, la quantificazione del danno dovrà tener conto dell'effettiva operatività dei rimedi di settore.

La principale critica mossa all'individuazione di un vero e proprio diritto all'Opa si basa sulla constatazione che l'art 110 t.u.f. prevede l'obbligo d'alienazione della partecipazione eccedentaria e tale previsione appare porsi in contrasto con l'applicabilità dell'art. 2932 c.c.

Tale argomentazione è, però, superata da coloro che ritengono che l'incoercibilità dell'obbligo non escluda la possibilità di un risarcimento per equivalente⁴³.

La Corte d'Appello di Milano, in riforma della citata sentenza, con la decisione del 15 gennaio 2007, esclude la sussistenza di una responsabilità contrattuale in capo allo scalatore.

In tale prospettiva, si fa nuovamente ricorso all'argomento della "lex perfecta" seppur non nell'intento di escludere l'operatività di qualsiasi rimedio ordinario di diritto civile; difatti, si ritiene configurabile una responsabilità di tipo precontrattuale.

Nelle successive controversie, però, il Tribunale di Milano non muta il proprio orientamento e tenta di superare le obiezioni proposte dal summenzionato precedente.

Segnatamente, i giudici di primo grado, con la decisione 2 maggio 2007, seguono un iter argomentativo che si propone di coordinare disciplina codicistica e disciplina di settore ricostruendo l'obbligazione sussistente in capo al soggetto tenuto all'offerta in chiave di obbligazione alternativa.

In tale prospettiva, l'art. 106 t.u.f. contemplerebbe l'obbligazione di promuovere l'offerta nel termine e alle condizioni previsti dalla legge, così attribuendo un 'diritto di "exit"' agli azionisti. In via secondaria, e previa immediata "sterilizzazione" dell'intera partecipazione detenuta, vi sarebbe l'obbligo di alienazione della partecipazione eccedentaria sorto allorché l'offerta risulti non più lanciabile.

Sostanzialmente, la conclusione cui giunge il Tribunale è quella della ammissibilità di una tutela civilistica in via mediata e sussidiaria che si realizzerebbe nel caso di ineffettività dei

App. Milano, 15 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 572; cfr. TUCCI, Tribunale *versus* Corte d'Appello: *le combat continue*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, n. 5, 2008, p. 635.

⁴³ Cfr. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, pp. 99-104; cfr. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'Opa obbligatoria*, Padova, 2005.

rimedi previsti dalla normativa di settore a presidio degli interessi di mercato.

La tesi in questione presume che il valore dei titoli, decorsi i termini per l'adempimento dell'obbligo Opa, risenta delle altre variabili di mercato non permettendo più di promuovere l'offerta a condizioni di parità di trattamento e di giusto prezzo.

Il riferimento alle obbligazioni alternative è stato criticato poiché l'obbligo di alienazione costituisce una sanzione per la mancata promozione dell'offerta; per vero, la disciplina di settore non attribuisce alcuna facoltà di scelta tra diverse prestazioni⁴⁴.

Tale ricostruzione ha delle ricadute in ordine alla quantificazione del danno risarcibile.

Il danno risarcibile è ragguagliato alla perdita di valore delle partecipazioni di minoranza. In definitiva, qualora lo scalatore adempia agli obblighi secondari non residuerebbe alcuna ragionevole pretesa di risarcimento; di contro, allorché il danno non sia stato efficacemente eliminato o neutralizzato, nonostante il formale adempimento dell'obbligo alternativo di alienazione o l'applicazione delle altre sanzioni previste dal t.u.f., gli azionisti danneggiati potrebbero vantare il diritto di ricevere adeguato ristoro.

Sostanzialmente, la citata sentenza e gli ulteriori interventi del Tribunale di Milano, del 29 Maggio 2008 e del 15 Marzo 2010 hanno ribadito che la responsabilità da mancato lancio Opa ha natura contrattuale sulla base di una ricostruzione sistematica che assegna alle disposizioni in materia la valenza di intervento a tutela del risparmio, in accordo con quanto disciplinato dall'art 47 Cost.⁴⁵.

In particolare, il legislatore tutelerebbe il valore dell'investimento dell'azionista di minoranza. Le argomentazioni a sostegno di tale conclusione assegnano alla disciplina Opa una funzione di disciplina integrativa del contratto sociale, in accordo con il generale principio di diritto civile sancito dall'art. 1374 c.c.

In particolare modo, la sentenza da ultimo citata evidenzia come le disposizioni di settore abbiano il compito di correggere le disfunzioni create al mercato dei capitali ed alla gestione delle Spa dalla separazione fra proprietà, diffusa tra una moltitudine di azionisti, e controllo spettante alla maggioranza. In tale contesto, il ruolo dell'Autorità di vigilanza, nel contesto del procedimento, non sarebbe quello di determinare l'esistenza dell'obbligo ma, bensì, quello di individuare, in concreto, le modalità di attuazione dello stesso.

La disciplina Opa è vista come strumento che consente agli azionisti risparmiatori di soddisfare il proprio interesse nelle ipotesi di sopravvenienze. Il contenuto dell'obbligazione dello scalatore è quello di mettere i soci-terzi nella posizione di oblati affinché gli stessi possano compiere liberamente la scelta negoziale di aderire o meno all'offerta; essi hanno un'opportunità di disinvestimento che, in termini economici, equivale ad un'opzione *put*.⁴⁶

⁴⁴ Cfr. TUCCI, *Tribunale versus Corte d'Appello: le combat continue*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, n. 5, 2008, p. 635.

⁴⁵ Cfr. Trib. Milano 2 maggio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 572; cfr. Trib. Milano, 29 maggio 2008.; cfr. Trib. Milano 15 marzo 2010 in *Giurisprudenza Italiana*, 2010, n. 6, p. 1308.

⁴⁶ Cfr. COTTINO-DESANA, *OPA obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. It.*, 2010, n.

3.3. Il procedimento e la tesi della responsabilità precontrattuale.

La Corte d'Appello di Milano ha, dunque, escluso la sussistenza di una responsabilità contrattuale volta al ristoro del danno sofferto dagli azionisti di minoranza⁴⁷.

È opportuno, quindi, approfondire taluni profili attinenti alla pronuncia del 15 gennaio 2007, stante il riconoscimento, in essa contenuto, della spettanza in capo all'investitore di una posizione giuridica di aspettativa meritevole di tutela in chiave precontrattuale⁴⁸.

In tale contesto, è da evidenziare che la Corte assegna centralità alla fase del procedimento nell'ottica ricostruzione della complessiva disciplina Opa.

In buona sostanza, la violazione dell'obbligo di Opa è visto come inadempimento di doveri di comportamento precontrattuali sanzionabile, di conseguenza, con rimedi risarcitori di natura aquiliana.

Più in particolare, i giudici di secondo grado riformano la citata decisione del medesimo Tribunale di Milano (del maggio 2005), ritenendo configurabile una responsabilità precontrattuale dello scalatore in forza della lesione della posizione giuridica di affidamento nutrito dai soci sulla promozione dell'Opa obbligatoria al ricorrere dei presupposti di legge⁴⁹. La scansione del procedimento, designata dalla legislazione di settore, porterebbe ad escludere la configurabilità di un diritto soggettivo all'alienazione delle azioni prima della pubblicazione del documento d'offerta.

Per vero, solo con la pubblicazione del documento d'offerta si ha la vera e propria proposta contrattuale da cui sorge in capo agli oblati il diritto potestativo di concludere il contratto mediante adesione alla proposta nei termini previsti dal procedimento.

I soci-terzi possono, però, far valere la lesione del legittimo affidamento sul rituale adempimento dell'iter procedimentale da condurre sotto la supervisione dell'Autorità di vigilanza.

Si deve, peraltro, sottolineare come il risultato pratico cui conduce la soluzione adottata sia quello del rigetto delle istanze risarcitorie degli azionisti pretermessi relative al mancato utile che gli stessi avrebbero potuto realizzare se il contratto fosse stato correttamente concluso

6, p. 1315.

⁴⁷ Cfr. Trib. Milano, 26 maggio 2005 in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 753 successivamente riformata da Corte App. Milano, 15 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, p. 572.

⁴⁸ Cfr. AMBROSOLI, *OPA obbligatoria e responsabilità* in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 10-12 pp. 218-235; cfr. COTTINO - DESANA, *OPA obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. It.*, 2010, n. 6, pp. 1315-1317; cfr. DESANA, *Ancora due pronunce sulle conseguenze della violazione dell'OPA obbligatoria aspettando la Cassazione*, in *Giur. It.*, 2008, n. 8-9., pp. 1964-1968; cfr. TUCCI, *Tribunale versus Corte d'Appello: le combat continue*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, n. 5, 2008, p. 635.

⁴⁹ In buona sostanza, nella sentenza in esame si puntualizza che: la disciplina dell'Opa obbligatoria è, innanzi tutto, disciplina di un procedimento rispetto al quale la conclusione del contratto di compravendita costituisce soltanto un esito eventuale; 'l'oggetto della prestazione dovuta è l'"offerta', intesa quale predisposizione di un contesto informativo volto a consentire agli azionisti di cogliere, se lo vogliono, un'opportunità di disinvestimento'; gli investitori 'non fanno valere il 'diritto a vendere' comunque le loro azioni, ma il diritto ad ottenere ristoro del danno consistente nella diminuzione patrimoniale rappresentata dalla perdita di un'occasione di disinvestimento'

stante il prevalente riconoscimento della risarcibilità del solo “interesse negativo” in materia di responsabilità precontrattuale.

La tesi della responsabilità precontrattuale è stata criticata rilevando come l'ipotesi disciplinata dagli artt. 1337 e 1338 c.c. presupponga la volontaria instaurazione di una trattativa fra le parti cui segua l'effettivo svolgimento della stessa in vista del futuro contratto ai sensi dell'art. 1337 c.c. o la conclusione di un negozio invalido del quale una delle parti conosceva la causa di invalidità ex art. 1338 c.c. Sostanzialmente, in entrambe le fattispecie rileva un comportamento scorretto tra soggetti che si relazionano, in vista della conclusione di un contratto, nell'esercizio della propria autonomia privata.

Di contro, il procedimento d'Opa è imposto dalla legislazione di settore al verificarsi delle condizioni di cui agli artt. 105 ss, t.u.f.⁵⁰

Per completezza, si deve evidenziare che il riferimento ad una responsabilità precontrattuale in materia di Opa obbligatoria non è astrattamente ascrivibile esclusivamente all'ipotesi di mancato lancio di Opa obbligatoria, nella ricostruzione operata dal menzionato precedente dalla Corte Milanese, ma anche ad altre due ipotesi.

La prima riguarda un procedimento spontaneamente iniziato e non proseguito senza giustificato motivo, in violazione dell'art. 1337 c.c. La seconda concerne le ipotesi di inesattezze o falsità contenute nel documento d'offerta o in altre comunicazioni.

3.4 Conclusioni

Dall'analisi fin qui svolta si desume come la complessiva disciplina dell'Opa obbligatoria abbia riguardo tanto alla tutela del mercato del controllo societario quanto alla tutela selettiva di una particolare categoria di investitori.

In un'ottica complessiva, si può evidenziare come la tutela delle minoranze sia stata sempre più oggetto di interventi legislativi e pronunce giurisprudenziali.

In ordine al primo profilo, si osserva una sempre maggiore attenzione a livello comunitario circa la puntuale scansione della disciplina del procedimento e l'accentuazione della valenza deterrente dell'apparato sanzionatorio predisposto dalla legislazione di settore.

Come già sottolineato, le recenti modifiche apportate al regolamento emittenti, in attuazione della direttiva n. 2010/73/UE, perseguono l'obiettivo di standardizzazione e semplificazione del procedimento Opa.

In tale contesto, le precisazioni in ordine all'individuazione della nozione di acquisto di concerto, la concreta disciplina delle ipotesi di esenzione, il ruolo ed i poteri dell'Autorità di Vigilanza si propongono di fronteggiare diversi problemi evidenziati dalla prassi operativa antecedente alla direttiva.

Sostanzialmente, si favorisce tanto la gestione ottimale della partecipazione quanto la complessiva valutazione dell'opportunità di disinvestimento. L'aggregazione delle minoranze è incentivata mediante l'individuazione di comportamenti che, di per sé, non implicano il sorgere

⁵⁰ Cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto- rimedi e tutele*, Milano, 2008, p. 80.

di una presunzione di acquisto di concerto. Per altro verso, la completezza dell'informazione, risultante da un'acquisizione dialettica in accordo con la disposizione di cui all'art. 103 t.u.f., in uno con la scansione temporale del procedimento consentono agli oblati di procedere ad una ponderata valutazione relativa al "se" e al "quando" del disinvestimento.

Peraltro, l'inasprimento delle sanzioni civili, amministrative e penali predisposte dal t.u.f., operato dalla l. n. 265 del 2005 e dal d. lgs. n. 229 del 2007 hanno un ruolo di rilievo.

In particolare, l'introduzione della nuova ipotesi di Opa imposta dalla Consob ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 3 t.u.f., in alternativa all'obbligo di alienazione, offre la possibilità di una tutela in forma specifica delle esigenze dei soci-terzi, seppur subordinata alla decisione e supervisione dell'Autorità di settore che ne predetermina le condizioni.

A livello giurisprudenziale, l'effettiva tutela della posizione degli investitori è assicurata da quelle pronunce che riconoscono l'invocabilità degli ordinari rimedi del diritto delle obbligazioni.

Di certo, si attende un auspicabile pronuncia della Corte di Cassazione che chiarifichi i termini della questione. Permane, difatti, il contrasto tra posizione assunta dai giudici di secondo grado che, seppur attraverso iter argomentativi aventi una valenza sistemica radicalmente differenziata, giungono all'effetto pratico dell'esclusione del risarcimento del danno in favore degli investitori e, perlopiù, costante riconoscimento di una responsabilità contrattuale in capo allo scalatore derivante da mancato lancio Opa da parte dei giudici di primo grado. In tale contesto, si deve evidenziare come la recente sentenza della Corte d'Appello di Milano in materia, si inquadri nel solco della pronuncia di pochi mesi prima, caratterizzandosi per una ulteriore valenza restrittiva⁵¹.

In estrema sintesi, si può osservare come la Corte, dopo aver rigettato la richiesta di risarcimento del danno avanzata dagli attori non ravvisando, in concreto, la sussistenza di tutti presupposti necessari per configurare un'ipotesi d'acquisto di concerto, prosegua il proprio iter argomentativo escludendo perfino l'astratta configurabilità di una qualsiasi aspettativa giuridicamente rilevante prima del lancio dell'offerta.

La Corte giunge a tale conclusione facendo nuovamente ricorso all'argomento della "*lex perfecta*" senza l'aggiunta di ulteriori motivazioni.

In buona sostanza, i giudici escludono in radice che prima della presentazione dell'Opa obbligatoria la posizione degli investitori qualificati sia in qualche modo tutelata, tanto nella forma del diritto soggettivo perfetto quanto in quella di un'aspettativa giuridicamente rilevante. Alla luce di quanto sopra esposto, appare condivisibile l'opinione di quella parte della dottrina che auspica un intervento della Cassazione che riconosca esplicitamente l'ammissibilità degli ordinari rimedi di diritto comune⁵².

⁵¹ Il riferimento è alla sentenza della Corte d'Appello di Milano del 20 dicembre 2007. Cfr. DESANA, *Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 1, p. 123.

⁵² Cfr. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di FRANCESCO CAPRIGLIONE, Padova, tomo II; cfr. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto - rimedi e tutele*, Milano, 2008, p. 46.

Per altro verso, in un'ottica che tenga conto di tutti gli interessi tutelati dalla dall'istituto in esame, si osserva come il riconoscimento dell'operatività dei rimedi di natura civilistica garantisca non soltanto il corretto svolgimento della dinamica del rapporto interindividuale scalatore-socio/terzo, ma sia in grado di assicurare, in generale, la fiducia degli investitori⁵³.

⁵³ Cfr; cfr. Cass., Sez. III, 17 Ottobre 2003, n.15538, in *Foro it.*, 2004, I, c 479, con nota di GUIZZI, *Struttura concorrenziale del mercato e tutela dei consumatori. Una relazione ancora da esplorare*; cfr. CASTRONOVO, *antitrust e abuso di responsabilità civile*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 469.

INVESTIMENTI A RISCHIO E RESPONSABILITÀ DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Delia Nicotra

Abstract: Il presente lavoro, dopo aver ripercorso le principali tappe del dibattito sulle conseguenze derivanti dalla violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari finanziari, esamina alcune recenti pronunce in materia di prodotti finanziari strutturati. L'analisi mira ad evidenziare le principali questioni rispetto alle quali il dibattito appare ancora aperto in dottrina ed in giurisprudenza, segnatamente: la nullità del contratto per indeterminatezza dell'oggetto, l'annullabilità del contratto per vizi della volontà, l'equilibrio tra le posizioni soggettive dei contraenti e il giudizio di meritevolezza del contratto. La vessatorietà delle clausole non può essere desunta dal fatto che il contratto non ha generato, per l'investitore, i profitti sperati. L'esistenza o meno di uno squilibrio tra le prestazioni delle parti non va rinvenuta nel buono o cattivo esito dell'investimento, bensì nell'eventuale presenza di clausole che rendono particolarmente gravosa la posizione del cliente a fronte di un vantaggio ingiustificato dell'intermediario finanziario. Gli intermediari finanziari, infatti, devono garantire non già un investimento "sicuro", bensì solo un investimento "consapevole".

Abstract: This paper reviews the main stages of the debate concerning the violation of conduct of business rules by financial intermediaries. It then analyzes some recent decisions concerning structured financial products, with the purpose of highlighting the main issues in the current doctrinal debate and case law: the nullity of the contract resulting from a vague description of its objective, its rescission as a result misrepresentation, its fairness with regard to the interests of the targeted investors.

From this analysis, we conclude that the vexatious nature of certain clauses does not result from an investment's unrealized gains, but rather from the unlevel bargaining position of both contracting parties. Financial intermediaries should guarantee investors information that is clear and not misleading, regardless of investment's final performance.

Parole chiave: violazione delle regole di condotta, rimedi a favore dell'investitore, responsabilità precontrattuale, BTP del Salento, My way, 4you, nullità del contratto, annullabilità per vizi della volontà, equilibrio contrattuale.

Sommario: 1. Introduzione - 2. Gli obblighi di condotta degli intermediari finanziari - 2.1. Evoluzione del quadro normativo - 2.1.1. Gli obblighi previsti dall'art. 21 del d.lgs. 58/98 e

le novità introdotte dal regolamento Consob 16190/07 - 3. Le conseguenze della violazione degli obblighi informativi gravanti sugli intermediari finanziari: il problema dell'individuazione dei rimedi a favore dell'investitore - 3.1. Carattere imperativo della normativa di settore e nullità virtuale del contratto - 3.2. (*Segue*): le critiche rivolte alla tesi della nullità virtuale - 3.3. La responsabilità precontrattuale o contrattuale dell'intermediario - 3.3.1 Profili probatori - 4. Controversie relative a prodotti strutturati - 4.1. Le operazioni "BTP del Salento" - 4.2. I prodotti finanziari "My way" e "4you" - 4.3. Il quadro giurisprudenziale - 4.3.1. Violazione degli obblighi informativi - 4.3.2. Annullabilità per vizi della volontà - 4.3.3. Equilibrio delle posizioni delle parti e giudizio di meritevolezza del contratto - 5. Considerazioni finali.

1. Introduzione

La tematica della responsabilità degli intermediari finanziari nei confronti degli investitori ha acquisito nel tempo importanza crescente, anche alla luce delle vicende finanziarie che hanno caratterizzato l'ultimo decennio.

I noti casi di insolvenza (quali, ad esempio, il mancato rimborso dei *bonds* argentini e il *crack* delle imprese Parmalat e Cirio), così come l'offerta su ampia scala di prodotti finanziari particolarmente complessi (come, ad esempio, i prodotti *My Way* e *4You*) hanno infatti contribuito in misura determinante all'aumento del contenzioso sul c.d. "risparmio tradito".

La dottrina e la giurisprudenza si sono dovute confrontare con uno scenario articolato, tanto sul piano dei servizi e delle attività di investimento, quanto su quello dei soggetti abilitati alla prestazione di siffatte attività. Il settore dell'intermediazione finanziaria, infatti, è stato caratterizzato nel tempo da trasformazioni strutturali e funzionali di vasta portata, che si sono manifestate mediante un ampliamento del volume d'affari dei singoli mercati, ma anche e soprattutto con la progressiva globalizzazione delle attività di investimento. Nel delineato contesto, i continui innesti di disposizioni, di fonte primaria e secondaria, hanno consentito da un lato un costante adattamento del sistema normativo alle mutevoli esigenze scaturenti dal mercato, dall'altro hanno posto delicati problemi interpretativi.

Al fine di individuare gli strumenti a tutela degli investitori, assume centrale rilevanza l'analisi degli obblighi di condotta posti dalla normativa primaria e secondaria a carico degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento. Nella presente trattazione, si procederà, pertanto, ad una breve disamina del quadro normativo di riferimento, in una prospettiva necessariamente diacronica, posto che in materia è intervenuta nel tempo una stratificazione di diversi regimi normativi: dapprima ha trovato applicazione, infatti, la l. n. 1/1991, in seguito il decreto Eurosim - d. lgs. n. 415/1996 - ed, infine, il testo unico in materia di intermediazione finanziaria- d. lgs. n. 58/1998 e i relativi regolamenti attuativi.

Non si potranno trascurare, inoltre, le innovazioni intervenute negli ultimi anni per effetto del d. lgs. 19 settembre 2007, n. 164, con cui è stata recepita la normativa di matrice europea c.d. MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*).

Tra le tante questioni poste all'interprete dalla normativa di settore, una è parsa agitare in particolare il dibattito, anche in ragione del contrasto che sulla sua soluzione si è aperto

nella giurisprudenza di merito: l'individuazione, in assenza di riferimenti normativi, delle conseguenze alla violazione degli obblighi gravanti sugli intermediari finanziari.

Dopo aver ripercorso le varie opinioni formatesi su tale tematica, si evidenzierà come il dibattito abbia negli ultimi anni acquisito un naturale punto di riferimento nelle pronunce della Cassazione a Sezioni Unite del 2007 (sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007).

La giurisprudenza in materia di responsabilità degli intermediari finanziari presenta ancora, tuttavia, un vasto spettro di questioni intorno alle quali non si sono ancora formate interpretazioni condivise. Nel corso del presente lavoro ne saranno indicate alcune in ordine, in particolare: alla ripartizione dell'onere della prova tra investitore ed intermediario; all'operatività, in determinate ipotesi, di una presunzione di sussistenza del nesso causale tra la condotta e il danno; all'annullabilità del contratto per vizi della volontà; alla verifica della meritevolezza *ex art. 1322 c.c.* dei contratti atipici, ed, infine, alla eventuale nullità derivante da uno squilibrio delle posizioni contrattuali delle parti.

In tale contesto, sarà quindi utile esaminare i principali orientamenti emersi nelle pronunce di merito successive alle sentenze delle Sezioni Unite del 2007, focalizzando l'attenzione, in particolare, sul contenzioso instauratosi sui piani finanziari *My Way* e *4 You*. Invero, l'analisi delle più recenti pronunce di merito su tali prodotti strutturati si presenta di notevole interesse, poichè consente di enucleare principi suscettibili di essere applicati anche a casi diversi rispetto a quelli finora esaminati dalla giurisprudenza e di comprendere, pertanto, quali sono le linee evolutive che si stanno delineando in materia di responsabilità degli intermediari finanziari.

2. Gli obblighi degli intermediari finanziari

L'aumento del contenzioso relativo alle negoziazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari induce a soffermare l'attenzione, prioritariamente, sulle norme comportamentali imposte agli intermediari finanziari. Sulla interpretazione di tali norme, infatti, verte la maggior parte delle pronunce giurisprudenziali che si sono occupate del c.d. "risparmio tradito"¹; si tratta, inoltre, di uno dei profili su cui più hanno inciso le recenti innovazioni normative di matrice comunitaria.

La *ratio* sottesa alla previsione legislativa di specifici obblighi di condotta risiede nella sussistenza di una significativa asimmetria informativa nei rapporti tra l'intermediario ed il cliente, determinata da una sostanziale disegualianza tra il livello conoscitivo dell'intermediario che offre determinati servizi e quello del cliente che li richiede.

Si è reso necessario, pertanto, un intervento normativo volto a riequilibrare le posizioni delle parti negoziali, ponendo a carico dell'intermediario, precisi obblighi informativi sia attivi (informazioni da dare al cliente) che passivi (informazioni da ricevere dal cliente, con riguardo,

¹ Cfr. Tale considerazione emerge nell'analisi di GOBBO-SALODINI, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 6; VOIELLO-CALCHERA-CARASCON, *Repertorio di giurisprudenza*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari finanziari*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 105 ss; cfr. INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 233 ss. (Massimario curato da Benassi); ed inoltre cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.

in particolare, alla sua esperienza in materia di investimenti finanziari, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento, alla sua propensione al rischio).

La previsione di obblighi di condotta persegue una duplice finalità: favorire la consapevolezza dell'investitore in ordine alle sue scelte di investimento e salvaguardare la stabilità ed integrità dei mercati. Un'informazione incompleta, infatti, favorisce condotte scorrette, che determinano scambi inefficienti e disincentivano le iniziative dei risparmiatori. Pertanto, assume particolare rilievo il corretto adempimento da parte degli intermediari finanziari degli obblighi informativi loro imposti, cui si aggiungono taluni specifici obblighi inerenti la prestazione di determinati servizi di investimento, quali ad esempio quelli relativi alla valutazione di adeguatezza dell'investimento proposto.

2.1 Evoluzione del quadro normativo

Le prime norme sulle regole di condotta degli intermediari finanziari si rinvengono nella legge 2 gennaio 1991, n. 1 (di seguito legge Sim), all'art. 6, rubricato "*Principi generali e regole di comportamento*", in base al quale gli investitori devono comportarsi con "*diligenza, correttezza e professionalità*" (art. 6, comma 1, lett. a legge Sim)².

In tale contesto normativo, la tutela dell'investitore si incentrava sulla standardizzazione di regole comportamentali, basate sulla previsione di oneri informativi, i quali potevano scindersi nelle categorie del "dovere di informare" il cliente e nel "dovere di informarsi" sul cliente.

Sulla disciplina nazionale incise la direttiva 93/22/CEE (direttiva *Investment Services Directive*, di seguito direttiva Isd), relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. La direttiva Isd fissava le norme di comportamento funzionali alla stabilità e al buon funzionamento del sistema finanziario, nonché alla protezione degli investitori (3° e 41° considerando), tenendo conto delle varie esigenze di tutela degli investitori e del loro livello di esperienza professionale (32° considerando). L'art. 11 della direttiva Isd dettava taluni principi cardine in materia di obblighi informativi degli intermediari finanziari, che si sostanziavano nel dovere di agire in modo "leale ed equo", con "la competenza, l'impegno e la diligenza necessari", "nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato".

Il recepimento di tale direttiva, avvenuto con il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ("decreto Eurosim"), ha costituito anche l'occasione per l'avvio di un faticoso processo di riordino dell'intera disciplina finanziaria. Difatti, già dal confronto tra l'art. 6, comma 1, lett. a) della legge Sim e l'art. 17, comma 1, lett. a) del decreto Eurosim³, emerge da un lato un ampliamento

² In particolare, nell'art. 6, comma 1, lett. a) della legge Sim, il legislatore ha proceduto ad elencare gli specifici obblighi a carico degli intermediari finanziari, disponendo che: "nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare: a) devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente".

³ L'art. 17 del decreto Eurosim, rubricato "Criteri generali", dispone infatti che: "1. Nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese d'investimento e le banche devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai

delle finalità di tutela (estesa non soltanto ai risparmiatori ma anche all'integrità del mercato), dall'altro il riferimento alla "trasparenza", che viene così a costituire con la "diligenza" e la "correttezza", l'insieme dei canoni di comportamento dell'attività dell'intermediario.

Alla legge del 1991 ha fatto seguito un completo riordino della disciplina dei mercati finanziari, avvenuto con il d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (c.d. Testo unico della finanza, di seguito t.u.f.). Quanto alle regole di comportamento gravanti sugli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento, la norma di riferimento è oggi contenuta nell'art. 21 t.u.f., cui si aggiungono numerose disposizioni di dettaglio previste negli artt. 26 ss. del reg. Consob, 1 luglio 1998, n. 11522 (di seguito vecchio reg. intermediari), emanato in attuazione dell'art. 6, comma 2 t.u.f.

In tale contesto, vale la pena ricordare che l'art. 31 del vecchio reg. intermediari introduceva un profilo di differenziazione della disciplina in base alla tipologia della clientela. Ed invero, tale norma disponeva la disapplicazione pressoché totale delle regole di condotta, anche inerenti il conflitto di interessi, ai c.d. "operatori qualificati", ad eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo delle parti. Poiché, tuttavia, il parametro di riferimento per l'individuazione della nozione di "operatore qualificato" consisteva, per le persone giuridiche, in una dichiarazione scritta del legale rappresentante in ordine al possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari e, per le persone fisiche, nel possesso di determinati requisiti di professionalità, il sistema delineato dalla normativa in esame rischiava di fondarsi esclusivamente su "autodichiarazioni" dalle quali dipendeva l'appartenenza, o meno, alla categoria di operatore qualificato.

Inoltre, dal combinato disposto di cui agli artt. 28, comma 1 e 29, comma 3 del vecchio reg. intermediari, sembrava evincersi che l'intermediario – nei casi in cui il cliente fosse stato reticente nel fornire informazioni o nel caso in cui le operazioni fossero risultate palesemente inadeguate – non fosse responsabile nell'ipotesi in cui avesse acquisito il "consenso informato" dell'investitore. Ed invero, come si avrà modo di approfondire nel prosieguo del lavoro, tale profilo si è posto alla base di numerose pronunce giurisprudenziali favorevoli all'investitore.

Le regole di condotta degli intermediari finanziari sono state, da ultimo, oggetto di una profonda revisione per effetto della normativa MiFID⁴, attuata in Italia con il d. lgs. 19 settembre 2007 n. 164. Alla luce delle novità introdotte dalla disciplina di origine comunitaria è stato riscritto parzialmente il t.u.f. ed è stato emanato il reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190 (di seguito reg. intermediari). Dalla normativa MiFID, e dai testi normativi che ne hanno dato attuazione, la dottrina ha tratto la sussistenza di quattro regole principali di condotta a carico

clienti trasparenza ed equo trattamento; d) disporre di risorse e di procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati. 2. Nello svolgimento dei servizi, le imprese di investimento e le banche possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente".

⁴ La disciplina comunitaria prevedeva tre livelli di armonizzazione. In particolare, la disciplina fissa nella direttiva 2004/39/CE (c.d. 1° livello) i principi generali della regolamentazione; tali principi generali sono poi specificati dalle misure di esecuzione (c.d. 2° livello), elaborate dalla Commissione europea con il reg. n. 1287/2006 e con la direttiva 2006/73/CE. Il 3° livello di armonizzazione, c.d. livello di *supervisory convergence*, è affidato, infine, ad appositi organi tecnici che coordinano le consultazioni con gli operatori dei mercati finanziari.

degli intermediari:

- a. *know your customer rule*, la quale esige un “flusso di informazioni inverso” dal cliente all’intermediario, affinché quest’ultimo possa conoscere la situazione patrimoniale del risparmiatore e la sua propensione al rischio, scegliendo di conseguenza il prodotto più adeguato;
- b. *suitability rule*, in virtù della quale l’intermediario ha l’obbligo di accertare se il prodotto finanziario richiestogli dal cliente sia effettivamente conveniente rispetto alla sua situazione patrimoniale;
- c. *best execution rule*, in virtù della quale l’intermediario è tenuto ad attivarsi per fornire al cliente il miglior prodotto finanziario possibile;
- d. *antichurning rule*, in virtù della quale l’intermediario deve astenersi dal compiere operazioni per conto del cliente che, se eseguite in modo seriale e ripetitivo, finiscono per esporre il risparmiatore a particolari rischi⁵.

2.1.1 Gli obblighi previsti dall’art. 21 del d. lgs. 58/98 e le novità introdotte dal regolamento Consob 16190/07

Gli obblighi di condotta imposti dalla normativa primaria e secondaria in capo ai soggetti abilitati all’intermediazione nei servizi di investimento sono numerosi e rappresentano uno degli aspetti centrali della negoziazione degli strumenti finanziari. Il legislatore, infatti, ha attribuito agli obblighi informativi un ruolo di assoluta preminenza, essendo gli stessi finalizzati a ridurre la situazione di asimmetria informativa che, non di rado, caratterizza i rapporti tra l’intermediario finanziario e l’investitore.

In linea generale, occorre premettere che l’elemento rischio è certamente connaturale al mercato finanziario. Per tale motivo, gli intermediari non assumono nei confronti dei risparmiatori un’obbligazione avente ad oggetto i risultati economici promessi dai titoli intermediati, bensì sono tenuti a prestare una corretta informazione nei confronti dell’investitore circa la natura dei titoli acquistati e la solvibilità dell’emittente. L’intermediario, infatti, deve potere assicurare non un investimento “sicuro”, bensì un investimento “consapevole”.

Proprio su tali obblighi informativi appaiono costruite le regole principali in tema di obblighi comportamentali degli intermediari finanziari di cui all’art. 21 t.u.f., che detta gli *standard* di comportamento che gli intermediari sono tenuti ad osservare nei rapporti con il cliente. Il legislatore ha previsto, in particolare, che “nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati” (art. 21, comma 1, lett. a t.u.f.).

Il criterio della diligenza è da intendersi nell’accezione di diligenza professionale *ex art. 1176*,

⁵ Sul punto si v. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Lener e Gabrielli, I, Torino, 2011, p. 239 ss; cfr. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, *ibidem*, p. 90 ss.

comma 2 c.c., ai sensi del quale “nell’adempimento delle obbligazioni inerenti all’esercizio di un’attività professionale la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell’attività esercitata” e, dunque, secondo i principi del sistema dell’intermediazione finanziaria.

La previsione del dovere di correttezza impone all’intermediario finanziario di comportarsi secondo il canone di buona fede. È appena il caso di precisare che si tratta di obblighi a contenuto più stringente rispetto a quelli generici, di correttezza ed informazione stabiliti dagli artt. 1337 e 1375 c.c.; per cui l’art. 21 t.u.f. evidenzia un regime di più intensa tutela per gli investitori rispetto a quella discendente dalle regole generali di correttezza stabilite dal codice civile. Il criterio della trasparenza, infine, impone all’intermediario di fornire un’informazione quanto più possibile completa ed adeguata, al fine di ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano i rapporti con il cliente⁶.

L’art. 21, comma 1 t.u.f., inoltre, prescrive che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono “acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati [lett.b)], utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti [lett.c)], disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [lett.d)]”. Occorre precisare che i doveri di comportamento enunciati devono essere osservati durante tutto il rapporto con il cliente: tali regole, infatti, operano in sede di trattativa precontrattuale, di conclusione del contratto e di esecuzione delle obbligazioni. Gli obblighi di informazione, pertanto, non si esauriscono nella fase precontrattuale, ma proseguono durante tutto lo svolgimento del rapporto tra intermediario e cliente⁷.

Tra le innovazioni introdotte dalla MiFID assume un ruolo di primo piano la gradazione dei doveri degli intermediari in ragione del servizio prestato e della natura del cliente. A tal proposito, nel reg. Consob n. 16190/07 (reg. intermediari) si è tracciata una netta distinzione tra la figura dell’intermediario consulente, che accompagna l’investitore nelle scelte finanziarie, e quella del mero “esecutore materiale” di un progetto di investimento noto al cliente prima e a prescindere dal contatto con l’intermediario.

Soltanto nel primo caso (*id est* nell’ambito di una consulenza in materia di investimenti o di una gestione di portafogli) l’intermediario è tenuto ad osservare le stringenti previsioni normative previste dall’art. 39 reg. intermediari e deve effettuare la valutazione di adeguatezza dell’investimento di cui all’art. 40 reg. intermediari. L’intermediario, infatti, dovrà in tale ipotesi

⁶ In tema di trasparenza, v. Trib. Vercelli, 30 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*. I giudici di merito hanno affermato, in particolare, che “il dovere dell’intermediario di agire con trasparenza si specifica anche attraverso la qualità del documento contrattuale che deve essere idoneo a porre l’utente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole e, quindi, assumere una scelta negoziale responsabile. I contratti sottoposti agli investitori per la sottoscrizione devono quindi essere redatti con chiarezza al fine di consentire una precisa ed immediata rilevazione della portata economica dell’operazione.”, pertanto, nel caso di specie, hanno affermato che “costituisce violazione delle norme di correttezza e di trasparenza di cui all’art. 21 del T.U.F., la presentazione e la pubblicizzazione di un prodotto finanziario con modalità tali da indurre in errore gli utenti in ordine alle effettive caratteristiche del prodotto offerto”.

⁷ Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, tomo II, p. 822 ss. Per ulteriori approfondimenti, si v. anche *Controversie in materia bancaria e finanziaria: profili definitivi*, Padova, 2007, nonché *L’inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 2010, p. 208 ss.

raccomandare ed eseguire esclusivamente operazioni adeguate, vale a dire corrispondenti agli obiettivi di investimento del cliente, finanziariamente sopportabili dallo stesso e suscettibili di essere comprese dal medesimo investitore nelle relative implicazioni di rischio (artt. 39 e 40 reg. intermediari).

Per ciò che concerne i servizi di investimento diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione dei portafogli, invece, gli oneri sono minori, essendo l'intermediario finanziario tenuto a formulare solo un giudizio sull'appropriatezza dell'investimento (artt. 41 e 42 reg. intermediari). Gli intermediari, infatti, sono tenuti a verificare solo che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento comportano (tenuto conto delle informazioni raccolte dall'investitore circa la sua pregressa operatività finanziaria e qualificazione culturale e professionale). Nel caso in cui rilevi l'insussistenza di detto presupposto, l'intermediario è tenuto a segnalare al cliente il giudizio di non appropriatezza, dal quale (a differenza di ciò che accade in caso di inadeguatezza) non discende alcun esplicito obbligo di astensione dalla prestazione del servizio richiesto⁸.

Pertanto, gli artt. 39 ss. reg. intermediari hanno introdotto un "doppio binario", mediante la previsione di un giudizio di adeguatezza per le attività di consulenza in materia di investimenti e alla gestione di portafoglio, e di un giudizio di appropriatezza con riguardo agli altri servizi⁹. Il differente dosaggio di tutela risulta apprezzabile, in quanto i differenti statuti normativi applicabili consentono di pervenire ad un punto di equilibrio tra l'esigenza di assicurare una certa flessibilità nel funzionamento del mercato e quella di garantire una protezione idonea in funzione della tipologia di clientela e delle specifiche richieste dell'investitore¹⁰.

La disciplina si presenta innovativa rispetto al sistema normativo previgente anche sotto il profilo dell'obbligo di astensione dell'intermediario dal prestare il servizio qualora non disponga delle informazioni necessarie ad effettuare la valutazione di adeguatezza. Nella normativa *pre-MiFID*¹¹, l'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie necessarie per

⁸ Cfr. PURPURA, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un moderno approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post MiFID*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 609 ss.

⁹ Cfr. GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le Sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, p. 295.

¹⁰ Cfr. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 265 ss.; HOUBEN, *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca borsa titoli cred.*, 2010, II, p. 165 ss. In senso critico, cfr. PURPURA, *op. cit.*, p. 609 ss., ove si afferma che "la lettura delle regole di adeguatezza e di appropriatezza appena riportata e la decisa svalutazione dell'onere informativo che essa comporta suscita, in verità, alcune riserve. Essa sembra, in particolare, determinare un certo grado di contraddizione all'interno del quadro regolamentare vigente e del connesso sistema di tutela degli investitori".

¹¹ Disponeva, infatti, l'art. 28, comma 1, lett. a) del vecchio regolamento intermediari che "prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore".

L'art. 39, comma 6 del regolamento intermediari attualmente vigente dispone, invece, che "Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi".

effettuare la valutazione di adeguatezza non impediva all'intermediario di dar corso ad operazioni inadeguate rispetto al profilo del cliente nel caso in cui costui avesse prestato un "consenso informato", *id est* un consenso preceduto da un'informativa sulle circostanze e sulle ragioni per le quali non era opportuno procedere all'operazione¹². Con la nuova normativa, invece, sono stati fissati parametri più rigorosi negli artt. 39 e 40 reg. intermediari, alla luce dei quali il consenso scritto del cliente non è più sufficiente a superare l'eventuale inadeguatezza delle operazioni¹³.

Con il recepimento della MiFID, inoltre, gli obblighi comportamentali degli intermediari sono stati declinati in senso soggettivo, suddividendo gli investitori in tre categorie, alle quali corrispondono differenti livelli di tutela: clienti professionali, clienti al dettaglio (art. 26, comma 1, lett. *d* ed *e*, reg. intermediari; all. 3, reg. intermediari) e controparti qualificate (art. 6, comma 2-*quater*, lett. *d* t.u.f.). Al riguardo, occorre evidenziare che l'informazione dovuta varia in ragione della categoria di appartenenza del cliente (cfr. art. 31 reg. intermediari), sicché il grado di approfondimento di tale informazione sarà direttamente proporzionale al livello di conoscenze del mercato di capitali dell'investitore¹⁴. Pertanto, per un soggetto privo di qualunque conoscenza finanziaria si riterrà sufficiente una descrizione dei rischi connessi allo strumento e l'indicazione basilare per cui ad un rendimento più elevato corrisponde un rischio parimenti superiore; al contrario, nei confronti di una controparte più esperta, l'intermediario finanziario dovrà calibrare diversamente gli obblighi informativi, analizzando elementi più specifici degli strumenti in questione¹⁵.

Nel previgente reg. intermediari, la qualità di "operatore qualificato" esonerava l'intermediario dall'osservanza di alcune regole di condotta, quali, ad esempio, quelle relative alla segnalazione dell'eventuale conflitto di interessi¹⁶.

Il nuovo impianto disciplinare sembra non consentire il ricorso alle "autodichiarazioni" che caratterizzavano la normativa *pre*-MiFID e dalle quali si faceva dipendere l'appartenenza del

¹² Cfr. LUCANTONI, *op. cit.*, p. 265.

¹³ Le informazioni che i clienti devono fornire, *ex art.* 39 reg. intermediari, affinché l'intermediario possa valutare l'adeguatezza dell'operazione sono relative alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio; situazione finanziaria; obiettivi di investimento.

¹⁴ In particolare, per le controparti qualificate vengono disapplicate pressoché tutte le regole di condotta ad eccezione della disciplina sul conflitto di interessi; nei confronti dei clienti professionali, invece, tali regole vengono disapplicate solo in parte; la protezione è, infine, massima per i clienti al dettaglio.

¹⁵ Cfr. LUCANTONI, *op. cit.*, p. 260 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 205 ss.

¹⁶ Difatti l'art. 31 reg. 11522/98 prevedeva che "a eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché 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".

cliente alla categoria di “operatore qualificato”. Tali dichiarazioni autoreferenziali avevano ingenerato numerosi problemi applicativi ed incertezze in ordine alle conseguenze connesse alla mancata veridicità delle dichiarazioni rese dal cliente. Sul punto la giurisprudenza si mostrava divisa: ad un indirizzo minoritario¹⁷ – per il quale la sola dichiarazione non era di per sé sufficiente, dovendo trovare supporto in ulteriori elementi di carattere oggettivo che l’intermediario era tenuto a verificare – si era contrapposto l’indirizzo della giurisprudenza maggioritaria¹⁸, confermato recentemente anche dalla Suprema Corte¹⁹, che ha riaffermato il principio per il quale, la semplice dichiarazione in questione, pur non costituendo dichiarazione confessoria in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non alla affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo, esonera l’intermediario dalle verifiche sul punto.

Tale dichiarazione, in difetto di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata e di ulteriori riscontri, può costituire argomento di prova che il giudice - nell’esercizio del discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti - può porre a fondamento della propria decisione anche come unica fonte di prova per quanto riguarda la sussistenza in capo all’investitore della sua natura di operatore qualificato e la diligenza prestata dall’intermediario²⁰.

3. Le conseguenze della violazione degli obblighi informativi gravanti sugli intermediari finanziari: il problema dell’individuazione dei rimedi a disposizione dell’investitore

Ricostruito sinteticamente il quadro normativo di riferimento, occorre affrontare la questione dell’individuazione delle conseguenze riconducibili alla violazione dei doveri informativi imposti ai soggetti professionali.

A fronte di numerose disposizioni che impongono specifici obblighi di informazione agli intermediari finanziari si riscontra, infatti, una lacuna normativa con riferimento alle conseguenze della loro violazione, che determina un problema interpretativo di difficile soluzione e di grande rilievo teorico. La dottrina e la giurisprudenza hanno dovuto, infatti, chiarire se la violazione degli obblighi informativi in esame determina la nullità o l’annullabilità

¹⁷ Cfr. App. Trento, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino, 18 settembre 2007, *ibidem*; Trib. Catania, 18 febbraio 2009, *ibidem*.

¹⁸ Cfr. Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 15 ottobre 2008, *ibidem*; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Corr. giur.*, 2008, p. 1747 ss., con nota di BRUNO.

¹⁹ Cfr. Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Rivista trim. dir. econ.*, 2009, 3, II, p. 115 ss. con nota di BRESCIA MORRA, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*.

²⁰ Cfr. GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento; forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, in *Corr. giur.*, 2011, p. 45; cfr. SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in *Danno e resp.*, 2009, p. 1068 ss.; cfr. GUADAGNO, *op. cit.*, p. 294.

del contratto, oppure se è fonte di responsabilità contrattuale o precontrattuale per il soggetto professionale.

Per sciogliere tale nodo interpretativo, gli interpreti si sono necessariamente confrontati con la questione della persistente vigenza nel nostro ordinamento del principio di non interferenza tra regole di comportamento e regole di validità, messo in crisi da un orientamento giurisprudenziale che, in più occasioni, ha fatto derivare dalla violazione delle regole di condotta la nullità del contratto di acquisto di strumenti finanziari, sotto forma di “nullità virtuale” ex art. 1418, comma 1, c.c. Si procederà, pertanto, ad una breve analisi degli orientamenti giurisprudenziali e dottrinali emersi in materia, per giungere infine all’esame delle soluzioni delineate nella nota pronuncia delle Sezioni Unite n. 26724 e 26725 del 2007²¹.

3.1 Carattere imperativo della normativa di settore e nullità virtuale del contratto

L’inosservanza degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari è stata sovente invocata quale causa di nullità del contratto di investimento per violazione di norme imperative ai sensi dell’art. 1418, comma 1 c.c. Le norme del t.u.f. e del reg. intermediari sono poste a presidio non solo dell’investitore, ma anche dell’integrità del mercato, ragione per cui certamente sono classificabili come imperative, essendo per comune interpretazione considerate tali le norme che pongono limiti al contenuto dell’atto privato per motivi di interesse generale, tra i quali si colloca l’interesse alla salvaguardia del risparmio, tutelato dall’art. 47 Cost.

Nelle pronunce che hanno aderito a siffatta impostazione²² si sostiene, in particolare, che le prescrizioni contenute negli artt. 21 t.u.f. e 28 e 29 del vecchio reg. intermediari (applicabile *ratione temporis* alle controversie decise) sono poste a presidio di interessi che superano la sfera soggettiva del contraente, in quanto finalizzate anche a tutelare l’integrità del mercato finanziario²³.

²¹ Si fa riferimento alle note pronunce rese dalla Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Foro it*, 2008, I, p. 784, con nota di SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell’intermediario finanziario e le sezioni unite*. Su tali pronunce v. anche ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza “Rordorf”*, in *Danno e resp.*, 2008, p. 536; MARICONDA, *L’insegnamento delle sezioni unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 230; COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, p. 353; CAPRIGLIONE, *La tutela dell’investitore nell’orientamento della Corte di cassazione*, in *Mondo banc.*, 2008, n. 4, p. 37; NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008, I, p. 1189; CALISAI, *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari. Il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle sezioni unite della Corte di cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, p. 155; SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell’intermediazione finanziaria: l’intervento delle sezioni unite*, in *Società*, 2008, p. 449; MAZZINI, *L’ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell’intermediario nella sentenza delle sezioni unite*, in *Dir. banc.*, 2008, I, 703; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell’intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. fallim.*, 2008, II, p. 1; BOVE, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle sezioni unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, p. 143; RUSSO, *Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento*, in *Dir. e giur.*, 2008, p. 407; 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 impr.*, 2008, p. 936. V. anche GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, p. 81.

²² *Ex multis* Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 16 febbraio 2006, *ibidem*; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, *ibidem*; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 2096, con nota di AMBROSOLI; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 440 ss., con nota di MAFFEIS.

²³ Aderiscono alla tesi della nullità, *ex pluribus*, SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, p. 58; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari “inadeguati” al profilo del*

La coesistenza di interessi privatistici e pubblicistici in tale materia si evince anche da alcuni dati normativi, tra i quali l'art. 5, comma 1 t.u.f., ai sensi del quale “la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario”, e dal successivo art. 21, comma 1, lett. a) che statuisce che i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, “nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”. La natura imperativa delle norme in esame trova, infine, ulteriore conferma nel fatto che i doveri di informazione sono presidiati da sanzioni amministrative (art. 190 t.u.f.); ciò evidenzia inequivocabilmente il carattere imperativo della norma e lascia intendere che gli stessi non sono posti a tutela esclusivamente di interessi privatistici²⁴.

In tale contesto, si richiama, a conforto della tesi della nullità virtuale, la pronuncia della Suprema Corte (sent. n. 3272/2001)²⁵ secondo la quale “in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un’espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell’atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l’art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità”. Tale sentenza conferma la tesi per la quale il contratto di investimento, concluso senza l’osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, in quanto contrario all’esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico.

La scelta del rimedio invalidatorio in termini di nullità presenta, invero, benefici immediati per il soggetto protetto, in quanto la caducazione del contratto determina inevitabilmente l’attivazione del meccanismo restitutorio, in forza del quale l’intermediario sarà tenuto a restituire il capitale investito (ai sensi dell’art. 2033 c.c.), maggiorato degli interessi legali dal giorno del pagamento, senza che il cliente sia tenuto ad assolvere gli oneri probatori connessi invece ai rimedi risarcitori²⁶. Inoltre, aderendo a tale impostazione, non assume rilevanza il rapporto di causalità tra condotta dell’intermediario e danno subito dall’investitore, così come deve escludersi l’esame dell’eventuale concorso di colpa del cliente *ex art.* 1227 c.c.

3.2 (Segue): le critiche rivolte alla tesi della nullità virtuale

Siffatto orientamento, tuttavia, non ha convinto altra parte della giurisprudenza²⁷ ed è stato

risparmiatore, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1028; secondo il quale si tratterebbe di una nullità virtuale di protezione, id est una nullità relativa che può essere fatta valere solo dall’investitore; FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2129; BISOGNI, *Il regolamento Consob sugli intermediari finanziari (Norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti)*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 1999, p. 929.

²⁴ 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 Impr.*, 2008, p. 936 ss.; cfr. INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 146.

²⁵ Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001, 2109; in *Contratti*, 2002, p. 26 ss., con nota di GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*.

²⁶ Sul punto si v. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1018.

²⁷ *Ex pluribus*, Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, c. 1105, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*; in *Danno e resp.*, 2006, p. 30, con nota di ROPPO-AFFERINI,

criticato da numerosi autori²⁸.

Si è osservato, in particolare, che quando il legislatore ha inteso sanzionare l'inosservanza di un obbligo con la nullità del contratto, lo ha fatto espressamente come, ad esempio, nell'art. 23, commi 1 e 2 del t.u.f., nel quale si sanziona l'inosservanza dell'obbligo della forma scritta o il rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente, o di ogni altro onere a suo carico, con una nullità relativa.

A tal proposito, in giurisprudenza si è osservato che “in assenza di una apposita previsione esplicita da parte del legislatore, l'eventuale nullità virtuale qui ricavabile in via ermeneutica non potrebbe che essere assoluta. Se fosse così, tuttavia, resterebbe da chiedersi come possa ritenersi logico un sistema che, per le ipotesi ben più pregnanti e di certo incidenti sulla formazione dell'accordo, quali quelle legate alla trasparenza delle operazioni di intermediazione sottese al vincolo di forma, prevede, in modo esplicito, una nullità per così dire attenuata mentre colpisce, per contro, violazioni inerenti obblighi di condotta con la nullità, non espressamente sancita, assoluta del contratto”²⁹.

Si è osservato, inoltre, che non sempre la violazione di norme imperative comporta la nullità del contratto, atteso che nell'art. 1418, comma 1 c.c. sono fatti espressamente salvi i casi in cui è la stessa legge a prevedere un diverso rimedio a fronte della violazione di un precetto imperativo. Il ricorso al rimedio invalidatorio, inoltre, è criticato anche sotto il profilo di un possibile *vulnus* al principio di certezza del diritto; si è rilevato, infatti, che, “in ossequio al generale ed indefettibile principio di legalità (e, non di meno, di certezza del diritto) non appare lecito il ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità, che costituisce il più severo rimedio civilistico, nei casi di violazione di norme comportamentali generali (di diligenza, correttezza, trasparenza, indipendenza, equità...) che, in quanto prive di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente”³⁰.

Non meno importanti sono poi alcune considerazioni di carattere pratico. L'adesione alla tesi della nullità virtuale, infatti, pur se motivata dall'intenzione di garantire il singolo contraente e l'integrità del mercato, potrebbe condurre ad effetti distorsivi e del tutto contrastanti con le finalità poste alla sua base. Ed invero, vale la pena ricordare che nella declaratoria di nullità è omessa ogni valutazione riguardante l'incidenza della condotta dell'intermediario sull'assetto di interessi sotteso alle singole operazioni d'investimento e che, pertanto, risultano favorite

Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale. In senso conforme, Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Mass. Giust. civ.*, 2004, p. 16 ss., secondo cui la “violazione, da parte della banca, dell'obbligo di fornire preventivamente adeguate informazioni al cliente non è in alcun modo riconducibile ad un'ipotesi di nullità dei contratti”.

²⁸ Cfr. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, p. 1422 ss.; cfr. BATELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006, p. 477; cfr. LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, p. 40; cfr. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1284; cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 627 ss.

²⁹ Cfr. Trib. Messina, 3 marzo 2011, inedita; Trib. Catania 23 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

³⁰ Cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*. La giurisprudenza di merito, più recentemente, ha puntualizzato tali osservazioni rilevando che “...nella specie manca una specifica tipizzazione delle ipotesi di nullità, trattandosi di regole di condotta che non consentono una preventiva analitica tipizzazione normativa diversamente da quanto la forza dirimente del rimedio suggerito sembra invece imporre”, Trib. Messina, 3 marzo 2011, cit.

possibili speculazioni da parte del cliente che, a fronte di investimenti rivelatisi infruttuosi per cause non riconducibili all'operato dell'intermediario, intendesse approfittare del rimedio per privare di effetti una scelta, a monte, incauta³¹.

Alla luce di tali considerazioni, la Suprema Corte (nell'unico caso posto all'attenzione dei giudici di legittimità prima dell'intervento delle Sezioni Unite del 2007)³², pur riconoscendo la natura imperativa delle norme in materia di intermediazione finanziaria, ha ridimensionato il ruolo della nullità virtuale, affermando che la stessa non può essere ricondotta alla violazione di regole di condotta attinenti, come tali, ad elementi "estrinseci" del contratto. La nullità virtuale, infatti, postula che la violazione di norme imperative attenga ad elementi intrinseci alla fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto: per tale motivo si ritiene che la condotta illegittima tenuta dall'intermediario nella fase precontrattuale, ovvero nell'esecuzione del contratto, non determini la nullità contrattuale, e ciò indipendentemente dalla natura delle norme violate.

La declaratoria di nullità, dunque, non appare in ogni caso una strada percorribile. Non è consentito, infatti, ricorrere al rimedio della nullità virtuale, ai sensi dell'art. 1418, comma 1 c.c.; non si rinviene, inoltre, alcuna norma che espressamente commini la nullità e, pertanto, è da escludersi anche l'applicabilità dell'art. 1418, comma 3, c.c. (c.d. nullità testuale), né è possibile ricorrere all'estensione analogica, stante la specificità che connota tali previsioni settoriali. È da escludersi, infine, anche l'applicazione dell'art. 1418, comma 2, c.c. (c.d. nullità strutturale), poiché la violazione dei doveri di comportamento gravanti sull'intermediario non è idonea ad elidere del tutto il consenso dell'investitore, né ad incidere sull'oggetto o sulla causa del contratto in maniera decisiva.

3.3 La responsabilità precontrattuale o contrattuale dell'intermediario

Resta da chiarire, a questo punto, quali rimedi siano esperibili da parte dell'investitore non correttamente informato. Sul punto la Corte di Cassazione, come si è avuto modo di osservare, era già intervenuta con una prima sentenza del 2005³³, sposando la tesi della natura precontrattuale dell'intermediario finanziario e rigettando quella che postulava la nullità virtuale del contratto.

Tuttavia, poiché il contrasto nella giurisprudenza di merito non trovava una propria naturale composizione, la questione, pur in assenza di un vero e proprio contrasto tra le diverse sezioni

³¹ Cfr. Trib. Messina, 3 marzo 2011, cit. Sul tema, più diffusamente, PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 838 ss. L'A. afferma che, a fronte di numerose pronunce mosse dall'esigenza di proteggere a tutti i costi il "risparmio tradito", con evidenti obiettivi di compensazione sociale, sembrano meritevoli di segnalazione talune altre in cui vi è un maggiore equilibrio decisionale, determinato dalla necessità di considerare adeguatamente il fatto che ogni investimento è comunque e sempre, almeno in qualche misura rischioso.

³² Cfr. Cass., 29 maggio 2005, n. 19024, cit.

³³ Cfr. Cass. 29 maggio 2005, n. 19024, cit.

della Suprema Corte, è stata rimessa alle Sezioni Unite che, con le pronunce nn. 26724 e 26725 del 2007³⁴, hanno posto fine al dibattito, confermando la soluzione già prospettata nel 2005³⁵. Muovendo dalla tradizionale distinzione tra norme di comportamento e norme di validità del contratto, e ribadendo quindi che vi è una differenza funzionale e strutturale tra i due piani di regole, le Sezioni Unite hanno affermato che l'inosservanza delle norme comportamentali non può determinare la nullità del contratto³⁶.

L'inosservanza delle regole comportamentali potrà legittimare, tuttavia, il ricorso a misure sanzionatorie differenti: in particolare, qualora le violazioni degli obblighi attengano alla fase antecedente alla stipulazione del c.d. "contratto-quadro"³⁷, sussisterà la responsabilità precontrattuale³⁸ dell'intermediario, mentre nel caso in cui le violazioni degli obblighi siano inerenti alla fase esecutiva³⁹ del rapporto, sussisterà la responsabilità contrattuale⁴⁰ del soggetto professionale, con la conseguente possibilità per l'investitore, qualora sia accertata la gravità

³⁴ Cfr. Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, cit. Alcune voci dottrinali, tuttavia, hanno rimesso in discussione gli approdi delle S.U.: v., ad esempio, GENTILI, *Disinformazione ed invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2008, 393 ss.; *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, n. 3, p. 23 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 403 ss.; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche*, in *Dir. fall.*, 2008, II, p. 1 ss.; DOLMETTA, *La violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2008, p. 80 ss.; GRECO, cit., pp. 85-144.

³⁵ La prevalente giurisprudenza successiva alle sentenze delle Sezioni Unite ha mostrato di allinearsi alla via indicata dalla Suprema Corte. V. Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss. Alcune pronunce, tuttavia, si sono discostate da tale orientamento affermando, in particolare, che la violazione dell'art. 29 vecchio reg. intermediari (in materia di adeguatezza) comporta la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative. V. Trib. Ferrara, 28 gennaio 2010, e Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009, entrambe in *www.ilcaso.it*.

³⁶ Rilevano, infatti, le Sezioni Unite, che "l'assunto secondo il quale, nella moderna legislazione (anche per incidenza della normativa europea), la distinzione tra norme di validità e norme di comportamento starebbe tuttavia sbiadendo e sarebbe in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell'atto non è sufficiente a dimostrare il già avvenuto sradicamento dell'anzidetto principio nel sistema del codice civile".

³⁷ In particolare, quanto alla natura di tale contratto e ai rapporti tra lo stesso e i successivi ordini di acquisto di strumenti finanziari, le sez. un. cit. osservano (al punto 1.2 dei motivi della decisione) che "dal "contratto quadro", cui può darsi il nome di contratto d'intermediazione finanziaria e che per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato, derivano [...] obblighi e diritti reciproci dell'intermediario e del cliente. Le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione".

³⁸ Sul punto si precisa che al riconoscimento in capo all'intermediario della responsabilità precontrattuale non osta la successiva conclusione del contratto. Sul piano del *quantum*, v. Cass. 8 ottobre 2008, n. 24795, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 205 ss., con nota di CONFORTI. La Corte, precisando che il risarcimento derivante dalla violazione della buona fede *in contrabando* non può essere commisurato all'interesse negativo, inteso come interesse a non impegnarsi in una trattativa non destinata a buon fine, ha affermato che "il risarcimento deve essere ragguagliato al minor vantaggio o al maggior aggravio economico determinato dal comportamento tenuto dall'altra parte in violazione dell'obbligo di buona fede".

³⁹ Si legge, infatti, al punto 1.2. dei motivi della decisione, che "gli obblighi di comportamento cui alludono le citate disposizioni dell'art. 6 della legge n. 1 del 1991 (non diversamente, del resto, da quelli previsti dall'art. 21 del più recente d. lgs. n. 58 del 1998), tutti in qualche modo finalizzati al rispetto della clausola generale consistente nel dovere per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, si collocano in parte nella fase che precede la stipulazione del contratto d'intermediazione finanziaria ed in altra parte nella fase esecutiva di esso".

⁴⁰ Cfr. MAGGIOLIO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, p. 496 ss.

dell'inadempimento, di chiedere la risoluzione del contratto *ex art.* 1455 c.c.⁴¹.

Nelle pronunce di merito successive alle statuizioni delle Sezioni Unite sembra essersi consolidato, tuttavia, un orientamento a tutela del “risparmio tradito” volto a concedere il rimedio della risoluzione *ex art.* 1455 c.c. con eccessiva “generosità”, *id est* senza un’adeguata valutazione della non scarsa importanza dell’inadempimento. Parte della dottrina ha osservato che tale indirizzo pare in tal modo perpetuare, sul piano pratico, la logica della nullità virtuale, riproponendo il rischio di distorsioni sui meccanismi di funzionamento del mercato derivanti possibili speculazioni da parte del cliente⁴². Risulta particolarmente avvertita, pertanto, l’esigenza che in sede giudiziaria siano respinte le domande dei risparmiatori avanzate sulla base di una logica di *moral hazard*⁴³.

3.3.1. Profili probatori

La scelta del rimedio invalidatorio o del rimedio risarcitorio reca con sé rilevanti conseguenze con riferimento alle questioni probatorie ed alle modalità di determinazione del ristoro spettante al risparmiatore.

Il rimedio invalidatorio, in particolare, comporta numerose facilitazioni per l’investitore sia sul piano dell’onere della prova che sul piano delle conseguenze patrimoniali. In tale prospettiva, infatti, non assume rilevanza il rapporto di causalità tra condotta dell’intermediario e danno subito dall’investitore e deve escludersi l’esame dell’eventuale concorso di colpa del cliente *ex art.* 1227 c.c.; per effetto della dichiarazione di nullità del contratto, inoltre, l’intermediario sarà tenuto a restituire l’intero capitale investito (maggiorato degli interessi legali dal giorno del pagamento)⁴⁴. Seguendo la via indicata dalle Sezioni Unite, invece, l’investitore dovrà provare di aver subito un danno cagionato dall’inadempimento degli obblighi di condotta gravanti sull’intermediario finanziario: ciò comporta la necessità di analizzare le problematiche concernenti la prova della diligenza dell’intermediario, la prova del nesso causale fra negligenza, evento dannoso e danno subito dall’investitore ed, infine, la prova dell’ammontare del *quantum* risarcibile.

Per quanto riguarda l’allocazione soggettiva degli oneri probatori, l’intermediario è tenuto a dar prova della sua condotta diligente (art. 23, ultimo comma t.u.f.)⁴⁵, mentre l’investitore deve

⁴¹ In virtù dell’orientamento manifestato dal Supremo Collegio, nella giurisprudenza di merito è stata ridimensionata la tesi secondo cui il mancato assolvimento degli obblighi informativi potrebbe mettere capo alla nullità del contratto, mentre si propende per l’utilizzo dei rimedi della risoluzione e del risarcimento del danno. Non tutta la giurisprudenza si è però adeguata alla soluzione offerta dalle Sezioni Unite: v. Trib. Venezia, 27 marzo 2008, in *Nuova giur. civ.*, 2008, I, p. 1276, con nota di MARAGNO, *L’orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*; Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *Corr. merito*, 2010, p. 721 ss., con nota di SANGIOVANNI, *Inadempimento contrattuale e responsabilità nel caso Lehman Brothers*.

⁴² Cfr. INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 140 ss.

⁴³ Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 835.

⁴⁴ Si v. par. 2.1.

⁴⁵ Art. 23, ultimo comma, t.u.f.: “nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”.

dimostrare il danno subito nonché il nesso causale con l'inadempimento dell'intermediario. Si è rilevato, tuttavia, che solo attraverso l'individuazione in concreto dei parametri con i quali si afferma l'assolvimento di questi oneri è possibile precisare quali sono effettivamente le regole operative alle quali è affidata la tutela dell'investitore⁴⁶.

Sul punto la giurisprudenza ha precisato che il corretto assolvimento dei doveri di diligenza dell'intermediario implica che l'informazione fornita (in adempimento ai c.d. obblighi di informazione "attiva") deve essere in grado di far compiere all'investitore una scelta consapevole. Con riferimento agli obblighi dell'intermediario di informarsi, (cc.dd. obblighi di informazione "passiva") si è affermato che nel caso in cui l'investitore si rifiuti di fornire notizie circa la sua esperienza in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento o la sua propensione al rischio, l'intermediario deve presumere una propensione al rischio bassa⁴⁷ e su tale profilo dovrà dimostrare di aver modellato il suo comportamento nello svolgimento dell'attività di intermediazione richiesta (a meno chela cosiddetta "storicità del cliente" non faccia presumere una propensione maggiore al rischio e una correlata maggiore consapevolezza dello stesso rispetto all'investimento compiuto, tale da rendere diligente il comportamento, altrimenti inadempiente, dell'intermediario)⁴⁸.

Per quanto attiene alla prova del nesso causale fra negligenza dell'intermediario e danno patito dall'investitore, ai fini del corretto adempimento di tale onere il cliente potrà avvalersi anche di presunzioni semplici, dimostrando, ad esempio, che ove fosse stato esaurientemente informato egli avrebbe desistito da quello specifico investimento⁴⁹. Se sussiste un obbligo di astensione gravante sull'intermediario, infine, il nesso eziologico si ritiene *in re ipsa*, poiché in tal caso la giurisprudenza presume che l'intermediario abbia sicuramente concorso alla causazione del danno costituito dalla perdita conseguente all'investimento⁵⁰.

L'ultimo profilo attiene alla quantificazione del danno risarcibile. Se per quanto riguarda il danno emergente non si pongono particolari problemi, in quanto esso deve essere commisurato alla perdita parziale o integrale del capitale investito, maggiori difficoltà

⁴⁶ Cfr. CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, n. 6, p. 717 ss.

⁴⁷ V. Trib. Milano, 20 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Monza, 16 dicembre 2004, *ibidem*.

⁴⁸ Vale la pena ricordare, al riguardo, che la c.d. storicità del cliente può essere desunta da altri rapporti (anche di altro genere ed anche se intrattenuti con terzi) e, soprattutto, dalla composizione del portafoglio del risparmiatore.

⁴⁹ V. App. Napoli, 4 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*; App. Torino, 28 luglio 2009, *ibidem*.

⁵⁰ V. Trib. Biella, 17 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*: "L'intermediario che non si astiene dal compiere un'operazione dalla quale avrebbe dovuto necessariamente astenersi - quale, ad esempio, un'operazione in conflitto di interessi senza comunicazione scritta dell'esistenza del conflitto -, ha sicuramente concorso alla causazione del danno costituito dalla perdita conseguente all'investimento"; Trib. Udine, 1 luglio 2011, *ibidem*; "Allorché l'intermediario abbia violato l'obbligo di astensione, come nel caso di conflitto di interessi o di operazioni inadeguate, il nesso di causalità deve ritenersi *in re ipsa*; si deve infatti presumere che, se adeguatamente informato nel rispetto della normativa di "protezione" dettata a sua tutela, l'investitore avrebbe desistito dall'investimento e la violazione dei doveri di diligenza richiesti dalla legge all'intermediario abilitato sposta l'onere di provare il contrario sull'istituto di credito convenuto, che ha colposamente omesso di raccogliere le informazioni necessarie e di considerare la rischiosità dell'operazione, segnalandola alla cliente"; App. Reggio Calabria, 14 dicembre 2009, *ibidem*, "In ipotesi di violazione dell'obbligo di astensione da operazioni inadeguate, la responsabilità dell'intermediario sussiste per il fatto stesso della violazione di tale obbligo, con la conseguente impossibilità di provare la mancanza del nesso di causalità, posto che, ai sensi dell'art. 1222 codice civile, la violazione delle obbligazioni di non fare costituisce di per sé inadempimento".

emergono in sede di determinazione del lucro cessante, in quanto occorre valutare in termini monetari il danno derivante dall'aver perduto la possibilità di investire altrove. Si pone, infatti, il problema di comprendere quale sarebbe stata la scelta alternativa dell'investitore nel caso in cui l'intermediario non si fosse reso inadempiente ai suoi doveri⁵¹.

Se tale determinazione non può essere agevolmente raggiunta (come di sovente accade) il giudice può ricorrere alla valutazione equitativa del danno *ex art.* 1226 c.c.⁵², tenendo conto, in ogni caso, dell'eventuale concorso causale da parte dell'investitore nella determinazione del danno e della possibilità di compensazione con guadagni che il cliente non avrebbe ottenuto con l'investimento compiuto in via alternativa.

⁵¹ V. Trib. Genova, 26 febbraio 2011, in *www.ilcaso.it*, “Per l’ipotesi di obbligazione andata in default, la misura del risarcimento va commisurata alla perdita dell’investimento ed alla conseguente impossibilità di investire: le voci di danno sono rappresentate dal capitale perduto (danno emergente) e dalla mancata ricezione dei frutti percepibili dall’investimento (lucro cessante). Il danno emergente è pari all’importo impiegato per l’acquisto dell’obbligazione, espresso in valori monetari correnti trattandosi di debito di valore. Per l’attualizzazione del capitale occorre procedere alla sua rivalutazione annuale in base agli indici ISTAT a far data dalla conclusione del contratto (se è posto in essere l’illecito da mancata informazione). Quanto al lucro cessante, esso va provato dal creditore ma il giudice può ricorrere a criteri presuntivi ed equitativi. Se il cliente ha un obiettivo di investimento improntato al risultato difensivo del potere di acquisto del capitale, l’ammontare può essere calcolato in misura pari al rendimento annuo della somma investita e non rivalutata ricorrendosi all’interesse medio ponderato annuale riconosciuto sui BOT di durata non superiore a 12 mesi”; V. Trib. Torino 22 dicembre 2010, *ibidem*: “A fronte della violazione da parte dell’Intermediario dell’obbligo di informare “tempestivamente” l’investitore di eventuali “variazioni significative del livello di rischio” degli strumenti finanziari da quest’ultimo acquistati (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.), il danno conseguentemente patito dal cliente si determina sulla base dei seguenti criteri: 1. il danno deve considerarsi attuale e risarcibile a prescindere dalla sottoposizione dell’emittente a procedura concorsuale e dalla permanenza dei titoli nel portafoglio dell’investitore, atteso che l’evenienza di un rimborso deve considerarsi del tutto ipotetica; 2. il quantum del risarcimento va individuato nell’ammontare dell’importo che il cliente, ove puntualmente informato dalla Banca della significativa variazione del livello di rischio degli strumenti finanziari, avrebbe ottenuto vendendoli appena possibile, detratto il vantaggio economico conseguito medio tempore in virtù delle cedole dal medesimo percepite (non potendosi qualificare quest’ultime come frutti civili ai sensi dell’art. 2033 c.c. a fronte di un’obbligazione risarcitoria, ma esclusivamente nel caso di restituzione conseguente alla nullità del contratto quadro di negoziazione); 3. l’obbligo restitutorio dell’intermediario, ancorchè derivante da inadempimento contrattuale, configura un debito di valore diretto a reintegrare completamente il patrimonio del danneggiato ed è pertanto suscettibile di rivalutazione dalla data del default a quella di pronuncia della sentenza; 4. devono essere riconosciuti gli interessi al tasso legale dalla data di pronuncia della sentenza fino al saldo effettivo dell’obbligazione risarcitoria”.

⁵² V. Trib. Verona, 23 dicembre 2008, in *www.ilcaso.it*, “Il danno da mancato guadagno causato dalla violazione dei doveri informativi, ove possa ritenersi provato che l’investitore avrebbe destinato il capitale a più sicuri investimenti in titoli di stato, può essere liquidato, tenuto conto dell’intrinseca aleatorietà degli investimenti in strumenti finanziari, in via equitativa nella misura del 3,5 per cento annuo dal compimento delle operazioni alla pronuncia della sentenza”; v. Trib. Milano, 13 novembre 2008, *ibidem*: “Ai fini della determinazione del danno subito dall’investitore in seguito ad una operazione inadeguata, il danno da lucro cessante può essere determinato da un lato tenendo conto del rendimento degli strumenti nei quali gli investitori erano soliti investire e dall’altro dell’intrinseca aleatorietà dell’investimento in strumenti finanziari. (Nella specie, il danno in questione è stato liquidato nella misura del 3,5% annuo dai singoli addebiti in conto)”.

4. Controversie relative a prodotti strutturati

Si rende a questo punto opportuno esaminare alcuni dei casi che negli ultimi anni si sono posti più frequentemente all'attenzione dei giudici di merito.

L'analisi del contenzioso sui prodotti strutturati appare di notevole interesse, in quanto consente di enucleare affermazioni di principio suscettibili di essere estese anche a casi diversi rispetto a quelli finora esaminati dalla giurisprudenza e di comprendere adeguatamente quali sono le linee evolutive che si stanno delineando in tema di responsabilità degli intermediari finanziari. Ciò premesso, dall'analisi del contenzioso degli ultimi anni in tale materia emerge che la giurisprudenza di merito si è più volte occupata di taluni prodotti strutturati che si caratterizzano per essere costituiti da titoli "sicuri" collegati a strumenti o contratti derivati ed a finanziamenti destinati ad investimenti finanziari.

Il carattere comune di tali prodotti è l'esistenza di una pluralità di operazioni economiche tra loro collegate, realizzate mediante la conclusione di più contratti nei quali, accanto all'acquisto di titoli, viene concesso un finanziamento. Ulteriori aspetti di tali operazioni sono poi la destinazione dei titoli o della loro parte non speculativa a garanzia della restituzione e talvolta la concessione di "opzioni *put*"⁵³ a favore dell'intermediario.

I casi più ricorrenti nella giurisprudenza sono stati quelli relativi ai contratti "My Way", "4you" e ai contratti cc.dd. "BTP del Salento" (tra i quali BTP index; BTP tel; BTP online), che hanno dato origine a noti filoni giurisprudenziali caratterizzati, come sarà messo in luce, da criteri decisionali non sempre uniformi.

4.1 Le operazioni "BTP del Salento"

Le operazioni cc.dd. "BTP del Salento" (tra le quali "BTP-tel", "BTP-index" e "BTP-online", proposte dalla Banca del Salento, divenuta successivamente Banca 121 e di seguito incorporata dalla Banca Monte dei Paschi di Siena) sono caratterizzate dalla coesistenza di due singole operazioni costituenti due diversi contratti di compravendita di strumenti finanziari.

Con il primo, denominato "conferimento di ordine di negoziazione di strumenti finanziari", il cliente acquista un BTP; con il secondo, che consiste in un contratto di vendita di opzioni *put* collegate all'andamento dei corsi su titoli azionari, il cliente vende alla Banca delle opzioni *put*⁵⁴. In particolare, attraverso tali operazioni, la banca acquista per conto del cliente e vende a sé stessa, con opzione *put* a suo favore (ovvero con facoltà di rivendita), una certa quantità di

⁵³ Vale la pena ricordare che le opzioni sono contratti derivati che attribuiscono al compratore il diritto di acquistare o di vendere un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data a un prezzo prefissato. Sono contratti derivati c.d. asimmetrici, in quanto soltanto il venditore è obbligato a soddisfare le volontà del compratore; quest'ultimo, invece, può decidere se esercitare o meno la facoltà implicita nel contratto. Il sottostante può essere un titolo azionario, un indice, una valuta estera (o un tasso di cambio), un contratto *future*, una merce oppure una qualsiasi attività finanziaria o reale. Le opzioni che conferiscono al possessore (*buyer*) la facoltà di acquistare, in data futura, il sottostante vengono denominate opzioni *call* (*call options*); le opzioni che conferiscono al possessore la facoltà di vendere il sottostante vengono invece denominate opzioni *put* (*put options*). Cfr. NAVONE, *Le opzioni finanziarie*, in *Contr.*, 2011, 1, p. 75 ss.

⁵⁴ Cfr. Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*.

un paniere di titoli europei rientranti nelle nuove tecnologie, al prezzo di borsa della data della stipula (c.d. corso *strike*). La banca esercita l'opzione *put* solo nel caso in cui i titoli abbiano un andamento inferiore e riceve il differenziale tra lo *strike price* ed il prezzo di mercato al momento dell'opzione (*cash settlement*). A garanzia del rischio del mancato versamento della differenza da parte del cliente vengono posti i BTP acquistati. Da ciò discende che il cliente acquista titoli di Stato ad un prezzo più conveniente (al valore nominale, invece, del valore superiore di mercato), ma assume il rischio scommettendo sull'andamento favorevole dei titoli collegati⁵⁵.

Si tratta, dunque, di un'operazione complessa, la quale implica la conclusione di quattro negozi: 1) un contratto di negoziazione di ordini su strumenti finanziari, che regola la prestazione dei servizi di investimento; 2) un accordo quadro per la stipula di strumenti finanziari derivati, che regola specificamente la negoziazione di questi ultimi; 3) un ordine di negoziazione su strumenti finanziari, che regola l'acquisto di BTP; 4) la proposta di contratto di vendita dell'opzione *put* collegato all'andamento dei corsi su titoli azionari⁵⁶.

La complessità di tale operazione implica certamente notevoli difficoltà di valutazione da parte di un investitore non particolarmente esperto. La banca collocatrice, pertanto, ha l'obbligo di adottare procedure di vendita volte a selezionare adeguatamente la clientela cui offrire il prodotto, e ad informare correttamente i potenziali investitori sui rischi che esso comporta, secondo quanto previsto dalla normativa primaria e secondaria in materia di intermediazione finanziaria.

Ciò posto, dall'analisi del contenzioso emerge che i giudici di merito, chiamati a pronunciarsi sulla validità di tali contratti, hanno in numerosi casi affermato la nullità dell'operazione per mancanza del contratto quadro (di cui all'art. 30 Reg. Consob n. 11522 del 1998) o per difetto di forma scritta dello stesso⁵⁷. Occorre evidenziare, peraltro, che la giurisprudenza dominante

⁵⁵ Cfr. Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, *cit.* In riferimento all'operazione "BTP tel", in particolare, la Corte di merito afferma che: "il BTP 1.1.2004 è un Buono del Tesoro Poliennale con durata decennale (1.1.1994-1.1.2004), con cedola semestrale fissa posticipata, produttivo di interesse lordo annuale pari all'8.50%. L'opzione Put è uno strumento finanziario "derivato" per tale intendendosi uno strumento il cui valore deriva da un'attività sottostante, reale (una merce) o finanziaria (tassi di interesse, valute, titoli di Stato, indici di borsa, azioni). Nel mercato finanziario, l'opzione Put è un contratto che nella forma più semplice consiste nella cessione da parte di un venditore (writer: nello specifico è il cliente della banca che come tale riceve in contropartita un corrispettivo denominato premio) a un acquirente (buyer: nello specifico la Banca del Salento) del diritto (non obbligo) di vendere una data quantità di un certo strumento finanziario ad un prezzo prefissato (prezzo d'esercizio o *strike price*) entro una certa data futura (opzione americana) o allo scadere di essa (opzione europea). Come compenso del diritto di opzione, il compratore (la Banca) paga al venditore (il cliente) un premio, che rappresenta il premio dell'opzione. Così facendo, l'acquirente dell'opzione (la Banca) limita i rischi dell'investimento al solo ammontare del premio pagato, mentre il cedente del diritto (il cliente della Banca) si espone a rischi potenzialmente illimitati. Per converso, mentre per il cedente del diritto il guadagno è limitato al premio percepito, per l'acquirente del diritto il guadagno massimo potrebbe coincidere con l'intero controvalore del contratto, diminuito del premio pagato. L'investimento in BTP-TEL, pertanto, è diverso da quello in normali titoli di Stato: esso, infatti, a differenza di un investimento puro in titoli di Stato, non garantisce il conseguimento di un rendimento certo o predeterminato. Il differenziale di rendimento che il BTP-TEL consente di realizzare rispetto all'investimento in normali BTP è soggetto a potenziali riduzioni, anche rilevanti, in relazione alla presenza nel prodotto della componente derivata, rappresentata dalla vendita della opzioni Put".

⁵⁶ Cfr. Trib. Bari, 17 luglio 2006, in *www.il caso.it*.

⁵⁷ Cfr. Trib. Taranto, 16 maggio 2005, in *www.il caso.it*. Si è osservato, in particolare, che «è nullo l'acquisto dei prodotti finanziari "BTP Tel" e "BTP Index" effettuato in assenza del contratto normativo di cui all'art. 30 reg. Consob n. 11522/98, non potendo a tale nullità sopperirsi mediante gli ordini scritti di investimento i quali peraltro non

ha affermato che la forma *ad substantiam* prevista dall'art. 23 t.u.f. è prescritta unicamente per il contratto di negoziazione (c.d. contratto quadro, o master agreement) e non anche ai singoli negozi conclusi nell'ambito ed in esecuzione del rapporto che trova la sua fonte nel contratto quadro. L'art. 30, comma 2, lett. c) del reg. Consob, infatti, rimette all'autonomia privata (nell'ambito del contratto che riveste forma scritta) le modalità attraverso le quali possono essere impartiti ordini ed istruzioni. Tale disposizione, dunque, sarebbe priva di utilità se fosse la stessa legge a prescrivere per le singole operazioni la forma scritta *ad substantiam*⁵⁸. Altre pronunce hanno dichiarato la nullità di un analogo contratto derivato connesso a BTP con opzione *put* a favore della banca non per vizio di forma, ma per indeterminatezza ed indeterminabilità dell'oggetto del contratto (art. 1346 c.c.)⁵⁹. In particolare, in una pronuncia del Tribunale di Brindisi del 2007 si è osservato che poiché nella descrizione degli strumenti finanziari contenuta nell'ordine di negoziazione vi era esclusivamente la voce "BTP index", senza ulteriori specificazioni, per il cliente non era possibile comprendere se l'oggetto del contratto era un titolo di Stato, oppure un titolo collegato ad un prodotto strutturato né quale fosse l'opzione che vendeva ed il relativo premio⁶⁰. In altre pronunce, ancora, si è fatto riferimento alla mancata indicazione sia del prezzo base (*strike price*) di acquisto/rivendita dei titoli che del premio di opzione.

Muovendo dalle predette considerazioni, i giudici hanno affermato che "tale situazione pone il ricorrente nella condizione di assoluta ignoranza circa gli elementi essenziali del contratto di opzione, e l'assenza di tali elementi rende del tutto indeterminata la prestazione oggetto del contratto. Ne consegue la nullità del contratto stesso per indeterminatezza dell'oggetto, e quindi per violazione dell'art. 1346 c.c."⁶¹.

Nelle pronunce che hanno dichiarato la nullità del contratto è stato poi affrontato il problema se debba ritenersi nullo il solo accordo negoziale relativo alla parte strutturata oppure se la nullità debba estendersi all'intera operazione. Sul punto i giudici di merito hanno affermato che l'esistenza di un collegamento negoziale inscindibile tra le due operazioni comporta necessariamente la nullità dell'intero contratto⁶².

È opportuno evidenziare, infine, che alcune delle più recenti pronunce delle Corti di merito, aderendo alle soluzioni prospettate dalle Sezioni Unite del 2007, hanno rigettato le domande proposte dagli investitori sia sotto il profilo della nullità del contratto per violazione di norme imperative (art. 1418, primo comma c.c.), sia sotto il profilo della mancanza del consenso. In relazione a tale ultimo aspetto, il Tribunale di Lecce⁶³ (chiamato a decidere su di un caso "BTP on line") ha di recente affermato, in particolare, che la proposta di vendita di opzioni *put* (ritenuta esaustiva nell'indicare i diritti e gli obblighi che le parti assumevano con la relativa operazione) risultava regolarmente sottoscritta dal cliente; pertanto, l'investitore "[doveva]

indicano né il prezzo base né il premio delle opzioni da cui i prodotti in questione sono composti».

⁵⁸ *Ex pluribus*, cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Arezzo, 11 aprile 2007, *ibidem*.

⁵⁹ Cfr. Trib. Bari, sentenza 17 luglio 2006, n. 1993, *ibidem*.

⁶⁰ Cfr. Trib. Brindisi 18 luglio 2007, in *www.ilcaso.it*; v. anche App. Lecce, 28 gennaio 2009, *ibidem*.

⁶¹ Cfr. Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, *cit*.

⁶² Cfr. Trib. Brindisi 16 dicembre 2005, in *www.ilcaso.it*; cfr. Trib. Brindisi 21 febbraio 2005, *ibidem*; cfr. Trib. Pescara 28 dicembre 2007, *ibidem*.

⁶³ Cfr. Trib. Lecce, 14 gennaio 2011, inedita.

imputare esclusivamente a se stesso la circostanza (peraltro priva di riscontro probatorio), di aver apposto la propria firma in calce alla predetta scrittura senza prima averla letta ed averne compreso il significato⁶⁴.

La mancanza di sottoscrizione da parte della banca, inoltre, è apparsa alla Corte di merito “priva di rilievo al fine di inferirne l’inesistenza o nullità della relativa operazione laddove si consideri che [...] quest’ultima sarebbe stata valida financo in assenza di sottoscrizione da parte del cliente, posto che [...] per le singole operazioni, che costituiscono momenti attuativi del contratto quadro, non è richiesta la forma scritta a pena di inesistenza o di invalidità”⁶⁵.

4.2 I prodotti finanziari “My way” e “4you”

Il prodotto denominato “My way” si compone di più contratti funzionalmente collegati, che danno luogo ad un piano di investimento a lungo termine (di durata variabile dai quindici ai trent’anni), che prevede la concessione, da parte della banca proponente, di un finanziamento che il cliente è tenuto a rimborsare in rate mensili fisse, comprensive del tasso di interesse (anch’esso fisso) sulla somma erogata. Tale finanziamento non viene concretamente erogato, in quanto risulta vincolato all’acquisto, ad opera della stessa proponente, di determinati titoli (obbligazioni e quote di fondi comuni di investimento). I suddetti strumenti finanziari sono vincolati a garanzia del rimborso del finanziamento a favore della banca erogante⁶⁶, la quale si impegna a corrisponderne il controvalore al momento della scadenza del piano, accreditandolo su un conto intestato a nome del cliente, aperto presso la stessa banca contestualmente alla sottoscrizione del piano⁶⁷.

Il prodotto denominato “4you” è un’operazione di finanziamento simile all’operazione “My way”: vi è un contratto strutturato con indebitamento (mediante finanziamento, al tasso di circa il 6,7%, erogato dalla stessa banca), destinato al solo acquisto di titoli (obbligazioni senza cedole *zero coupon* e quote di fondi comuni) che vengono depositati in un conto e posti a garanzia del rimborso del finanziamento⁶⁸. Le quattro componenti dell’operazione (mutualistica, obbligazionaria, azionaria ed assicurativa) danno ragione della denominazione del prodotto “4you”⁶⁹.

In entrambi i casi, il rendimento dei fondi e dei titoli obbligazionari rappresenta la componente aleatoria dell’operazione, condizionata dall’andamento dei mercati finanziari negli anni

⁶⁴ Trib. Lecce, 14 gennaio 2011, *cit.*

⁶⁵ Trib. Lecce, 14 gennaio 2011, *cit.*, ove si afferma che “d’altro canto non può validamente sostenersi che il predetto contratto di vendita di opzione put non potrebbe ritenersi concluso per assenza del consenso delle parti, in conseguenza della mancata accettazione per iscritto della banca. Deve infatti in proposito osservarsi che a norma dell’art. 1326 co. 3 c.c. soltanto nell’ipotesi in cui il proponente richieda per l’accettazione una forma determinata l’accettazione non ha effetto se è data in forma diversa, sicchè nel caso di specie, non ricorrendo l’ipotesi contemplata dalla predetta disposizione, deve ritenersi valida ed efficace l’accettazione espressa dalla convenuta per *facta concludentia*”.

⁶⁶ I titoli, infatti, sono inseriti in un deposito titoli, intestato al cliente e costituiti in pegno a favore della banca, a garanzia del rimborso del finanziamento. Cfr. Trib. Bari, 31 marzo 2009, reperibile in *dejure.giuffre.it*.

⁶⁷ Più precisamente, i titoli a reddito fisso sono acquistati ad un prezzo inferiore al valore nominale, e permettono al cliente di acquisire alla scadenza un capitale certo, di importo predeterminato, tale da garantire il recupero della sorte capitale e di una parte degli interessi versati alla banca per il rimborso del finanziamento alla scadenza di quindici, venti o trent’anni. Inoltre, cfr. Trib. Bari, 31 marzo 2009, *cit.*

⁶⁸ Cfr. Trib. Rimini, 28 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*.

⁶⁹ Cfr. Trib. Prato, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*.

successivi alla sottoscrizione. A distanza di poco tempo dal loro collocamento, tali strumenti finanziari hanno evidenziato un andamento negativo, tale da suscitare una vera e propria rivolta degli investitori nei confronti degli intermediari. Al fine di liberarsi da un vincolo, che non sembrava prospettare alcuna possibilità di rendimento, ma, invero, neanche di recupero del capitale, i risparmiatori si sono così rivolti alla magistratura, la quale si è mostrata in molti casi favorevole ad accoglierne le istanze, pur se attraverso percorsi interpretativi diversificati⁷⁰. I contratti relativi ai prodotti finanziari “My way” e “4you” hanno sollevato un contenzioso concernente tanto la correttezza delle modalità di collocamento dei prodotti seguite dagli intermediari, quanto la legittimità “intrinseca” del piano finanziario. Per tali motivi, il quadro giurisprudenziale si presenta estremamente variegato: parte della più recente giurisprudenza di merito, infatti, ha aderito alle note pronunce delle Sezioni Unite del 2007⁷¹; altre pronunce, invece, hanno alternativamente affermato che la violazione degli obblighi di informazione da parte dell’intermediario dà luogo a nullità del contratto per violazione di norme imperative⁷², oppure per difetto di meritevolezza *ex art. 1322 c.c.*⁷³, ovvero ad annullabilità per vizio del consenso⁷⁴. Infine, vanno ricordate le decisioni che, alla luce di una valutazione in concreto della causa del contratto, ne hanno affermato la validità⁷⁵.

4.3 Il quadro giurisprudenziale

Nelle controversie riguardanti i piani finanziari “My way” e “4you” la giurisprudenza ha ritenuto applicabile la disciplina di cui agli artt. 21 ss t.u.f., nonostante in tali operazioni vi sia una forte incidenza della componente di finanziamento. Si è escluso, infatti, che possa attribuirsi valenza assorbente al profilo del finanziamento insito nell’operazione finanziaria poiché l’accordo stipulato tra l’intermediario e l’investitore prevede la concessione di un finanziamento vincolato esclusivamente all’acquisto di determinati strumenti finanziari⁷⁶. Il

⁷⁰ Cfr. SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell’investitore*, in *Banca, borsa, titoli cred.*, 2010, n. 3, 356; cfr. GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell’attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, p. 548 ss.; cfr. SERRAO D’AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, in *Giur. merito*, 2010, p. 3206 ss.

⁷¹ Cfr. Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, cit.

⁷² *Ex multis*, Trib. Pescara, 6 dicembre 2006 e Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, entrambe consultabili su *www.ilcaso.it*

⁷³ Cfr. Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, in *Dir. e prat. soc.*, 2008, 62 ss.; cfr. Trib. Brindisi, 28 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*; cfr. Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, *ibidem*.

⁷⁴ Si tratta di un’opzione tuttora minoritaria in giurisprudenza. V. Trib. Messina, 3 marzo 2011, cit.; cfr. Trib. Salerno, 16 aprile 2007 in *www.ilcaso.it*; cfr. Trib. Parma, 6 dicembre 2006, *ibidem*.

⁷⁵ Cfr. Trib. Torino, 8 maggio 2009, in *dejure.giuffre.it*; cfr. Trib. Roma, 4 dicembre 2008, *ibidem*.

⁷⁶ Cfr. Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, in *Danno e resp.*, 2006, 179 ss., con nota di LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4You*. Sul punto il Collegio afferma che “si esula senz’altro, nel caso in esame, sia dalla figura del mutuo semplice, sia da quella del c.d. mutuo di scopo. Ciò in quanto caratteristica precipua del mutuo – almeno nella sua connotazione c.d. reale - è rappresentata dalla messa a disposizione di una somma di danaro in capo al mutuatario, il quale ne acquista la proprietà, con l’obbligo di restituirla alla scadenza, secondo le modalità indicate nel contratto di mutuo. Particolare configurazione del contratto di mutuo è poi rappresentata dal c.d. mutuo di scopo, ricorrente tutte le volte in cui lo scopo del finanziamento assurge a causa del contratto, nel senso che il finanziamento è concesso a condizione (*sine qua non*) che la somma mutuata venga utilizzata dal mutuatario per una particolare

finanziamento, pertanto, resta sul piano puramente nominale, in quanto la somma “mutuata” non è in alcun modo messa a disposizione del cliente, bensì viene da subito veicolata, senza possibilità di diversa destinazione, verso un piano finanziario di accumulo⁷⁷.

Muovendo dalle predette considerazioni, la giurisprudenza di merito dominante ha affermato che «la causa del contratto in esame [è] da ricercarsi non solo – e non tanto – nel finanziamento di somme di danaro da parte della banca proponente l’investimento quanto, piuttosto, anche nella vendita di particolari prodotti finanziari da parte della banca medesima»⁷⁸, pertanto (essendo la causa in concreto del negozio caratterizzata anche e soprattutto dalla vendita di strumenti finanziari), deve trovare applicazione la disciplina a tutela dell’investitore posta dagli artt. 21 ss. del t.u.f. e dalla normativa secondaria di attuazione.

4.3.1 Violazione degli obblighi informativi

La giurisprudenza di merito che si è pronunciata sui casi “My way” e “4you” dopo il 2007 ha mostrato di aderire, per lo più, all’orientamento espresso dalle Sezioni Unite⁷⁹ in merito alle conseguenze derivanti dalla violazione degli obblighi di condotta gravanti sugli intermediari finanziari.

La concessione del rimedio *ex* art. 1455 c.c, senza un’adeguata valutazione della non scarsa importanza dell’inadempimento, tuttavia, si è esposta ai numerosi rilievi critici già evidenziati⁸⁰. Vale la pena ricordare, inoltre, che la non corretta interpretazione degli obblighi comportamentali e delle regole che presiedono alla distribuzione dell’onere della prova si è mostrata, nella pratica, uno strumento in grado di favorire ingiuste locupletazioni da parte degli investitori.

Meritano attenzione, pertanto, alcune pronunce caratterizzate da un maggior equilibrio decisionale, nelle quali si è tenuto in debita considerazione il fatto che gli investitori non possono sempre considerarsi soggetti “deboli”, in quanto, se adeguatamente informati, sono in grado di effettuare scelte consapevoli. Al riguardo, parte della dottrina già da tempo aveva segnalato la necessità di evitare che il cliente deluso da investimenti infruttuosi potesse ottenere una tutela di tipo “assicurativo”. Non sono meritevoli di tutela, infatti, le iniziative

finalità convenzionalmente pattuita. Con la conseguenza che l'impossibilità originaria dello scopo determina nullità del contratto, nel mentre la sua mancata realizzazione dà luogo ai rimedi risolutivi (art. 1453 e ss. c.c.) normativamente previsti. Nulla di tutto ciò accade invece nel contratto in esame. Ciò in quanto la somma asseritamente “mutuata” non è in alcun modo messa a disposizione del cliente, neppure con la limitazione rappresentata dalla sussistenza di un particolare scopo. Piuttosto, il finanziamento resta sul piano puramente nominale, in quanto, per espressa previsione negoziale (art. 1), esso “sarà esclusivamente utilizzato per l’acquisto/sottoscrizione degli strumenti finanziari [...]”. Per altro indirizzo giurisprudenziale, invece, i contratti in esame sono riconducibili al c.d. mutuo di scopo finalizzato ad operazioni in strumenti finanziari. Sul punto v. Trib. Torino, 9 maggio 2009, in *dejure.giuffre.it*.

⁷⁷ Cfr. Trib. Salerno, 18 marzo 2008, in *Guida dir.*, 2008, n. 20, p. 58 ss.

⁷⁸ Cfr. Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, cit.

⁷⁹ Cfr. Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, cit.

⁸⁰ V. par. 2.3.

giudiziarie dei clienti caratterizzate da logiche di *moral hazard*⁸¹.

Si è così affermato, con riferimento al piano finanziario “4you”, che «deve ritenersi sufficiente a soddisfare l'onere probatorio posto a carico degli intermediari finanziari dall'art 23, comma 6 del T.U.F. la dimostrazione dell'avvenuta raccolta delle informazioni sulla propensione al rischio ed alla consapevolezza finanziaria del cliente e dell'avvertenza che l'operazione era in conflitto di interessi⁸²».

Nella stessa direzione si colloca una recente pronuncia (relativa tuttavia al prodotto “BTP On Line”) del Tribunale di Lecce⁸³, in cui la parte attrice assumeva la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418, comma 1 c.c., per violazione degli artt. 21 e 23 t.u.f. I giudici, a seguito del complessivo esame della documentazione prodotta dalla banca convenuta, hanno affermato che non potevano considerarsi omessi dall'intermediario gli obblighi di informazione; in particolare si è ritenuto che la banca avesse compiutamente assolto l'onere probatorio sulla stessa gravante ai sensi del t.u.f., avendo la stessa osservato, nella specie, il dovere di informare il cliente in ordine alla tipologia ed affidabilità del titolo ed assumendo un comportamento diligente e rispondente al *need of protection* degli investitori non professionali.

Alla luce delle considerazioni svolte, appaiono condivisibili le conclusioni cui è pervenuta la giurisprudenza nell'osservare che, per quanto spetti a chi propone l'investimento fornire la prova di avere tenuto un comportamento aderente alla diligenza richiesta, «è vero anche che tale obbligo di diligenza non può essere esteso anche a tutela di chi, aderendo all'investimento, non presta la dovuta attenzione per la reale natura del contratto e per gli effetti economici che lo stesso produrrà nel suo patrimonio, non almeno quando il contratto esponga con la dovuta chiarezza la reale natura dell'operazione e i rischi connessi [...]. La tutela del cliente cioè, pienamente giustificata nelle forme più ampie per l'elevata rischiosità delle operazioni e la notevole sproporzione di forza contrattuale ed economica tra le parti che sottoscrivono il contratto, non può giungere fino al limite di colmare le lacune di attenzione e di adeguata considerazione dei propri interessi che siano imputabili alla condotta omissiva dello stesso cliente⁸⁴».

4.3.2 Annullabilità per vizi della volontà

La giurisprudenza pronunciata sui casi “My way” e “4you” ha talvolta evidenziato come l'annullabilità sia uno strumento più idoneo rispetto al più grave rimedio della nullità, in quanto per effetto dell'inosservanza degli obblighi di informazione si riscontra una volontà non compiutamente formata e non la carenza di un elemento strutturale.

In alcune pronunce, in particolare, si è affermato che si verserebbe in un'ipotesi di errore

⁸¹ In tal senso, cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 840; cfr. SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*, cit., p. 356 ss.

⁸² La massima, tratta dal sito *www.ilcaso.it*, si riferisce alla pronuncia resa da Trib. Modena, 22 gennaio 2007, *ibidem*.

⁸³ Cfr. Trib. Lecce, 15 febbraio 2011, inedita.

⁸⁴ Cfr. Trib. Lecce, 29 ottobre 2004, relativa al contratto “My way”, consultabile sul sito *www.ilcaso.it*.

essenziale riconoscibile sull'intero contratto, qualora l'investitore presti il proprio consenso nel convincimento di sottoscrivere un piano di investimento basato sull'accantonamento di una somma mensile (senza avere la consapevolezza di aver contratto un mutuo e che le somme pagate mensilmente ne rappresentano in realtà la rata di rimborso)⁸⁵. L'errore del risparmiatore, nei casi in esame, era ingenerato anche dal messaggio pubblicitario⁸⁶ con cui erano proposti i prodotti "My way" e "4you": tali piani erano infatti prospettati come «un prodotto di investimento che consente, senza disporre di elevate dotazioni di capitale, di accedere alle opportunità offerte dai mercati finanziari e beneficiare dei vantaggi offerti dalla diversificazione e dalla possibilità di selezionare gli investimenti in funzione della propria propensione al rischio, [per cui] il destinatario del messaggio è portato ad immaginare che i piccoli versamenti mensili cui il messaggio fa riferimento vengano impiegati per far fronte all'investimento con modalità analoghe a quelle previste nei piani di accumulo di capitale dei fondi comuni di investimento»⁸⁷.

Parte della giurisprudenza ha, dunque, affermato che il cliente può subire un indebito condizionamento nel proprio processo di scelta, in quanto si rivolge all'intermediario nell'aspettativa di effettuare un investimento senza la consapevolezza di dover al contempo sottoscrivere anche un contratto di finanziamento⁸⁸.

Una recente pronuncia del Tribunale di Messina ha invece inquadrato la domanda di annullamento di parte attrice (fondata sulla circostanza che la propria volontà sarebbe stata viziata dalle ingannevoli informazioni pubblicitarie fornite sulla natura del piano finanziario) in quella di annullamento per dolo contrattuale, atteso che «la falsa rappresentazione della realtà che ha indotto la parte alla conclusione del contratto è [stata] artatamente ingenerata dalla controparte»⁸⁹. Si afferma, in particolare, che la parte attrice, «se fosse stata adeguatamente informata circa la natura dell'operazione non avrebbe concluso quel contratto. Il dolo omissivo, consistito nell'inosservanza degli obblighi di informazione, pertanto, non ha avuto semplicemente l'effetto di far accettare all'attrice condizioni economiche più gravose, ma ha assunto rilievo decisivo nella determinazione di addivenire alla sottoscrizione del piano finanziario My way»⁹⁰.

⁸⁵ Cfr. Trib. Parma, 6 dicembre 2006, in *www.ilcaso.it*

⁸⁶ L'attività di divulgazione del prodotto "4you" è stata, infatti, ritenuta dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (decisione 6 marzo 2003 n. 11792) una fattispecie di pubblicità ingannevole. Nei messaggi pubblicitari, infatti, mancava un'informazione corretta sulla necessità di sottoscrivere un contratto di finanziamento per accedere ai prodotti. Occorre precisare, peraltro, che la slealtà informativa di cui si sono rese responsabili le banche si colloca in una fase precedente a quella degli obblighi informativi propri della trattativa e della stipula ed esecuzione del contratto di investimento. È ragionevole presumere che, per effetto di una campagna promozionale scorretta, l'investitore si sia avvicinato al prodotto e abbia aderito al contratto perché attratto dalla stessa, per cui dovrà essere la banca a dimostrare di aver adempiuto agli obblighi informativi e che gli stessi sono stati osservati anche evidenziando la non veridicità del messaggio pubblicitario diffuso o quanto meno, fornendo elementi precisi idonei a ripristinare una rappresentazione del prodotto corretta. V. Trib. Trapani, 30 agosto 2007, in *www.ilcaso.it*.

⁸⁷ Cfr. Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*.

⁸⁸ Cfr. Trib. Firenze, 19 aprile 2005, cit.

⁸⁹ Cfr. Trib. Messina, 3 marzo 2011, cit.

⁹⁰ Cfr. Trib. Messina, 3 marzo 2011, cit. In conclusione, il giudice di merito ha affermato che *"i fatti taciuti o non adeguatamente rappresentati dalla banca hanno determinato un vizio della volontà, ponendosi come fattori determinanti in assenza dei quali il contratto non sarebbe stato concluso"*.

A tal proposito, nel caso esaminato dal Tribunale di Messina si era accertato che la banca non aveva adempiuto all'obbligo di rendere chiaro al cliente che – a differenza di quanto accade nelle operazioni più comuni – i versamenti effettuati su base mensile non avrebbero costituito investimenti periodici, bensì ratei di ammortamento di un mutuo a lungo termine, e che la fruttuosità dell'investimento era in larga parte condizionata al mancato esercizio del diritto di recesso (in quanto il lungo termine consente generalmente di ammortizzare i periodi di negatività). Muovendo dalle predette considerazioni, i giudici hanno accolto la domanda di annullamento del contratto, con conseguente restituzione delle prestazioni ricevute.

In senso contrario alla tesi dell'annullabilità del contratto per vizi della volontà, altra parte della giurisprudenza ha affermato, che «il piano finanziario denominato 4you, pur avendo una struttura complessa, ha caratteristiche tali da poter essere compreso da un investitore di media diligenza ed attenzione, per cui devono essere disattese le domande di annullabilità del contratto per vizio del consenso determinato da dolo o errore essenziale ove le stesse siano basate sul contenuto del contratto»⁹¹.

Si è osservato, peraltro, che l'annullamento, in caso di messaggi pubblicitari ingannevoli non può essere considerato una conseguenza automatica, in quanto va verificata in concreto, anche mediante il ricorso a massime di esperienza e presunzioni logiche, la sussistenza del nesso causale tra la decettività del messaggio e la formazione della volontà dell'investitore⁹².

4.3.3 Equilibrio delle posizioni delle parti e giudizio di meritevolezza del contratto

In diverse occasioni, la giurisprudenza di merito ha dichiarato la nullità dei contratti “My way” e “4you” sulla base del mancato riconoscimento della meritevolezza del contratto *ex art.* 1322 c.c.⁹³. Un secondo indirizzo, tuttavia, rilevando le criticità sottese all'adesione alla tesi dell'invalidità del contratto, è giunto a conclusioni opposte, attraverso percorsi argomentativi che si avrà modo di illustrare nel prosieguo della trattazione.

- Tesi della nullità del contratto

Secondo una prima opzione interpretativa, i contratti relativi ai prodotti “My Way” e “4you” sono fonte di un rapporto tra intermediario e cliente che prevede un vantaggio certo a favore del primo a fronte di un'alea rilevante a carico del secondo, tale per cui sarebbe possibile parlare di “contratto aleatorio unilaterale” da ritenersi nullo per difetto di causa, non essendo diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela per l'ordinamento giuridico, ai sensi degli artt.

⁹¹ Cfr. Trib. Prato, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*.

⁹² Cfr. SERRAO D'AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, cit., p. 3206 ss.

⁹³ Con riferimento al caso “4you”, *ex pluribus* App. Salerno, 30 settembre 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Salerno, 26 settembre 2007, *ibidem*; Trib. Torre Annunziata, 30 agosto 2006, *ibidem*; e in *www.ilcaso.it* relazione al prodotto “My Way” Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, n. 3, p. 356 ss., con nota di SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*; Trib. Brindisi, 24 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*; cfr. Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, cit.

1322, comma 2 e 1343 c.c.⁹⁴. In particolare, dall'analisi dei diversi "segmenti" nei quali i piani finanziari in esame possono essere scomposti si evince che sussiste un rapporto caratterizzato da un nesso di corrispettività tra le obbligazioni assunte dalle parti, nel senso che l'adempimento di ciascuna deve intendersi direttamente indirizzato al soddisfacimento dell'interesse dedotto in contratto dall'altra. Alla luce di una valutazione comparativa delle posizioni delle parti è emerso, in particolare, che le stesse si trovano in una situazione di insanabile squilibrio: i contratti in esame, infatti, espongono il cliente al rischio di perdite anche eccedenti l'esborso originario (di cui risulta difficoltoso preventivare l'ammontare), mentre la banca consegue un duplice vantaggio, costituito sia dalla percezione di un tasso di interesse fisso (e dunque di un guadagno certo), sia dall'autofinanziamento realizzato con il collocamento di titoli di difficile negoziazione ad essa riconducibili. Ne consegue che il contratto non realizza interessi meritevoli di tutela secondo il nostro ordinamento, in quanto, a fronte di un vantaggio certo conseguito dalla banca, tutta l'alea viene trasferita sull'investitore⁹⁵.

Di recente, la Corte di appello di Napoli⁹⁶ ha escluso la meritevolezza del contratto "4you" evidenziando l'assenza di controllo del cliente sull'andamento dell'investimento. In particolare, si è messo in luce che nella fattispecie esaminata «la banca, oltre a realizzare il proprio legittimo interesse a guadagnare attraverso il corrispettivo del mutuo e della vendita dei titoli che ha in portafoglio, [arrivava] ad eliminare il rischio conseguente alla propria attività di impresa facendolo gravare esclusivamente sul cliente, pertanto la stessa non [aveva] alcun interesse a perseguire la necessaria diligenza nell'esecuzione del contratto».

Quanto alle conseguenze derivanti dalla declaratoria di nullità, si afferma in giurisprudenza che la caducazione del contratto comporta la condanna della banca alla restituzione al cliente della somma utilizzata per l'acquisto dei titoli oggetto del contratto, in base alle regole sull'indebito oggettivo previste dall'art. 2033 c.c. A tali somme devono poi aggiungersi gli interessi legali, che decorrono dal giorno del pagamento⁹⁷ nei casi in cui si ritiene sussistente la mala fede

⁹⁴ Cfr. Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, cit.

⁹⁵ Cfr. Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, cit. Perviene alle medesime conclusioni, ma con un percorso argomentativo in parte diverso, App. Salerno, 30 settembre 2009, cit. La Corte, infatti, afferma che poiché "la causa del contratto in esame si sostanzia da una parte nell'erogazione di un finanziamento retribuito per l'acquisto di strumenti finanziari e dall'altra nell'acquisizione a scadenza di un capitale rivalutato con finalità previdenziali", l'alea sottostante a tale investimento può legittimamente riguardare, quindi, il *quantum* del vantaggio patrimoniale, ma non l'*an* dello vantaggio stesso perché insito nella connotazione previdenziale; al contrario il contratto è redditizio solo per la banca, perché il cliente è destinato a subire perdite riguardo alla componente azionaria, non potendo "effettuare operazioni di passaggio di fondi, indispensabili in caso di turbolenze dei mercati". Si tratta, quindi di un contratto atipico, "che non ha nulla dello schema del contratto di mutuo, in quanto dirotta le somme messe a disposizione verso incontrollate forme di investimento"; di conseguenza "non è certo meritevole di tutela giuridica ex art. 1322 c.c. in quanto eccessivamente squilibrato a vantaggio di un contraente, ben al di là della normale alea contrattuale, con detrimento elevato dell'investitore, che merita tutela giuridica, anche per la sua posizione di consumatore (v. art. 1469-bis c.c.)".

⁹⁶ Cfr. App. Napoli, 3 marzo 2010, in *dejure.giuffrè.it*.

⁹⁷ In tema di mala fede dell'intermediario, v. Trib. Bologna, 2 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*. "La distinzione prevista dall'art. 2033 tra accipiens in mala fede, tenuto a corrispondere i frutti e gli interessi dal giorno del pagamento, ed accipiens in buona fede, tenuto ai frutti e agli interessi dal giorno della domanda, va interpretata alla stregua del principio stabilito dall'art. 1147, comma 2, codice civile, secondo il quale la buona fede non giova se l'ignoranza dipende da colpa grave. (Nella fattispecie è accertata la colpa della banca convenuta per violazione degli obblighi di adeguamento del contratto quadro, previa consegna del documento generale sui rischi, imposti dall'art. 36 Reg. Consob 10943/97)". Si v. anche Trib. Marsala, 21 marzo 2008, *ibidem*; Trib. Torino, 18 dicembre 2007, *ibidem*.

dell'intermediario, oppure della data della domanda⁹⁸ qualora si escluda la sua mala fede. Per il cliente sussiste, invece, l'obbligo di restituire i titoli oggetto di negoziazione all'intermediario.

- Tesi della validità del contratto

Alcune Corti di merito, viceversa, hanno affermato la validità di tali negozi, muovendo da una diversa prospettiva d'indagine sulla meritevolezza dei contratti atipici. In particolare, il Tribunale di Torino⁹⁹, in una recente pronuncia relativa alla validità del prodotto finanziario "4You", ha affermato che la valutazione di meritevolezza non deve essere effettuata *ex post* sulla base del risultato economico concretamente conseguito, ma *ex ante*, sulla base della struttura negoziale astratta posta in essere dalle parti. In particolare, si è rilevato che "ciò che conta [...] ai fini della valutazione della meritevolezza di tutela da parte dell'ordinamento, è che lo schema astratto congegnato dalle parti persegua un interesse meritevole di tutela e non che tale schema sia sicuramente conveniente per entrambe le parti, tant'è che la valutazione circa la convenienza economica di un contratto, attenendo ai motivi soggettivi che spingono una parte a contrarre e non agli elementi strutturali del negozio concluso, non può essere addotta a fondamento di una domanda di annullamento del contratto, non essendo presente nel nostro ordinamento un principio in forza del quale ogni parte ha diritto a concludere affari vantaggiosi [...]".

In senso critico a tale ricostruzione si è osservato che oggetto della valutazione di meritevolezza non è la causa in astratto ma la causa in concreto, ovvero la funzione pratica del negozio¹⁰⁰. Tale osservazione, tuttavia, non sembra cogliere nel segno; vale la pena ricordare, infatti, che il giudizio di meritevolezza opera a livello di "tipo" e non a livello di "causa" e si incentra sulla valutazione dell'idoneità dello strumento elaborato dai privati ad assurgere a modello giuridico di regolamentazione di interessi, vista l'assenza di una preventiva opera di tipizzazione legislativa. Il giudizio di meritevolezza, pertanto, è diretto a valutare solo se lo schema astratto è accettabile o inaccettabile sul piano giuridico, e dunque se sussista o meno una "tipicità sociale"¹⁰¹.

È chiaro che tale indagine non deve essere compiuta in presenza di un contratto tipico, che si inquadra cioè in uno schema predeterminato dalla legge. Sulla base di tale osservazione, il Tribunale di Torino¹⁰² ha affermato che, essendo il contratto relativo al prodotto finanziario "4You" inquadrabile nella figura del mutuo di scopo finalizzato ad operazioni in strumenti finanziari, e dunque essendo la figura riconducibile ad una fattispecie normativamente già

⁹⁸ Sulla presunzione di buona fede della banca, v. Trib. Mondovì, 9 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*; Trib. Alba, 2 novembre 2010, *ibidem*.

⁹⁹ Cfr. Trib. Torino, 8 maggio 2009, in *dejure.giuffre.it*.

¹⁰⁰ Cfr. SERRAO D'AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, in *Giur. merito*, 2010, 3210 ss.

¹⁰¹ Cfr. GAZZONI, *Manuale di Diritto Privato*, Napoli, 2007, pp. 816-817. L'A. afferma, inoltre, che "lo schema, benché significativo, potrebbe però essere contrario a principi inderogabili dell'ordinamento, così che tutti i contratti su di esso modellati sarebbero illeciti. Il giudice dovrebbe allora dichiarare meritevole di tutela lo schema astratto [...], ma illecito in concreto il singolo contratto su di esso modellato". Nel *lease back*, ad esempio, la violazione del divieto dei patti commissori (art. 2744 c.c.) dipende da come i contraenti hanno costruito il contratto, così che l'indagine andrà svolta con riferimento alla liceità della causa in concreto, e non di immeritevolezza dello schema in astratto.

¹⁰² Trib. Torino, 8 maggio 2009, cit.

prevista, è evidente l'impossibilità di una pronuncia di nullità *ex art. 1322 c.c.* Si è evidenziato, infatti, che gli artt. 1, comma 6, lett. g) t.u.f. e 47 del Reg. Consob n. 11522/1998, espressamente includono tra i servizi accessori di investimento “la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento”, sicché il prodotto finanziario in esame rientra senza difficoltà nelle definizioni normative e non appare corretto affermare che il contratto è nullo perché non esprime interessi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento¹⁰³. In tale logica si colloca anche una sentenza della Corte di Appello di Firenze¹⁰⁴, la quale ha precisato che “in realtà l'ordinamento (a parte la previsione della lesione ultra dimidium, la previsione delle clausole vessatorie, e la previsione della tipicità dei contratti aleatori) non tutela lo squilibrio delle prestazioni, e tanto meno un simile principio si ricava dall'art. 1322 c.c. che semplicemente prevede la liceità di contratti atipici con i quali i contraenti vogliono obbligarsi – su diritti disponibili – ad un qualsiasi *do ut des* che rientri nel campo delle obbligazioni giuridiche e non sia vietato né comunque illecito (e perciò tutelabile)”. Si afferma, pertanto, che il giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c. non implica un'indagine circa la congruità dello scambio contrattuale.

L'esistenza nell'ordinamento di un principio che imponga l'equilibrio nello scambio contrattuale è un tema da sempre dibattuto in dottrina ed in giurisprudenza. La corrispettività che caratterizza i contratti di scambio non comporta, secondo l'opinione tradizionalmente accolta dalla dottrina e dalla giurisprudenza, che le prestazioni siano economicamente equivalenti. Di regola, infatti, e salve limitate eccezioni, il legislatore ha ritenuto irrilevante la presenza di uno squilibrio economico tra le prestazioni, atteso che, in sede di formazione del contratto, domina il principio dell'autonomia contrattuale, in forza del quale ciascuno è libero di contrarre scegliendo le condizioni economiche più vantaggiose¹⁰⁵. In linea di principio, inoltre, al giudice non è consentito sindacare sull'equivalenza delle prestazioni, essendo rimessa all'autonomia dei contraenti, *ex art. 1322, comma 1 c.c.*, ogni valutazione circa la congruità dello scambio.

Un primo significativo temperamento a tale regola, tuttavia, si rinviene nel principio di equità, in forza del quale il giudice può rimediare ad un'incompleta determinazione del contenuto del contratto (*ex art. 1374 c.c.*). Occorre però procedere con cautela quando si tratta di ampliare il potere giudiziale al di là del meri intervento di tipo residuale e suppletivo, non potendo la volontà del giudice sostituirsi a quella delle parti contrattuali.

Parte della dottrina ha da tempo posto il problema se il giudice possa comminare *ex art. 1374 c.c.* la nullità di una singola clausola o dell'intero contratto nei casi in cui l'operazione economica sia affetta da un significativo squilibrio regolamentare ai danni di una delle parti,

¹⁰³ Aderisce a tali conclusioni anche la pronuncia resa da Trib. Parma, 1 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*.

¹⁰⁴ Cfr. App. Firenze, 5 gennaio 2010, reperibile su www.aduc.it/generale/files/file/allegati/20100127-4youCAFirenze.pdf.

¹⁰⁵ Talvolta, tuttavia, la giurisprudenza ha ravvisato una mancanza assoluta di causa nella sproporzione tra le prestazioni contrattuali. Emblematico, a tal proposito, è il caso della «cessione di autolinee» sottoposto al vaglio della S.C. Cass., 20 novembre 1992, n. 12401, in *Foro it.*, 1993, I, p. 1506, con nota di CARINGELLA, *Alla ricerca della causa nei contratti gratuiti atipici*, e in *Corr. giur.*, 1993, p. 174, con nota di MARICONDA, *Trasferimenti atipici e nullità per mancanza di causa*. Cfr. CARINGELLA, *Il contratto*, in *Studi di diritto civile*, Milano, 2007, p. 12 ss..

ponendosi così in contrasto con il principio d'equità¹⁰⁶. Tale tecnica sanzionatoria è stata prevista dal legislatore in materia di clausole abusive, che determinano cioè un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto ai danni del consumatore. L'art. 36 del d. lgs. 206/2005 (Codice del consumo), prevede infatti una nullità c.d. di protezione, di tipo relativo¹⁰⁷, destinata a trovare applicazione nei casi in cui il giudice reputi le clausole inique alla luce di una valutazione, da effettuarsi caso per caso, dell'interesse del consumatore e dell'equilibrio dell'operazione economica (da intendersi anche come collegamento di più contratti, come avviene nel caso dei contratti relativi a prodotti finanziari).

Occorre sottolineare che la nullità di protezione *ex* art. 36 del Codice del consumo, secondo l'interpretazione comunemente accolta, si riferisce ai soli casi di squilibrio normativo del contratto (da valutarsi con riferimento alle posizioni giuridiche delle parti), mentre l'equilibrio dei rapporti economici è sottratto al sindacato giudiziale, conformemente al principio dell'autonomia negoziale. Si è sostenuto, tuttavia, che la scissione degli aspetti normativi da quelli economici appare in molti casi impossibile, poiché uno squilibrio che si presenta in apparenza come normativo potrebbe tradursi, in concreto, in uno squilibrio delle prestazioni sul piano economico¹⁰⁸. Ne consegue che anche un significativo squilibrio economico, nella misura in cui si riverberasse negativamente sull'intero assetto negoziale dei rapporti tra le parti, potrebbe determinare la nullità del contratto.

Tale ricostruzione, suffragata dall'art. 2, comma 2, lett. e)¹⁰⁹ del Codice del consumo, che riconosce il diritto del consumatore all'equità, trova tuttavia una limitazione nel successivo art. 34, comma 2, ove si afferma l'insindacabilità dell'oggetto del contratto e dell'adeguatezza del corrispettivo (e, dunque anche dello squilibrio economico) «purchè tali elementi siano individuati in modo chiaro e comprensibile»¹¹⁰. Ne consegue che il giudizio di vessatorietà su tali elementi potrebbe aver luogo solo nel caso in cui si riscontri un deficit di chiarezza a danno del contraente debole; in tal caso potrebbe nuovamente aprirsi una via al giudizio di nullità delle singole clausole inique o dell'intero contratto.

Con riferimento al piano finanziario *4you*, la giurisprudenza di merito ha tuttavia escluso l'esistenza di un significativo squilibrio in danno del cliente-investitore. Si è affermato, infatti, che «il piano finanziario *4you*, valutato in termini complessivi, è qualificabile come un'operazione

¹⁰⁶ Cfr. GAZZONI, *Manuale di Diritto Privato*, cit., pp. 793-794. Si evidenzia, inoltre, che «mentre l'illiceità consegue a violazioni di regole predeterminate ed opera in astratto, l'iniquità dipenderebbe da come il regolamento contrattuale, di per sé lecito, è costruito, ed opererebbe quindi in concreto».

¹⁰⁷ Si tratta, infatti, di una nullità caratterizzata da una legittimazione ristretta, potendo essere fatta valere dal solo soggetto nel cui interesse è prevista, *id est* il contraente c.d. «debole», e dalla nullità d'ufficio subordinata alla verifica dell'utilità pratica che ne potrebbe derivare al soggetto protetto.

¹⁰⁸ Cfr. SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*, cit., p. 356 ss.

¹⁰⁹ L'art. 2, comma 2, lett. e), d. lgs. 206/2005, riconosce i diritti fondamentali dei consumatori e degli utenti: «a) alla tutela della salute; b) alla sicurezza e alla qualità dei prodotti e dei servizi; c) ad una adeguata informazione e ad una corretta pubblicità; c-bis) all'esercizio delle pratiche commerciali secondo principi di buona fede, correttezza e lealtà; d) all'educazione al consumo; e) alla correttezza, alla trasparenza ed all'equità nei rapporti contrattuali; f) alla promozione e allo sviluppo dell'associazionismo libero, volontario e democratico tra i consumatori e gli utenti; g) all'erogazione di servizi pubblici secondo standard di qualità e di efficienza».

¹¹⁰ L'art. 34, comma 2 d. lgs. 206/2005 afferma, infatti, che «la valutazione del carattere vessatorio della clausola non attiene alla determinazione dell'oggetto del contratto, né all'adeguatezza del corrispettivo dei beni e dei servizi, purché tali elementi siano individuati in modo chiaro e comprensibile».

caratterizzata da una certa complessità in forza della componente di finanziamento. Tale profilo – in sé perfettamente lecito – produce una sostanziale modificazione del tradizionale schema degli investimenti, che di solito sono proiettati verso l’acquisizione di titoli obbligazionari ovvero di pacchetti azionari; esso però non incide sul tessuto negoziale in termini tanto pregnanti da ingenerare un decisivo squilibrio tra le posizioni soggettive dei contraenti, sicché ne va esclusa l’invocata abusività ed inefficacia”¹¹¹.

Considerazioni finali

Dall’analisi del contenzioso successivo alle pronunce delle Sezioni Unite del 2007 emerge un quadro giurisprudenziale variegato ed una tendenza, nel complesso, verso l’equilibrio. Da un lato, infatti, diverse sentenze hanno affermato la responsabilità degli intermediari finanziari nei confronti degli investitori in conseguenza della violazione degli obblighi imposti dalla normativa di settore. Dall’altro, non poche pronunce hanno rigettato le richieste risarcitorie dei risparmiatori tese, prevalentemente, a riversare sugli intermediari le conseguenze negative di investimenti (spesso altamente rischiosi) rispetto ai quali non è stata ravvisata alcuna condotta illecita da parte degli intermediari finanziari.

Le Corti hanno così mostrato di stigmatizzare le condotte degli intermediari finanziari inadempienti agli obblighi loro imposti arginando, nel contempo, le non trascurabili conseguenze ricollegabili alle condotte di *moral hazard* poste in essere dagli investitori delusi a causa di investimenti infruttuosi.

L’esigenza di respingere le istanze dei risparmiatori tese ad ottenere una tutela di tipo “assicurativo” sembra essere stata avvertita, in particolare, dalle Corti di merito chiamate a pronunciarsi sull’equilibrio delle prestazioni nei contratti aventi ad oggetto prodotti strutturati. Al riguardo, vale la pena ricordare che la vessatorietà delle clausole non può essere desunta dal fatto che il contratto non ha generato, per l’investitore, i profitti sperati. L’esistenza, o meno, di uno squilibrio tra le prestazioni delle parti non va rinvenuta nel buono o cattivo esito dell’investimento, bensì nell’eventuale esistenza di clausole che rendono particolarmente gravosa la posizione del cliente a fronte di un vantaggio ingiustificato dell’intermediario finanziario.

Sarebbe, infatti, troppo facile, ogniqualvolta un’operazione comporta una perdita per il cliente, appellarsi alla disciplina a tutela del consumatore per sostenere che il contratto era caratterizzato da un eccessivo squilibrio tra le prestazioni a carico delle parti. Se così fosse, chiunque investirebbe in strumenti finanziari, anche altamente rischiosi, certo di poter contare sul recupero di quanto eventualmente perduto.

Ogni valutazione relativa all’equilibrio tra le prestazioni deve, quindi, confrontarsi con l’esito necessariamente incerto dell’investimento, che costituisce un dato ineliminabile delle operazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari. Per tale motivo, gli intermediari devono garantire non già un investimento “sicuro”, bensì solo un investimento “consapevole”.

¹¹¹ Trib. Prato, 5 marzo 2009, cit.

Occorre precisare, infine, che nella maggior parte dei casi giunti all'attenzione dei giudici di merito ha trovato applicazione, *ratione temporis*, la disciplina normativa ante- MiFID. Nei prossimi anni, pertanto, la giurisprudenza avrà il compito di "far vivere" le nuove regole introdotte per effetto del recepimento della normativa di matrice europea e sarà chiamata a sciogliere i nodi problematici che inevitabilmente la nuova disciplina ha determinato. Il quadro delle regole operative alle quali è affidata la tutela dell'investitore sarà quindi presumibilmente soggetto ad una vera e propria prova di resistenza, tesa a verificare se le acquisizioni giurisprudenziali relative alla normativa previgente mantengano o meno persistente attualità alla luce delle novità legislative.

Riferimenti Bibliografici

- AZZARRI, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2009.
- BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006.
- BISOGNI, *Il regolamento Consob sugli intermediari finanziari (Norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti)*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999.
- BOVE, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle sezioni unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009.
- CALISAI, *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari. Il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle sezioni unite della Corte di cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008.
- CAPRIGLIONE, *La tutela dell'investitore nell'orientamento della Corte di cassazione*, in *Mondo banc.*, 2008.
- CARINGELLA, *Alla ricerca della causa nei contratti gratuiti atipici*, in *Foro it.*, 1993.
- CARINGELLA, *Il contratto*, in *Studi di diritto civile*, Milano, 2007.
- COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008.
- CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010.
- DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005.
- DOLMETTA, *La violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2008.
- DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.
- FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004.
- GAZZONI, *Manuale di Diritto Privato*, Napoli, 2007.
- GENTILI, *Disinformazione ed invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2008.
- GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, n. 3.
- GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *A.A.V.V.*, *I contratti del*

-
- mercato finanziario*, a cura di Lener e Gabrielli, I, Torino, 2011.
- GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*, in *Giust. civ.*, 2001.
 - GOBBO - SALODINI, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur.comm.*, 2006.
 - GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.
 - GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007.
 - GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le Sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010.
 - GUERINONI, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, in *Corr. giur.*, 2011.
 - HOUBEN, *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca borsa titoli cred.*, 2010.
 - INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.
 - LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4You*, in *Danno e resp.*, 2006.
 - LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in A.A.V.V., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Lener e Gabrielli, I, Torino, 2011.
 - LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005.
 - LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007.
 - MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008.
 - MAGGIOLO M., *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010.
 - MARAGNO, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ.*, 2008.
 - MARICONDA, *Trasferimenti atipici e nullità per mancanza di causa*, in *Corr. giur.*, 1993.
 - MARICONDA, *L'insegnamento delle sezioni unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008.
 - MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle sezioni unite*, in *Dir. banc.*, 2008.
 - NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008.
 - NAVONE, *Le opzioni finanziarie*, in *Contr.*, 2011.
 - PELLEGRINI, *Controversie in materia bancaria e finanziaria: profili definitivi*, Padova, Cedam, 2007.
 - PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi d'investimento*, in A.A.V.V., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.
 - PELLEGRINI, *L'inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*, in

-
- Riv. trim. di dir. econ.*, 2010.
- PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005.
 - PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005.
 - 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 Impr.*, 2008.
 - PURPURA, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un moderno approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post MiFID*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010.
 - ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005.
 - ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza "Rordorf"*, *Danno e resp.*, 2008.
 - ROPPO - AFFERINI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006.
 - RUSSO, *Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento*, in *Dir. e giur.*, 2008.
 - SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, titoli cred.*, 2010.
 - SANGIOVANNI, *Inadempimento contrattuale e responsabilità nel caso Lehman Brothers*, in *Corr. Merito*, 2010.
 - SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in *Danno e resp.*, 2009.
 - SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. fallim.*, 2008.
 - SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2006.
 - SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008.
 - SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle sezioni unite*, in *Società*, 2008.
 - SERRAO D'AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, in *Giur. merito*, 2010.
 - VOIELLO - CALCHERA - CARASCON, *Repertorio di giurisprudenza, in I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari finanziari*, a cura di Perrone, Milano, 2008.

Indice delle sentenze citate

Corte di cassazione

Cass., 20 novembre 1992, n. 12401, in *Foro it.*, 1993.

Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001.

Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Mass. Giust. civ.*, 2004.

Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I.
Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Foro it.*, 2008.
Cass. 8 ottobre 2008, n. 24795, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009.
Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009.
Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Rivista trim.dir. econ.*, 2009.

Corti d'appello

App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Corr. giur.*, 2008.
App. Lecce, 28 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it*
App. Trento, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*
App. Salerno, 30 settembre 2009, in *www.ilcaso.it*
App. Firenze, 5 gennaio 2010 (inedita).
App. Napoli, 3 marzo 2010, in *dejure.giuffre.it*.

Tribunali

Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004.
Trib. Lecce, 29 ottobre 2004, in *www.ilcaso.it*
Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *www.ilcaso.it*
Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005.
Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Taranto, 16 maggio 2005, in *www.ilcaso.it*
Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*
Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, in *Danno e resp.*, 2006.
Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Brindisi 16 dicembre 2005, in *www.ilcaso.it*
Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Venezia, 16 febbraio 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Milano, 20 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Pescara, 6 dicembre 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Parma, 6 dicembre 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Bari, 17 luglio 2006, in *www.il caso.it*.
Trib. Vercelli, 30 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*
Trib. Modena, 22 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Catania 23 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Salerno, 16 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Arezzo, 11 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Rimini, 28 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Brindisi 18 luglio 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Torino, 18 dicembre 2007, in *www.ilcaso.it*
Trib. Pescara 28 dicembre 2007, in *www.ilcaso.it*

Trib. Marsala, 21 marzo 2008, in *www.ilcaso.it*
Trib. Salerno, 18 marzo 2008, in *Guida dir.*, 2008.
Trib. Venezia, 27 marzo 2008, in *Nuova giur. civ.*, 2008.
Trib. Torino, 8 maggio 2009, in *dejure.giuffre.it*.
Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, in *Dir. e prat. soc.*, 2008.
Trib. Biella, 17 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*
Trib. Milano, 15 ottobre 2008, in *www.ilcaso.it*
Trib. Milano, 13 novembre 2008, *www.ilcaso.it*
Trib. Roma, 4 dicembre 2008, in *www.i.caso.it*
Trib. Verona, 23 dicembre 2008, in *www.ilcaso.it*
Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Catania, 18 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*
Trib. Bologna, 2 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*
Trib. Prato, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Bari, 31 marzo 2009, in *dejure.giuffre.it*.
Trib. Parma, 1° aprile 2009, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Prato, 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*.
Trib. Torino, 8 maggio 2009, in *dejure.giuffre.it*
Trib. Torino, 28 luglio 2009, in *www.ilcaso.it*
Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009, in *www.ilcaso.it*.
App. Reggio Calabria, 14 dicembre 2009, in *www.ilcaso.it*
Trib. Ferrara, 28 gennaio 2010, in *www.ilcaso.it*
Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*
Trib. Alba, 2 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*
App. Napoli, 4 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*
Trib. Mondovì, 9 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*
Trib. Torino 22 dicembre 2010, in *www.ilcaso.it*
Trib. Genova, 26 febbraio 2011, in *www.ilcaso.it*
Trib. Messina, 3 marzo 2011 (inedita)
Trib. Lecce, 14 gennaio 2011 (inedita)
Trib. Udine, 1 luglio 2011, in *www.ilcaso.it*

PRIME NOTE IN MATERIA DI CODICE DEGLI APPALTI E SERVIZI DI CONSULENZA FINANZIARIA

Mavie Cardi

Abstract: Il ricorso a servizi di consulenza finanziaria è sempre più frequente da parte di organismi di diritto pubblico. In questo contesto il presente studio si pone l'obiettivo di approfondire il tema dell'inquadramento normativo, sia sul piano relativo alle procedure di evidenza pubblica nella scelta dei contraenti, sia su quello relativo alle norme di legge che riservano a determinati soggetti professionali lo svolgimento di attività di "consulenza in materia di investimenti finanziari". A tal fine lo studio fornisce un'ipotesi interpretativa relativa alla lettura dei termini, dei limiti e delle modalità di applicazione della disciplina in materia di contratti pubblici ai servizi di consulenza finanziaria.

Abstract: The use of financial advisory services is more and more frequently by bodies governed by public law. In this context, the present study aims to investigate the issue to the operating framework, both on the side of public procurement procedures and on the on the side of rules of law which reserve certain professional actors to perform activities advice on financial investments. To this end, the study provides an interpretative scheme concerning terms, limitations and ways of application of the rules about public contracts for the procurement of financial advisory services.

Sommario: 1. L'incrocio delle discipline amministrative e bancarie nell'inquadramento del tema. - 2. La disciplina del Codice dei contratti pubblici in materia di "servizi finanziari" in generale e del servizio di "consulenza in materia di investimenti" in particolare. - 3. I profili definitori della nozione dell'attività di "consulenza in materia di investimenti". - 4. Proposte interpretative in tema di modalità di affidamento dei "servizi di consulenza finanziaria" in base alle procedure disciplinate dal Codice degli Appalti.

1. L'incrocio delle discipline amministrative e bancarie nell'inquadramento del tema.

Sempre più nella prassi di enti o pubbliche amministrazioni sottoposte alla disciplina pubblicistica ci si avvede dell'esigenza del ricorso a servizi di consulenza finanziaria.

Il tema incrocia due distinte discipline di settore: da un lato, quella relativa alle procedure di evidenza pubblica nella scelta dei contraenti da parte di pubbliche amministrazioni o di

organismi di diritto pubblico¹ e, dall'altro, quella relativa alle norme di legge che riservano a determinati soggetti professionali lo svolgimento di attività di “consulenza in materia di investimenti finanziari”.

Sotto altro profilo, il tema incrocia anche competenze scientifiche e di esegesi critica che vedono sovrapposti gli interessi di studio propri del diritto amministrativo, per un verso, e del diritto bancario per l'altro. L'una e l'altra prospettiva di incrocio di materie e di interessi scientifici suggerisce di approfondire il tema sul piano dell'inquadramento normativo e teorico. Sulla base della impostazione proposta, queste “prime note” si propongono di presentare le due prospettive delineate nell'ambito dell'inquadramento normativo riservato a ciascuna di esse.

2. La disciplina del Codice dei contratti pubblici in materia di “servizi finanziari” in generale e del servizio di “consulenza in materia di investimenti in particolare.

Nella visuale di diritto amministrativo il tema, oggetto di inquadramento normativo in questa sede, si può configurare come incentrato sulla verifica del se - e in caso di risposta affermativa, in quale misura - il negozio giuridico mediante il quale avviene il conferimento di un incarico da parte delle pubbliche amministrazioni e degli organismi di diritto pubblico a un intermediario – cui sia riservata normativamente (come si vedrà al paragrafo successivo) l'attività di consulenza in materia di investimento - rientri nell'ambito oggettivo di applicazione della disciplina vigente in materia di contratti pubblici.

L'art. 20 del d. lgs. 12 aprile 2006 n. 163 (<<*Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE*>>) (di seguito, <<*Codice degli Appalti*>>) opera una distinzione fra due tipologie di servizi: quelli elencati nell'Allegato IIA, che sono assoggettati per intero alle disposizioni del Codice degli Appalti e quelli di cui all'Allegato IIB, rispetto ai quali trovano applicazione soltanto alcune disposizioni relative alle

¹ Come è noto la locuzione “organismo di diritto pubblico” amplia notevolmente l'ambito dei destinatari soggettivi delle discipline pubblicistiche in materia di lavori, servizi e forniture. La materia è trattata con estremo approfondimento in tutta la manualistica e nei commentari sulla legislazione in questione, per cui in questa sede non si può che rinviare ai relativi testi di riferimento. V. per tutti: R. GAROFOLI, *L'organismo di diritto pubblico*, in M.A. SANDULLI - A. DE NICTORIS - R. GAROFOLI (diretto da), *Trattato sui contratti pubblici*, Milano, 2008, pag. 555 ss; F. CARINGELLA, *In particolare, gli organismi di Diritto pubblico*, in R. DE NICTORIS, (a cura di), *I contratti pubblici di lavori, servizi e forniture*, Milano 2007; M.A. SANDULLI, (a cura di), *Organismi e imprese pubbliche*, Milano, 2004; V. CAPUTI JAMBRENGHI, *L'organismo di diritto pubblico: profili sostanziali e processuali*, Milano, 2003; A. CLARIZIA, *Commento all'art. 2*, in A. CARULLO, A. CLARIZIA (a cura di), *La legge-quadro in materia di lavori pubblici*, Padova, 2000; R. GAROFOLI, *Commento all'art. 2*, in F. CARINGELLA e G. DE MARZO (a cura di), *La nuova disciplina dei lavori pubblici*, Milano, 2003; M.P. CHITI, *L'organismo di diritto pubblico e la nozione comunitaria di pubblica amministrazione*, Bologna, 2000. La nozione assume rilievo anche sotto il profilo dell'attività amministrativa di soggetti di diritto privato, a cui l'art. 1-ter della legge sul procedimento amministrativo impone il rispetto dei criteri di economicità, efficacia, pubblicità, imparzialità e trasparenza. V. sul punto e per i commenti: M.A. SANDULLI (a cura di), *Codice dell'azione amministrativa*, Milano, 2011, pag. 177 e ss..

specifiche tecniche (art. 68) e a limitate forme di pubblicità (artt. 65 e 225)².

Nell'Allegato IIA del Codice, al numero 6, sono contemplati i <<servizi finanziari>>, distinti in: a) servizi assicurativi e b) servizi bancari e finanziari.

Per individuare in concreto le tipologie di servizi finanziari inclusi, l'Allegato IIA rimanda ai codici CPV “Common procurement vocabulary”³ collegati ai servizi bancari e finanziari, numerati da 66100000-1 a 66430000-3.

Essi si riferiscono, tra le altre, alle seguenti attività:

- <<Servizi di intermediazione valori>> (66131000-7);
- <<Servizi di gestione di portafoglio>> (66140000-3);
- <<Servizi di consulenza finanziaria, di gestione delle transazioni finanziarie e di compensazione>> (66170000-2);
- <<Servizi di consulenza finanziaria>> (66171000-9).

Il regime di integrale assoggettamento alle disposizioni procedurali del Codice degli Appalti e quindi, in sostanza, alle norme di evidenza pubblica nella scelta dei contraenti per i servizi bancari e finanziari registra - nell'ambito dei <<servizi finanziari>> cui si è appena fatto riferimento - una deroga.

Infatti, nella Nota 3 dell'Allegato IIA e, prima ancora, nell'art. 19, comma 1, lett. d) del Codice degli Appalti, viene precisato che la normativa contenuta nel Codice non si applica ai contratti pubblici <<concernenti servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari, in particolare le operazioni di approvvigionamento in denaro o capitale delle stazioni appaltanti, nonché i servizi forniti dalla Banca d'Italia>>.

Ora, l'assoggettamento all'intero corpus del Codice degli Appalti oppure alle limitate disposizioni ex art. 68 del Codice in materia di specifiche tecniche oppure alle forme di pubblicità (di cui agli articoli 65 e 225) dipende dalla natura del servizio di consulenza finanziaria in concreto prestata.

Come è stato riconosciuto dall'Autorità per la Vigilanza sui Contratti Pubblici sui lavori, servizi e forniture, << La genericità della nozione “servizi finanziari” di cui all'art. 19 del Codice determina effettivamente un'area di incertezza che deriva dal suo coordinamento con l'indicazione dei servizi inclusi nell'Allegato II A del Codice - “servizi finanziari: assicurativi, bancari e finanziari” (con esclusione dei contratti di servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita, al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari e strumenti forniti da banche centrali), soggetti all'applicazione del Codice >>⁴.

Di qui la necessità di tentare di delimitare con esattezza la portata applicativa dell'espressione <<all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari >>: solo

² Le norme in questione sono analizzate nei numerosi commenti disponibili sul Codice dei contratti pubblici, più volte modificato, negli anni successivi al 2006, sia da leggi specifiche in materia di contratti pubblici, che da norme contenute in normative di carattere vario. Così, da ultimo, i decreti convertiti nella legge, 14 marzo 29012, n. 27 sulle liberalizzazioni e nella legge 4 agosto 2012, n. 35 sulle semplificazioni. Per un'edizione aggiornata anche a queste ultime normative v. F CARINGELLA – M. PROTTO, *Codice dei contratti pubblici, sub art. 65* (pag. 525 ss.), sub art. 68 (pag. 538) e art. 225 (pag. 1444).

³ Il CPV o “Vocabolario comune per gli appalti” designa la nomenclatura di riferimento per gli appalti pubblici adottata dal Regolamento (CE) n. 2195/2002, assicurando nel contempo la corrispondenza con altre nomenclature esistenti.

⁴ Così nel Parere reso al Ministero dell'Economia e delle finanze con lettera del 4 agosto 2009 (Prot. 47208/09/5566), reperibile nel sito *web www.avcp.it*.

i servizi finanziari che hanno questo oggetto, infatti, sono esclusi dall'applicazione integrale del Codice degli Appalti.

Sul punto, l'anzidetta Autorità di vigilanza, nel richiamato parere, precisa che <<L'esclusione concernente i servizi finanziari trova (...) la sua giustificazione nelle caratteristiche dei prodotti finanziari, la cui negoziazione appare legata in misura prevalente al particolare giudizio di affidabilità di ciascun singolo operatore e la cui verifica di convenienza si fonda esclusivamente sul favorevole e particolare giudizio di affidabilità e solidità dell'impresa offerente>>, soggiungendo: <<A ben vedere, l'elenco dei servizi riferibili ai codici CPV, corrispondenti alla categoria 6 dell'allegato in commento, non sembra annoverare anche operazioni con caratteristiche assimilabili a "servizi di approvvigionamento in denaro o capitale", esclusione che giustifica la disciplina speciale all'uso dettata dall'art. 19. Tale disposizione va intesa, tuttavia, restrittivamente (come tutte le disposizioni che prevedono eccezioni ad una regola generale), in quanto norma derogatoria ai principi dell'evidenza pubblica. In essa vanno ricondotti dunque solo i servizi c.d. di investimento che non formano oggetto della classificazione comunitaria di cui all'Allegato II A del codice>>.

Al fine ora di rinvenire i contenuti delle locuzioni normative impiegate dal Codice degli Appalti è necessario il rinvio alla specifica disciplina contenuta nell'ambito dell'ordinamento finanziario che ha contenuto definitorio delle locuzioni in questione.

3. I profili definatori della nozione dell'attività di "consulenza in materia di investimenti".

In via di premessa alla individuazione dei profili definatori che più strettamente riguardano l'oggetto di queste note appare necessario ricordare - anche se il tema è noto nell'ambito degli studi di diritto bancario e finanziario - che l'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari è nell'ordinamento vigente tutelata con affidamento della stessa ad operatori che rientrano in ambiti riservati.

È anche noto che la vicenda di inquadramento in ambito autorizzatorio dell'attività in questione risale alla comprensione della stessa tra le forme di attività di intermediazione mobiliare riservate agli intermediari autorizzati nella l. 2 gennaio 1991 n. 1 (<<Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari>>). Successivamente essa fu sottratta alla riserva di attività con l'entrata in vigore del d. lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. <<Decreto Eurosim>>) e ,ancora, dal Testo unico della finanza, T.U.F. (d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) e ciò seguendo l'impostazione della Direttiva Comunitaria 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari che collocava tale attività tra i servizi accessori, di cui alla Sezione C dell'allegato alla direttiva medesima.

La materia negli anni successivi ha ulteriormente registrato un cambio di direzione, atteso che l'art. 4, par. 1, punto 4) - nonché l'Allegato 1, Sezione A, punto (4), della dir. 2004/39/CE <<Markets in Financial Instruments Directive>> (MiFID) - e, conseguentemente, il d. lgs. 17 settembre 2007 n. 164 di recepimento della MiFID ha di nuovo compreso la consulenza in materia di strumenti finanziari (*rectius*, <<consulenza in materia di investimenti>>) fra i servizi

e le attività di investimento⁵.

Sulla base delle premesse di inquadramento normative rapidamente evocate, il quadro delle riserve di legge afferenti all'attività ora in considerazione – in questa sede rilevante in quanto individua i potenziali contraenti di un affidamento da parte di pubbliche amministrazioni o organismi di diritto pubblico - può essere così sintetizzato:

- in linea di principio e da un punto di vista generale, <<L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento >> - tra le quali è compresa quella di <<consulenza in materia di investimenti>> - <<è riservato alle imprese di investimento e alle banche >> (art. 18, co. 1, TUF), <<quando hanno per oggetto strumenti finanziari>> (art. 1, co. 5, TUF);
- peraltro, <<Le SGR possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere d) ed f) TUF>>, vale a dire, le attività di <<gestione di portafogli>> e di <<consulenza in materia di investimenti>> (art. 18, co. 2, primo periodo, TUF);
- infine, << La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti >> (art. 18-bis, co. 1, primo periodo, TUF).

Specificamente fermando lo sguardo sulle società di gestione del risparmio (di seguito, "SGR"), va osservato, da un diverso angolo visuale, che l'ambito delle <<attività esercitabili>> da parte di una SGR si è venuto progressivamente ampliando, di talché, attualmente, le SGR possono non soltanto esercitare il servizio di gestione collettiva del risparmio, che continua ad essere attività riservata agli organismi di investimento del risparmio nel cui novero rientrano, per l'appunto, le SGR (art. 33, co. 1, TUF), ma altresì <<prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti >> (art. 33, co. 2, lett. e), TUF).

Ai fini del tema che qui ci interessa, particolare rilievo assumono le previsioni normative concernenti i profili definitori dell'attività di consulenza finanziaria, ai fini del riscontro della disciplina derivante dal Codice degli Appalti sopra richiamata, e l'ambito oggettivo di applicazione della normativa derivante dall'ordinamento finanziario. E' sotto questa visuale che si evidenzia il rilievo dell'ambito oggettivo disciplinato dall'ordinamento finanziario e che è esteso <<ad alcuni servizi agli investitori o servizi di negoziazione che hanno carattere di attività finanziarie, offerti da più parti agli investitori, ai clienti, ai partecipanti ai mercati finanziari e/o presentano rischi per gli investitori e per il mercato che potrebbero essere utilmente affrontati tramite l'applicazione di alcune norme di base della DSI>>.

In questo quadro, come può evincersi dal punto 2) del paragrafo 1 dell'art. 4 della dir. 2004/39/CE, che qualifica come <<servizio e attività di investimento>> <<qualsiasi

⁵ Sul tema della disciplina positiva relativa al servizio di consulenza in materia di investimenti finanziari, non può che farsi riferimento al dibattito sul tema delle innovazioni apportate dalla MiFID e dal suo recepimento: su cui in via generale, v. per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2006. E, da ultimo, gli scritti di M. T. PARACAMPO ("Società di consulenza finanziaria: un disciplina in itinere"); S. AMOROSINO (*Profili pubblicistici della disciplina delle attività di consulenza finanziaria*), A. SCIARRONE ALIBRANDI, (*Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*) e F. CIRAOLO, (*I caratteri del servizio di consulenza in materia di investimenti, alla luce delle normative di recepimento della MIDIF*), tutti in AA.VV., *Scritti in onore di F. Capriglione*, Padova, 2010, rispettivamente p. 347 ss.; p.429 ss.; p. 597 ss; p. 649 ss.

servizio o attività riportati nella sezione A dell'allegato I relativo ad uno degli strumenti che figurano nella sezione C dell'allegato I>>, l'attività di <<consulenza in materia di servizi di investimento>> è stata ricondotta nell'alveo dei <<servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione>>: ciò, a motivo <<della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate>> (così il 3° Considerando della Direttiva).

In base alla definizione offerta nel punto 4) del paragrafo 1 dell'art. 4 della dir. 2004/39/CE, per <<consulenza in materia di servizi di investimenti>> deve intendersi la <<prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari>>.

In materia la commissione, avvalendosi del potere ad essa riconosciuto dal paragrafo 2 dell'art. 4 della dir. 2004/39/CE, con l'art. 52 della dir. 2006/73/CE del 10 agosto 2006 <<recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di alcuni termini ai fini di tale direttiva>> (di seguito, "dir. 2006/73/CE"), ha ritenuto di precisare:

- al paragrafo 1, che <<una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore>>;
- al paragrafo 2, che <<tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:
 - a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;
 - b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario>>;
- al paragrafo 3, che <<una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico>>. In sede di recepimento si è ripresa la definizione ora vista in materia di servizi di consulenza della direttiva MiFID di <<consulenza in materia di investimenti>>, inserendo però alcune specificazioni contenute nella direttiva di 2° livello, vale a dire, nella dir. 2006/73/CE.

Così, la definizione di <<consulenza in materia di investimenti>> che ha trovato accoglimento in Italia è questa: <<Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione>> (art. 1, comma 5-septies, TUF, inserito dall'art. 1 del d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164).

La definizione ora riportata, peraltro, richiede in ogni caso un'attività interpretativa, alla luce degli orientamenti assunti in sede comunitaria.

Così, conformemente a quanto precisato nell'81° Considerando della dir. 2006/73/CE,

non costituisce consulenza, quale autonomo e specifico servizio di investimento, la c.d. <<consulenza generica>>, che è tale in quanto fornita non in merito a un determinato strumento finanziario, ma in merito a tipi di strumenti finanziari. Parimenti non configurano consulenza in materia di investimenti gli <<atti preparatori>>, compresa l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento, laddove da tali attività non derivino attività personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente. Al contrario, rientra tra gli atti preparatori, ad esempio, la prestazione di consulenza generica da parte dell'intermediario a clienti o a potenziali clienti, che, come tale, viene attratta dalla disciplina del servizio di investimento cui è collegata.

La Consob tiene poi a <<rimarcare, anche al fine di prevenire comportamenti non in linea con l'impianto normativo, come l'attività di "consulenza generica" non possa in alcun caso tradursi in una raccomandazione personalizzata su singoli strumenti finanziari. Qualsiasi riferimento specifico alla idoneità di un singolo strumento finanziario rispetto alle caratteristiche personali del cliente integrerebbe infatti prestazione al cliente di un servizio di consulenza vero e proprio>>⁶.

4. Proposte interpretative in tema di modalità di affidamento dei servizi di "consulenza finanziaria" in base alle procedure disciplinate dal Codice degli Appalti.

Le definizioni normative da ultimo richiamate relative alle distinzioni tra "servizi di consulenza finanziaria", "consulenza generica" e "atti preparatori" consentono ora di formulare una ipotesi interpretativa di inquadramento normativo della tipologia ora richiamata - derivante dall'ordinamento normativo finanziario - sotto la disciplina positiva del Codice degli Appalti. Coordinando le indicazioni che derivano dall'ordinamento finanziario con quelle dell'ordinamento del Codice degli Appalti si può formulare la seguente ipotesi interpretativa:

- I) il servizio di consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5, lett. f), TUF appare sussumibile tra i <<servizi di consulenza finanziaria>> sottoposti integralmente al Codice degli Appalti;
- II) a conclusione diversa da quella enunciata sub I) si perviene con riguardo alla c.d. <<consulenza generica>>, che è tale in quanto fornita non in merito a un determinato strumento finanziario, ma in merito a tipi di strumenti finanziari e a determinate tipologie di operazioni e non è compresa nel novero dei servizi di investimento;
- III) analoga conclusione si perviene con riferimento ai descritti <<atti preparatori>>, compresa l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, allorché da tali attività non derivino attività personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente.

⁶ Cfr. www.consob.it/consultazione_intermediari_20070720_schede.pdf.

Più analiticamente, chiarito dunque che i <<servizi consulenza finanziaria>> - nella cui nozione rientra la consulenza in materia di investimenti (di cui all'art. 1, comma 5, lett. f), TUF) mentre ne sono esclusi sia la <<consulenza generica>> che gli <<atti preparatori>>, come sopra descritti - devono essere affidati in conformità alle previsioni del Codice degli Appalti pubblici; deve ricordarsi che tale normativa richiede l'attivazione di procedure differenti, in base all'importo oggetto dell'affidamento.

Per contratti di importo inferiore a euro 40.000,00, l'art. 125, comma 11, del d.lgs. 163/2006 prevede che la stazione appaltante possa disporre l'affidamento diretto.

Ne consegue che le Pubbliche amministrazioni e gli organismi di diritto pubblico possono affidare direttamente ai soggetti cui è riservata tale attività incarichi di consulenza finanziaria di importo contenuto entro il suddetto limite.

Lo stesso richiamato art. 125 dispone, altresì, che per importi compresi tra euro 40.000,00 ed euro 211.000,00 è possibile ricorrere al "cottimo fiduciario".

Tale istituto richiede che l'affidamento avvenga <<nel rispetto dei principi di trasparenza, rotazione, parità di trattamento, previa consultazione di almeno cinque operatori economici, se sussistono in tale numero soggetti idonei, individuati sulla base di indagini di mercato ovvero tramite elenchi di operatori economici predisposti dalla stazione appaltante>>.7.

La giurisprudenza ha chiarito che il cottimo fiduciario consiste in una procedura negoziata la quale, pur procedimentalizzata, richiede certamente l'osservanza dei "principi" richiamati dalla norma, senza tuttavia il necessario ossequio di tutti i passaggi procedurali in cui tali principi si inverano nelle procedure concorsuali ordinarie⁸. Lo stesso principio della rotazione dei soggetti da invitare secondo la più recente giurisprudenza, non ha una valenza precettiva assoluta, di guisa che la sua episodica mancata applicazione non vale ad inficiare gli esiti di una gara; mentre⁹ essendo richiesta l'osservanza del principio di pubblicità, è stato ritenuto illegittimo che tali procedure si svolgano interamente in seduta riservata.

In via riepilogativa, l'ipotesi interpretativa qui argomentata conduce a ritenere che:

- la consulenza finanziaria identificabile con la <<consulenza in materia di servizi di investimento>> - ovvero con *la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario* - è soggetta all'applicazione dell'intero Codice degli Appalti pubblici e deve essere pertanto affidata con le procedure ad evidenza pubblica ivi previste;
- le Pubbliche amministrazioni e gli organismi di diritto pubblico possono invece affidare direttamente:
 - o la c.d. <<consulenza generica>>, che è tale in quanto fornita non in merito a un determinato strumento finanziario, ma in relazione a tipi di strumenti finanziari;
 - o incarichi qualificabili come <<atti preparatori>>, ovvero l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, o della prestazione di un servizio di

⁷ Sul tema e più in generale sulle procedure semplificate v. G. DELLA CANANEIA, *Le alternative alla evidenza pubblica*, in C. FRANCHINI (a cura di), *I contratti con la pubblica amministrazione*, Torino 2008, pag. 281 e ss.

⁸ T.a.r. Toscana, Sez. I, 22 dicembre 2009, n. 3988.

⁹ Cfr. nel primo senso: Cons. St., Sez. VI, 28 dicembre 2011, 6906 e, nel secondo: Cons. St., Sez. V, 5 ottobre 2011, n. 5454.

investimento o dello svolgimento di un'attività di investimento, laddove da tali attività non derivino attività personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente;

- attività di consulenza finanziaria identificabile anche con la <<consulenza in materia di servizi di investimenti>> per importi inferiori ad euro 40.000,00, ferma sempre restando la possibilità di attivare la descritta procedura semplificata di cottimo fiduciario per incarichi di consulenza finanziaria per importi inferiori alla soglia indicata a riguardo.

LA CONTRATTAZIONE FINANZIARIA E LE REGOLE DI COMPORTAMENTO: PATOLOGIE DEL RAPPORTO E RIMEDI

Riccardo Restuccia

Abstract: Il processo normativo in tema di contratti di intermediazione finanziaria si è rivelato frammentario ed accidentato. L'analisi di tale regime ha fatto emergere novità significative in ordine alla dimensione globalizzata del mercato finanziario, retto da principi che tendono, perlomeno negli intenti, a travalicare gli argini della legislazione nazionale, nell'ottica dell'istituzione di un quadro normativo unitario ed europeistico. Una prospettiva di unitarietà che mostra, nel nostro campo di indagine, segnali determinanti ed univoci rappresentati dalla utilizzazione della tecnica del neoformalismo, dalla individuazione di nuove forme di ricchezza dematerializzata, dall'adozione del regime della nullità relativa, dalla razionalizzazione del rischio contrattuale ed, infine, dal sempre più frequente richiamo alle clausole generali – tra le quali, anzitutto, la clausola della buona fede – quali parametri di comportamento ai quali rapportare la condotta degli intermediari. Ne risulta un quadro che si impone nella sua portata pluridimensionale ed interdisciplinare. La sovranità della legge statale attraversa una fase altamente critica, sia per il concorso con fonti di diritto transnazionali, sia, in ambito interno, per la dinamica che caratterizza le fonti di diritto di differente grado e funzionalità, in un settore interamente regolato da una disciplina ove confluiscono, e confluiranno ancora, norme primarie e norme secondarie.

Abstract: The regulatory process which led to the law of contracts of financial intermediation has proved fragmentary and uneven. The analysis of this system has given rise to significant changes in relation to the size of the globalized financial market, governed by principles that tend, at least in intent, to go beyond the banks of the legislation, with the aim of establishing a unified regulatory framework and europeanist. A vision of unity that shows in our field of investigation, determinants and unambiguous signals represented by the use of the technique of neoformalismo, the identification of new forms of wealth paperless adoption of the system of relative nullity, the streamlining of contractual risk and, finally, the increasingly frequent references to general clauses - including, first, the clause of good faith - such behavior parameters which relate to the conduct of intermediaries. The result is a framework that imposes multidimensional and interdisciplinary in scope. The sovereignty of the state law through a phase highly critical, both for the competition with transnational sources of law, both for domestic purposes, for the dynamics that characterizes the right sources of varying levels and functionality, in a field entirely regulated by a discipline where converge, and converge again, primary rules and secondary rules.

ARTICOLO PERVENUTO IL 6 SETTEMBRE 2012, APPROVATO IL 4 OTTOBRE 2012.

Sommario: 1. La cornice normativa di riferimento. – 2. Prescrizioni normative ed effetti del contratto: i doveri di condotta dell’intermediario. – 3. La violazione delle regole di comportamento e la tutela dell’investitore. – 4. Sanzioni civilistiche tra nullità, risoluzione e risarcimento.

1. La cornice normativa di riferimento.

L’attuale regime normativo in materia di intermediazione finanziaria è il frutto di una lunga e sofferta fase di scelte legislative che in Italia, nel corso degli anni Novanta, ha decisamente segnato una svolta rispetto alla previgente disciplina di settore, attraverso un processo di integrazione e riforma dell’ordinamento del mercato finanziario ⁽¹⁾.

Tutto ciò in via funzionale all’introduzione di regole che contemperassero, al meglio, una duplice esigenza: da una parte la garanzia di stabilità, di competitività e di buon funzionamento dei mercati finanziari e di contestuale efficienza degli operatori economici; dall’altra parte una apposita e, quanto più pregnante, tutela degli investitori.

Recependo, pertanto, le indicazioni provenienti dalle disposizioni di fonte comunitaria ⁽²⁾, il legislatore nazionale è giunto, così, alla istituzione di un complesso normativo ⁽³⁾ con l’intento sia

¹ Il mercato finanziario è l’espressione operativa del sistema economico all’interno del quale sorgono e si evolvono rapporti di concorrenza tra i diversi settori di attività. I mercati regolamentati da una disciplina speciale, un tempo, erano solo la “Borsa Valori”, il “mercato ristretto” riguardante i titoli minori e non quotati in borsa ed il “mercato secondario all’ingrosso dei titoli di Stato”; sfuggiva, pertanto, ad ogni controllo lo svolgimento dell’attività finanziaria la quale, durante gli anni ‘70, si sviluppò in maniera del tutto incontrollata e disomogenea. A quel tempo, infatti, l’autorità di vigilanza (Consob) era preposta solamente al controllo della “Borsa” e del “mercato ristretto”. Nonostante un duplice intervento legislativo concretizzatosi con l’emanazione della legge n. 77/1983 (istitutiva del fondo di investimento mobiliare aperto) e della legge n. 216/1974 (tramite la quale fu riconosciuta personalità di diritto pubblico alla Consob), l’attività di intermediazione era ancora retta da una disciplina disordinata e confusa.

Il primo segnale di raccordo dei diversi segmenti del mercato finanziario si ebbe negli anni ‘90 mediante l’introduzione della legge n. 1/1991, la quale disciplinò in maniera organica l’attività di intermediazione svolta dalle SIM e dalle banche.

A livello comunitario, nel frattempo, si avvertì l’esigenza di dar vita ad una disciplina unitaria e compiuta dei distinti mercati regolamentati, in un’ottica volta alla armonizzazione della materia tra i vari Stati membri della Comunità Europea. A ciò pensarono le Direttive CEE nn. 22/93 e 6/93 in tema di servizi di investimento in valori mobiliari e di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento. Tali direttive, nel contempo, affermarono il principio del “mutuo riconoscimento”, in virtù del quale le imprese di investimento autorizzate all’attività di intermediazione in uno degli Stati membri, potevano svolgere l’attività medesima anche in uno degli altri Stati, seppur sotto il controllo dello Stato di appartenenza. In questo contesto il Governo italiano, in seguito all’emanazione della legge delega 6 febbraio 1996 n. 52, approvò il d. lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. decreto Eurosim).

² Inizialmente le Direttive nn. 6 e 22 del 1993 e, più di recente, la Direttiva n. 39/2004 e le direttive esecutive entrate in vigore in Italia dal novembre 2007.

³ Ci si riferisce al decreto legislativo 26 febbraio 1998 n. 58 recante il nuovo Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. La materia dell’intermediazione finanziaria, da qualche tempo, era stata sottoposta ad un riassetto organico mediante l’istituzione della c.d. “riforma del risparmio” introdotta dalla legge 28 dicembre 2005 n. 262 che riguardava le “disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”. I 44 articoli della “riforma del risparmio” rappresentavano una eterogenea raccolta di disposizioni riguardanti profili della materia finanziaria assai diversi tra loro: dal conflitto di interessi degli intermediari, all’attuazione della direttiva comunitaria sul prospetto, dalla disciplina della revisione contabile, al sistema sanzionatorio penale ed amministrativo. Questa normativa si sarebbe dovuta sviluppare in via trasversale tra codice civile, Testo Unico Bancario (c.d. T.U.B.), T.U.F. e legge fallimentare.

Tale riforma ha tuttavia avuto vita molto breve e, prima ancora della sua attuazione da parte della Consob, è stata innovata dal decreto legislativo 17 settembre 2007 n. 164, con il quale il Governo italiano è stato delegato a dare attuazione alla

di risolvere i problemi legati al diritto transnazionale, sia di introdurre una nuova concezione di mercato, concepito non più secondo il tradizionale modello di pubblica regolamentazione di un servizio a rilevanza pubblica, bensì come attività di impresa a regime privatistico, sebbene sottoposta all'autorizzazione ed alla vigilanza pubblica⁽⁴⁾.

Alla base della scelta compiuta dal nostro legislatore stava la convinzione che il superamento della visione pubblicistica del mercato, rappresentasse una tappa obbligata nel processo di integrazione internazionale del settore finanziario, regolato dall'applicazione del principio di liberalizzazione dei servizi di investimento e del mutuo riconoscimento⁽⁵⁾.

In questo contesto, dunque, la contrattazione in materia finanziaria rappresenta attività economica assai sensibile ai variegati fenomeni – quali, ad esempio, la progressiva liberalizzazione dei flussi di capitali, il graduale affiorare di mercati emergenti, l'arricchimento delle tecniche, delle metodologie e delle tipologie di investimento e di allocazione della ricchezza – che caratterizzano il mercato del risparmio in continua evoluzione. Ed è materia che inevitabilmente palesa caratteri di particolare e stringente complessità per la obiettiva difficoltà a soggiacere ad uno specifico e completo disegno normativo che esprima rigore di categorie concettuali. Il quadro d'insieme, infatti, mal si presta a rigidi schematismi che adottino formule di estrema sintesi. L'antica e tradizionale distinzione degli operatori economici in funzione del settore (del credito, delle assicurazioni o dei valori mobiliari) in cui essi operavano, non appartiene più all'attuale realtà dell'economia finanziaria; ciò sebbene ciascun ambito di materia conservi, evidentemente, caratteri distintivi che ne caratterizzano la rispettiva identità.

Direttiva 2004/39/CE che ridisegna l'intero quadro normativo in materia di mercati ed intermediari finanziari, modificando le Direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE ed abrogando la Direttiva 93/22/CEE (v. tra i contributi che si occupano del recepimento della nuova normativa comunitaria in tema di servizi di investimento, V. SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della Mifid*, in *I contratti*, 2008, 176 ss.; Id., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; Id., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva Mifid*, in *I contratti*, 2007, 243 ss.; F. BRUNO-A. ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della Mifid*, in *Le società*, 2007, 277 ss.; F. RECINE, *La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID): nuove regole sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, I, 303 ss.; F. DURANTE, *Verso una diversa gradazione della tutela degli investitori (ed un diverso ruolo della Consob): dal diritto giurisprudenziale al recepimento delle misure <di secondo livello> della Mifid*, in *www.judicium.it*, 2008, 176 ss.). Ad una prima lettura sembrerebbe che la nuova disciplina sia volta a creare un quadro normativo comune tra i vari Stati Membri attraverso l'istituzione di un'armonizzazione massima, che lascia ai vari ordinamenti nazionali, spazi di autonomia e discrezionalità assai ristretti (v. in tema, F. VELLA, *Le sfide della Mifid*, in *www.lavoce.info*). Ciò, differenzialmente da quanto avvenne per la Direttiva 93/22/CEE, la quale, contenendo più che altro principi di carattere generale che consentivano ampi margini di discrezionalità nel suo recepimento, ha favorito, dunque, la regolamentazione frammentaria e sensibilmente disomogenea tra gli Stati Membri. Il nuovo impianto normativo introdotto a livello di disciplina primaria, è stato quindi attuato attraverso l'emanazione: a) del Regolamento Consob 29 ottobre 2007 n. 16190, entrato in vigore il 2 novembre 2007, il quale ha sostituito il precedente regolamento Consob n. 11522 del 1998, in materia di intermediari; b) del Regolamento Consob del 29 ottobre 2007 n. 16191, anch'esso entrato in vigore il 2.11.2007, in materia di mercati; c) del Regolamento di emanazione congiunta Banca d'Italia – Consob del 31.10.2007, emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2**bis**, del T.U.F., recante la nuova disciplina dei requisiti organizzativi e procedurali, dei conflitti di interesse e dei reclami della clientela.

⁴ In tal senso R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 1997, 201-202, il quale osserva, peraltro, che dal riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati discende il riconoscimento – in favore dell'attività medesima – della tutela costituzionale contemplata dall'art. 41 Cost.

⁵ La nuova impostazione che caratterizza adesso la disciplina dei mercati finanziari è resa manifesta dall'art. 61, primo comma, T.U.F. – nel quale può dirsi praticamente confluito integralmente l'art. 46, primo comma, del decreto legislativo n. 415/1996 –, il quale recita testualmente: "l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro". Dal testo della norma del T.U.F. appena citata si desume, altresì, che l'adozione del modello privatistico induce ragionevolmente ad escludere una struttura monopolistica dei mercati finanziari.

2. Prescrizioni normative ed effetti del contratto: i doveri di condotta dell'intermediario.

L'allocazione del risparmio e la movimentazione del portafoglio finanziario degli investitori che ricorrono ai servizi offerti dagli intermediari finanziari rappresenta, oggi, un fenomeno largamente diffuso e tanto più utilizzato per posizioni patrimoniali di grande consistenza.

Quale che sia il titolo rappresentativo del capitale da investire, l'attività di intermediazione finanziaria si svolge nell'ambito del variegato universo dei "servizi di investimento"⁽⁶⁾ aventi ad oggetto strumenti finanziari⁽⁷⁾. L'attuale normativa del T.U.F. – ancor meglio precisata dalle norme regolamentari emanate dalla Consob⁽⁸⁾ – ha introdotto stringenti regole cui l'agire degli intermediari deve uniformarsi per il raggiungimento della "sana e prudente gestione" delle risorse finanziarie che vengono a questi affidate, con il chiaro intento di raggiungere, tra l'altro, il giusto punto di equilibrio tra regime di vincolo e libertà di iniziativa economica⁽⁹⁾, anche in vista degli obiettivi di portata generale fissati dal legislatore.

Il modello operativo che viene adottato per la contrattazione in materia finanziaria varia a seconda delle esigenze – e, quindi, della tipologia – degli investimenti che si vogliono realizzare; allo stesso modo differenti saranno i soggetti abilitati⁽¹⁰⁾ all'espletamento del "servizio" concretamente reso.

⁶ L'art. 1, quinto comma, T.U.F. è stato così modificato a seguito del recepimento della Direttiva Mifid: "per 'servizi e attività di investimento' si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione".

⁷ Già al tempo dell'entrata in vigore del decreto Eurosim il concetto di "valore mobiliare" – introdotto nella normativa italiana dalla l. 23.3.1983 n. 77 istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliari aperti – aveva lasciato il passo a quello di "strumento finanziario", nell'ambito del quale la categoria del "valore mobiliare" continuava a sopravvivere quale *species* del più ampio *genus* "strumento finanziario".

Afferma, invece, la coincidenza delle due nozioni F. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, 1113.

⁸ L'impianto normativo di cui ci stiamo occupando – come già accennato – si caratterizza per la compresenza di disposizioni che sono il frutto di una produzione normativa che discende da fonti di diverso grado gerarchico.

Più in particolare l'intera materia dei servizi di investimento, è regolata tanto dalle norme primarie del T.U.F., quanto dalle norme secondarie che, in materia di disciplina degli intermediari, erano contenute nel Regolamento Consob n. 11522 del 9 luglio 1998, successivamente modificato con deliberazione del 9 dicembre 1998 n. 11745, con deliberazione del 1° marzo 2000 n. 12409, con deliberazione del 20 aprile 2000 n. 12498 e con deliberazione del 18 aprile 2001 n. 13082 ed, attualmente, sostituito dal Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

⁹ Discipline di vincolo, disposizioni di limite e controlli pubblici operano, *in primis*, nella misura indicata dalle norme di costituzione economica che valgono, evidentemente, anche come garanzia delle libertà dei privati. Anche nel campo del mercato mobiliare, quindi, è stato concepito un ordinamento compatibile con la libertà di iniziativa privata propria di un mercato regolato dalle regole della libera concorrenza tra imprese – e, più in generale, tra gli operatori di settore – che agiscono nell'ambito dell'offerta di strumenti finanziari e dei servizi di investimento. Ed anche se le norme della costituzione economica assegnano decisivo rilievo alla "tutela del risparmio" (art. 47, primo comma, Cost.) nonchè ai limiti rappresentati dai valori costituzionali quali "l'utilità sociale", la "sicurezza", la "libertà" e la "dignità umana", è altrettanto decisivo ed inderogabile il principio della libertà di iniziativa economica (art. 41, primo comma, Cost.), con tutto quanto ne discende in punto di contestuale garanzia dei gradi di libertà costituzionalmente riservati agli operatori dell'industria dei servizi di investimento. Ecco perché il T.U.F. ha istituito un regime delle attività di prestazione dei servizi di investimento con l'obiettivo di raggiungere l'equilibrio tra libertà di agire degli operatori della *financial industry* e necessità di assoggettare tale agire a disposizioni di vincolo.

¹⁰ L'art. 1, primo comma, lett. r, T.U.F., *ante* Mifid, precisava che i soggetti abilitati allo svolgimento di attività di in-

A questo punto occorre isolare quegli aspetti della disciplina dei servizi di investimento che hanno una diretta ricaduta sull'esecuzione dei contratti di intermediazione finanziaria, soffermandosi sui possibili profili patologici che potrebbero conseguire al verificarsi di distorsioni comportamentali compiute dall'intermediario nel corso della fase antecedente o attuativa del rapporto contrattuale. In particolare cercheremo di individuare l'esatto significato che assumono i criteri generali – normativamente indicati e non – che regolano l'agire del soggetto abilitato, alcuni dei quali si pongono, nel contempo, alla stregua di regole di responsabilità, in un contesto nel quale la tutela dell'interesse particolare dell'investitore si intreccia con quella dell'interesse generale al corretto ed integro funzionamento del mercato finanziario.

Le osservazioni che precedono ci conducono, dunque, al regime della responsabilità dell'intermediario, la cui disamina è strettamente correlata, evidentemente, alla individuazione ed alla qualificazione degli obblighi da esso assunti. È da premettere che la previsione di un corpo di regole di condotta rivolte all'agire dell'intermediario, rappresenta un tratto distintivo della disciplina dei servizi di investimento non riscontrabile in frange di mercato vicine a quello della finanza come, ad esempio, il settore del credito. Già con l'avvento della legge sulle SIM l'attenzione del legislatore si è rivolta non alla disciplina dell'atto in sé, ma piuttosto alla regolamentazione dell'attività di intermediazione complessivamente considerata. Sicchè, coerentemente con tale presa di posizione, gli obiettivi di tutela dell'investitore sono stati perseguiti non soltanto con la predisposizione di norme di validità, ma anche con la previsione di norme di relazione. Tale normativa era caratterizzata da un elevato grado di analiticità delle norme che fissavano gli obblighi di comportamento degli intermediari, le quali si prefiggevano lo scopo di raggiungere il duplice risultato di consentire l'esercizio della vigilanza e, nel contempo, di facilitare l'accertamento delle possibili inadempienze compiute dagli intermediari. Ne è disceso un quadro disciplinare che ha portato incertezza e confusione nella percezione dei suddetti criteri di comportamento, i quali apparivano sospesi tra la disciplina in tema di vigilanza prudenziale e quella sullo svolgimento dell'attività di intermediazione.

Nel T.U.F. si assiste ad uno snellimento della disciplina di settore mediante la rinuncia a predefinire i comportamenti ai quali il gestore dovrebbe attenersi: si preferisce, quindi, adottare lo strumento del richiamo alle clausole generali di matrice civilistica. La scelta, invero, è stata compiuta in ragione del fatto che se da un canto le regolamentazioni dettagliate apportano una maggiore certezza, d'altro canto esse si rivelano di minor tutela per il contraente inesperto il quale, sovente, non è in grado di coglierne l'effettiva portata. Per non dire poi che, sotto un profilo meramente economico, l'exasperazione delle regole di comportamento contrattuali si ripercuote indubbiamente anche sui costi (amministrativi e strutturali) d'impresa, riverberan-

vestimento erano complessivamente: a) le imprese di investimento ex art. 1, primo comma, lett. h), T.U.F. (SIM ed imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie); b) le SGR; c) le SICAV; d) gli intermediari finanziari iscritti nell'apposito albo di cui all'art. 107 del T.U.B.; e) le banche autorizzate. La norma, modificata a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, fornisce la seguente nuova elencazione dei soggetti abilitati: "le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento". Sotto questo profilo è da notare che l'attuale dato normativo conferma l'esistenza di un'abilitazione generale allo svolgimento di tutte le attività di intermediazione da parte delle imprese di investimento e delle banche (v. l'art. 18, primo e quarto comma, T.U.F.).

dosi, in seguito, anche sugli oneri affrontati dalla clientela per il servizio richiesto. Ciò posto, verrebbe da domandarsi quale sia effettivamente il senso e la valenza della ridondanza – all'interno del micro sistema normativo di cui ci stiamo occupando – degli *standards* di condotta contemplati dal legislatore speciale, i quali non fanno altro che ribadire pedissequamente canoni comportamentali che possono essere agevolmente attinti da analoghe clausole generali appartenenti al diritto civile. Ebbene la differente funzione che le regole di condotta della disciplina speciale potrebbero acquisire è percepibile sol che si consideri il soggetto al quale le stesse sono rivolte: non più entrambe le parti del rapporto obbligatorio – come avviene nella disciplina di diritto comune – bensì l'intermediario finanziario, sicchè gli operatori del settore soggiacciono ad obblighi di comportamento ancora più specifici, in quanto funzionali al raggiungimento di finalità di interesse generale, quali la tutela degli investitori indissolubilmente connessa alla stabilità, alla competitività ed al buon funzionamento del mercato finanziario. Tali obblighi, peraltro, vengono calati nello statuto del soggetto abilitato ed involgono ogni fase della vita aziendale: dal momento organizzativo a quello contrattuale.

La natura “additiva” delle regole di condotta previste dal T.U.F. rispetto a quelle desumibili dalle norme codicistiche è messa in maggior risalto ove si ampli il campo della riflessione fino a comprendere anche gli *standards* di comportamento di fonte regolamentare⁽¹¹⁾.

Entriamo adesso più nel dettaglio di tali regole generali, cercando di comprenderne l'esatta portata in ragione del loro compito a fungere quali obblighi comportamentali precipuamente tesi a regolamentare l'agire degli intermediari. L'art. 21 T.U.F.⁽¹²⁾, nel disciplinare l'esercizio di tutti i servizi di investimento ed accessori da parte dei soggetti abilitati, esprime alcune regole le quali riguardano tanto il rapporto tra l'intermediario ed il cliente, quanto l'aspetto organizzativo ed operativo dell'impresa intermediaria: ci limiteremo a rivolgere l'attenzione essenzialmente al primo gruppo di regole (art. 21, primo comma, lett. a, lett. b, lett. c, T.U.F. *ante* Mifid, ed oggi, dopo il recepimento della Direttiva Mifid, art. 21, primo comma, lett. a

¹¹ V. art. 26 ss. del Regolamento Consob n. 11522/1998, nonché, a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, art. 27 ss. del Regolamento Consob n. 16190/2007.

¹² La norma è stata dapprima modificata dall'art. 14 della legge n. 262/2005 recante le “disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari” (c.d. “riforma del risparmio”), il quale ha aggiunto la regola – espressa dal primo comma lett. a, dell'art. 21 T.U.F. – in base alla quale gli intermediari devono classificare, “sulla base di criteri generali minimi definiti con regolamento dalla Consob, che a tale fine può avvalersi della collaborazione delle associazioni maggiormente rappresentative dei soggetti abilitati e del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, di cui alla legge 30 luglio 1998 n. 281, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli d'investimento e rispettano il principio dell'adeguatezza fra le operazioni consigliate agli investitori, o effettuate per conto di essi, e il profilo di ciascun utente, determinato sulla base della sua esperienza in materia di investimenti in prodotti finanziari, della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi d'investimento e della sua propensione al rischio, salve le diverse disposizioni espressamente impartite dall'investitore medesimo in forma scritta, ovvero anche mediante comunicazione telefonica o con l'uso di strumenti telematici, purchè siano adottate procedure che assicurino l'accertamento della provenienza e la conservazione della documentazione dell'ordine”. Tale disposizione, invero, non apportava alcuna reale novità normativa rispetto a quanto già contemplato dalla disciplina regolamentare, dal momento che riproduceva sostanzialmente le medesime prescrizioni già previste dagli artt. 26-27-28-29 del Regolamento Consob n. 11522/98.

Dopo il recepimento della Direttiva Mifid, l'art. 21 T.U.F. il legislatore ha compiuto un adeguamento – in tema di regole comportamentali a carico dei soggetti abilitati – della normativa primaria alle indicazioni fornite dall'applicazione pratica delle regole contenute nella disciplina regolamentare, di guisa da elidere quelle carenze regolamentali che, sotto questo specifico profilo, l'impianto del T.U.F. rivelava in maniera incongruente.

e lett. b, nonché comma 1 *bis*, lett. a e lett. b) le quali forniscono spunti di grande interesse alla nostra ricerca incidendo in maniera diretta sull'andamento del rapporto contrattuale. Ai restanti doveri di condotta ⁽¹³⁾, invece, non dedicheremo una trattazione specifica: essi, infatti, non solo si rivelano dal contenuto alquanto sfuggente, ma non apportano nulla di suadente in funzione dello studio della dinamica delle nostre fattispecie contrattuali, essendo più propriamente indirizzati verso la regolamentazione degli aspetti organizzativi della società di intermediazione ⁽¹⁴⁾.

Tra le norme che prescrivono al soggetto abilitato un determinato comportamento rileva, in primo luogo, l'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. il quale richiama i generali criteri di correttezza, diligenza e trasparenza ⁽¹⁵⁾.

Il dovere di diligenza ⁽¹⁶⁾ (art. 1176 c.c.), in linea generale, consiste nello sforzo del debitore di osservare quelle cautele necessarie che devono essere abitualmente impiegate per l'adem-

¹³ L'art. 21, primo comma, lett. d, T.U.F. stabilisce che gli intermediari devono "disporre di risorse e procedure anche di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi". La norma trova il suo antecedente normativo nell'art. 6, lett. h, della legge sulle SIM il quale prevedeva l'obbligo degli intermediari di dotarsi di procedure di controllo interno. L'art. 21, tuttavia, ha una portata ben più ampia ed articolata: non solo tali controlli vengono successivamente finalizzati all'efficienza dell'espletamento dei servizi finanziari, ma vengono altresì individuati gli strumenti – cioè le "risorse" intese nel senso più ampio del termine (economiche, di mezzi e di persone) – per raggiungere tale efficienza. L'art. 21, primo comma, lett. e, T.U.F. (oggi, dopo il recepimento della Direttiva Mifid, art. 21, comma 1*bis*, lett. c, T.U.F.), infine, impone due precetti distinti all'intermediario: l'obbligo di assicurare "una gestione indipendente", nonché "sana e prudente". Sotto il primo profilo è evidente il richiamo ai protocolli di autonomia gestionale previsti già dall'art. 4, primo comma, della legge sulle SIM. E tuttavia nel T.U.F. il concetto di gestione "indipendente" ha un significato differente. Adesso la regola rappresenta un vero e proprio obbligo a carico dell'intermediario espressamente sancito dalla legge speciale, mentre nel passato l'impegno del soggetto abilitato era direttamente collegato alla redazione dei suddetti protocolli, sì da assumere non sempre una portata giuridicamente vincolante, operando invece alla stregua di una regola di *moral suasion*.

¹⁴ Esse, tuttavia, essendo state espressamente inserite nell'ambito delle regole di condotta poste dalla legge a carico dei soggetti abilitati, assumono comunque rilevanza ai fini dell'accertamento della responsabilità dell'intermediario (cfr. M. MIOLA, in *Testo Unico*, cit., *sub* art. 21, 127) allorché se ne provi la violazione: il che parrebbe una circostanza tutt'altro che semplice dal verificarsi.

¹⁵ L'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. prevede che l'intermediario debba tenere un comportamento secondo "correttezza, diligenza e trasparenza" nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. La norma ricalca essenzialmente l'art. 17, primo comma, lett. a, del d. lgs. n. 415/1996. La legge sulle SIM, invece, non annoverava la "trasparenza", mentre enunciava la "professionalità" (art. 6, primo comma, lett.a). Quest'ultimo canone, tuttavia, è stato successivamente soppresso essendo ritenuto giustamente un predicato della diligenza in relazione alla natura dell'attività esercitata. Il T.U.F. non contempla, invece, i canoni della lealtà, della competenza, dell'impegno e dell'equità che, invece, erano indicati nella Direttiva comunitaria 93/22/CEE. La scelta del legislatore italiano sembrerebbe dovuta alla circostanza che il criterio della "competenza" sembrerebbe contenuto in quello di "diligenza professionale", mentre il canone della "lealtà" è sicuramente riconducibile alla "correttezza"; "l'impegno", invece, rievoca ancora la "diligenza professionale" intesa nel senso di adozione delle misure idonee al perseguimento ed al raggiungimento dell'interesse del cliente, nonché alla sua salvaguardia. Più complessa invece si è rivelata essere la ricerca di una risposta all'interrogativo della non menzione del canone dell' "equità" e della sua eventuale autonoma portata precettiva. Nonostante il silenzio dell'attuale normativa del T.U.F. è certamente da condividere l'opinione di chi (G. ALPA, *Commentario al Testo Unico*, cit., *sub* art. 21, 221) propende per assegnare al concetto in parola un'autonoma funzione, volta a farne rivivere l'operatività sul presupposto che l'art. 21 T.U.F. deve essere interpretato alla luce della menzionata direttiva. Sicché "l'equità" richiamata dalla disciplina speciale, a differenza dell'equità contrattuale o giudiziaria, costituirebbe comunque una regola alla quale l'attività di intermediazione dovrebbe sempre uniformarsi avendo, in particolare, la funzione di evitare abusi da parte dell'intermediario nella predisposizione delle clausole contrattuali e con riferimento agli oneri informativi in genere.

¹⁶ Sul dovere di diligenza v. C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano, 1993, 90 ss.; U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in G. IUDICA-P.ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 1991, 233 ss.

pimento dell'obbligazione, avuto riguardo alle peculiarità del rapporto, nonché a tutti quegli ulteriori elementi che concorrono a determinarlo¹⁷. Nel nostro caso, tuttavia, tale canone di condotta si pone quale parametro generale dal quale far discendere l'esatta conformazione del contenuto obbligatorio al quale deve rapportarsi la prestazione dell'intermediario¹⁸, proprio in virtù di quanto è ragionevolmente implicito aspettarsi da un tale operatore professionale. In altri termini si tratta non più di un criterio astratto di diligenza, valevole invece per "l'uomo medio", bensì di un obbligo ben più specifico di rispettare le regole tipiche della professione: si tratta, insomma, della perizia che l'intermediario deve avere nell'adempimento dell'obbligazione professionale a contenuto altamente tecnico. L'art. 21 T.U.F., dunque, ha inteso richiamare tale canone comportamentale in maniera funzionale alla individuazione della responsabilità del soggetto abilitato allorché vengano violati precisi obblighi scaturiti da regole altrettanto precise, al fine di oggettivizzarlo, nonché per considerarlo quale parametro di imputazione dell'inadempimento e, nel contempo, quale criterio di determinazione del contenuto obbligatorio¹⁹.

La correttezza²⁰, invece, trasfonde la nozione di lealtà concepita a livello comunitario e soltanto non formalmente ripresa dalla nostra normativa interna. Sotto un profilo definitorio si può affermare che la correttezza è stata costantemente assimilata alla buona fede in senso oggettivo e, perciò, rapportata alla stregua del dovere di tenere un comportamento tale da non ledere l'interesse altrui al di fuori dell'ambito di tutela dell'interesse proprio. È un criterio, quindi, che rileva per il carattere della reciprocità che lo connota, esplicitando il suo contenuto precettivo, di salvaguardia degli interessi delle parti, anche a prescindere da una espressa pattuizione contrattuale o norma di legge²¹.

L'ultima clausola generale di comportamento richiamata dall'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. è quella della "trasparenza".

Già sotto un profilo strettamente terminologico la nozione di trasparenza richiama, in senso generale, il significato di chiarezza e di completezza nell'informazione che viene indirizzata a terzi. In materia di rapporti giuridici, in particolare, l'informazione non rileva in quanto tale, bensì in funzione degli effetti che produce in seguito alla conoscenza che ne ha il soggetto al quale l'informazione è rivolta. Quest'ultimo, infatti, dopo essere stato compiutamente informato, sarà in grado di poter scientemente compiere le sue scelte. In quest'ottica, quindi, la trasparenza assume un ruolo determinante anche nell'attività di impresa: sia nei confronti di

¹⁷ In questo senso cfr. U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO, continuato da L. MENGONI, XVI, tomo 2°, *Il comportamento del debitore*, Milano, 1984, 93.

¹⁸ A. DI MAJO, *Obbligazioni in generale*, Bologna, 1995; C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 328, il quale osserva che la diligenza è una nozione che si attaglia ad ogni attività professionale e che si concreta nella cognizione delle regole tecniche da applicare durante l'adempimento dell'obbligazione.

¹⁹ In questi termini si è espressa anche Cass. 19 maggio 1999 n. 4852.

²⁰ Anche tale canone di comportamento permea la disciplina codicistica in materia di obbligazioni (art. 1175 c.c.) e contratti (artt. 1335-1337 c.c.). In particolare la correttezza trova la sua fonte diretta nell'art. 1175 c.c. in quanto si identifica con la nozione di buona fede in senso oggettivo la quale, a sua volta, si specifica con l'obbligo di lealtà e di salvaguardia del rapporto.

²¹ Così: Cass. 5 novembre 1999 n. 12310.

chi dà l'informazione, il quale dovrà conformare le proprie scelte operative in ragione delle informazioni fornite, sia nei confronti di chi riceve l'informazione, la quale, se completa ed adeguata, sarà uno strumento di garanzia tanto degli interessi individuali⁽²²⁾, quanto degli interessi della collettività⁽²³⁾. Il principio della trasparenza accolto dal legislatore speciale, quindi, è un concetto che allude alla necessità che i soggetti abilitati garantiscano un'informazione chiara ed un obbligo di improntare il rapporto con il cliente alla massima chiarezza informativa⁽²⁴⁾, consentendogli la completa intellegibilità delle caratteristiche peculiari del servizio prestato e degli strumenti finanziari che ne rappresentano l'oggetto⁽²⁵⁾.

Nel quadro appena tratteggiato, dunque, si delinea in capo all'intermediario un programma obbligatorio a struttura complessa che affonda le sue radici tanto nel regolamento negoziale, quanto nella legge⁽²⁶⁾. L'art. 21, primo comma, lett. b, T.U.F., prescrive ai soggetti abilitati di acquisire dai clienti le informazioni necessarie, nonché di agire in maniera tale da renderli costantemente informati sullo stato dell'attività di intermediazione⁽²⁷⁾.

Un'altra imposizione che l'intermediario deve rispettare, è data dall'obbligo di consegna di una copia del contratto al cliente, il quale non soltanto dovrà essere informato sui rischi di investimento, ma dovrà anche essere reso edotto circa le condizioni che regolano l'andamento del rapporto contrattuale⁽²⁸⁾. La norma – la quale, come si è appena detto, si preoccupa di riservare agli investitori la possibilità di essere costantemente informati circa le modalità e le scelte assunte dall'intermediario – permette al cliente, dunque, di partecipare, in maniera consapevole⁽²⁹⁾, alle scelte economiche inerenti il suo patrimonio.

L'elemento informativo che viene delineato dalla disciplina sezionale consta, pertanto, di due momenti tra loro complementari e funzionalmente collegati: l'uno, antecedente, nel quale il cliente viene ascoltato dall'intermediario⁽³⁰⁾; l'altro, successivo, nel corso del quale vengono

²² Senza un'informazione piena e corretta, infatti, si impedisce al cliente di effettuare scelte consapevoli e razionali.

²³ L'informazione trasparente innalza certamente il tasso di concorrenzialità tra le imprese operanti nel mercato. Mancando o, essendo insufficiente, l'informazione, i contraenti delle imprese non saranno in grado di comparare le varie offerte, sicché verrà alterata la piena concorrenzialità del mercato.

²⁴ Tanto nel corso della fase precontrattuale, quanto durante l'effettivo svolgimento del rapporto.

²⁵ Così R. LENER, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, in *Società*, 1994, 1694.

²⁶ A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 299.

²⁷ L'obbligo di informazione sancito dalla disciplina legislativa trova il suo omologo nella normativa regolamentare all'art. 28 del regolamento Consob n. 11522, nonché, a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, negli artt. da 27 a 36 del Regolamento Consob n. 16190/2007.

²⁸ Sotto questo profilo c'è chi ritiene che con la consegna del documento le parti si muovono nella fase esecutiva del rapporto, successiva, dunque, alla stipulazione del contratto e, quindi, legittimante il cliente – nell'ipotesi di inadempimento dell'intermediario – a richiedere la risoluzione contrattuale o l'adempimento coattivo ed il risarcimento del danno: cfr. M. PERASSI, *Art. 18. La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, in CAPRIGLIONE (a cura di), Padova, 1997.

Contra v. G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 376, secondo il quale la consegna del contratto si collocherebbe, invece, nella fase delle trattative, dal momento che la sottoscrizione del documento da parte del cliente – necessitando dell'approvazione dell'intermediario – non determinerebbe la conclusione del rapporto contrattuale.

²⁹ La disposizione, data la sua ampia formulazione, può ragionevolmente attagliarsi tanto alla fase anteriore alla conclusione del contratto, quanto alla sua esecuzione.

³⁰ La disciplina della fase c.d. "statica" del rapporto informativo che si crea tra le parti, è stata predisposta dal T.U.F. in maniera tale da estendere la tutela dell'investitore al di là della soglia che era stata segnata dalla normativa comunitaria

illustrate le peculiarità del servizio e del rischio relativo alle operazioni di investimento⁽³¹⁾.

La disposizione di cui all'art. 21, primo comma, lett. c, T.U.F., *ante* Mifid, infine, esprimeva ulteriori ed importanti regole alle quali l'intermediario si doveva uniformare e che erano, tuttavia, integrative rispetto al generale dovere di informazione ricavabile dalla disamina della norma che la precedeva (art. 21, lett. b, T.U.F.). L'art. 21, lett. c, del T.U.F., infatti, sanciva l'obbligo per gli intermediari di evitare il conflitto di interessi o, in tale evenienza, di "agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento"⁽³²⁾.

Le regole di comportamento che si annidano nelle menzionate disposizioni della legge speciale – alle quali la condotta del gestore deve uniformarsi sì da essere standardizzata in ossequio proprio a quelle norme – altro non sono, pertanto, che la specificazione di clausole generali⁽³³⁾ previste dall'ordinamento le quali, nella specie, vengono riempite di ulteriore contenuto

secondo cui l'obbligo informativo al quale doveva adempiere l'intermediario, poteva ritenersi assolto con la sola richiesta diretta di notizie all'investitore sulla sua situazione finanziaria, sulla sua esperienza in quel determinato settore di attività e sugli obiettivi di investimento (art. 11 Direttiva 93/22/CEE). Il T.U.F., invece, utilizzando la locuzione "informazioni necessarie" ha ampliato l'obbligo suddetto, ammettendo la possibilità che la raccolta delle informazioni da parte dell'intermediario, finalizzate alla valutazione del profilo di rischio del cliente, non debba essere soggetta a limitazioni di sorta. La norma trovava poi specificazione nell'art. 28 della deliberazione Consob n. 11522, ove veniva demandato all'autorità di vigilanza la tipizzazione del contenuto degli oneri informativi. Con particolare riferimento al momento "statico" dell'obbligo di informazione, l'art. 28, primo comma, disponeva che l'intermediario doveva informarsi sulla situazione finanziaria del cliente, sul suo *background* culturale, sulla sua esperienza in quel settore di attività, sulla sua propensione al rischio, sulla professione svolta e sulle finalità di investimento.

³¹ L'aspetto c.d. "dinamico" dell'obbligo informativo di cui all'art. 21, primo comma, lett. b, T.U.F. consiste nell'imporre all'intermediario di fornire al cliente un'informazione adeguata sulla natura, sui rischi e sui possibili risvolti di ogni singola operazione finanziaria o del servizio in generale, affinché quest'ultimo possa concretamente compiere scelte di investimento in modo consapevole. Non è dato sapere in cosa, da un punto di vista meramente tecnico, tale adeguatezza possa consistere: non si rinvia, infatti, il parametro al quale l'adeguatezza dell'informazione debba essere rapportata. E tuttavia il riferimento legislativo alla necessità ed all'adeguatezza delle informazioni induce a ritenere che l'adempimento di tale obbligo informativo a carico dell'intermediario sia da valutare in senso soggettivo: in altri termini la necessità e l'adeguatezza dell'informazione, verranno assolte allorché verranno considerate le specifiche esigenze informative dei singoli clienti in relazione a ciascuna relazione contrattuale. Se così non fosse, tale obbligo si esaurirebbe in uno sterile richiamo ai generali principi civilistici della buona fede e correttezza.

³² L'argomento del conflitto di interessi esula dalla presente trattazione a cagione delle molteplici problematiche che esso involge, le quali meritano certamente uno studio più mirato del fenomeno. E' da precisare, in ogni caso, che attualmente la materia del conflitto di interessi è regolata, dalla disciplina speciale, dall'art. 21, comma *bis*, lett. a e lett. b, T.U.F.

³³ Cfr., in questo senso, V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 793; C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, cit., 313; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit., 293.

È da precisare che alcuni doveri legali di comportamento (obbligo di informarsi ai sensi dell'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. nonché ai sensi dell'art. 28, primo comma, lett. b, Regolamento Consob n. 11522/1998; obbligo di informare sul grado di rischiosità dei prodotti finanziari proposti, ai sensi dell'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. nonché ai sensi dell'art. 26 Regolamento Consob n. 11522/1998; obbligo di informare adeguatamente della natura e dei rischi di ogni singola operazione, ai sensi dell'art. 21, primo comma, lett. b, T.U.F. nonché ai sensi dell'art. 28, secondo comma, Regolamento Consob n. 11522/1998; obbligo di rispettare l'adeguatezza di ogni singola operazione rispetto al profilo di rischio del cliente, ai sensi dell'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. nonché ai sensi dell'art. 29 Regolamento Consob n. 11522/1998; obbligo di evitare eventuali conflitti di interesse, ai sensi dell'art. 21, primo comma, lett. c, T.U.F. nonché ai sensi dell'art. 27 Regolamento Consob n. 11522/1998) previsti dalla disciplina speciale, *ante* Direttiva Mifid, sono stati parzialmente riformulati dal d. lgs. 17 settembre 2007 n. 164.

L'innovazione legislativa tace completamente sul secondo e sul quarto dovere, attenua sensibilmente il primo, conferma il terzo, amplia il quinto. Ci si potrebbe chiedere se si tratti soltanto di mutamento del testo di legge, o se si sia introdotto un differente contenuto della norma. A favore dell'invarianza sostanziale della portata di tali doveri

dalla disciplina legale di settore, la quale connota la prestazione dell'intermediario in materia di servizi di investimento. Sicchè le regole di condotta delineate dalla legislazione (primaria e secondaria) speciale – le quali costituiscono attuazione dei menzionati principi generali che pervadono la disciplina codicistica⁽³⁴⁾ – concorrono a definire il contenuto dell'obbligazione del soggetto abilitato, mediante la previsione di una serie di comportamenti ulteriori e strumentali rispetto all'adempimento della prestazione principale, la cui violazione è, certamente, fonte di responsabilità⁽³⁵⁾. Sofferamoci, adesso, sulle possibili conseguenze che dalla violazione delle regole di comportamento di cui all'art. 21 del T.U.F. possono scaturire: tanto con riferimento alla sorte del singolo atto negoziale compiuto in contrasto con quei precetti di condotta, quanto in relazione alle alternative od, ulteriori, tutele poste eventualmente a presidio dell'interesse del cliente.

3. La violazione delle regole di comportamento e la tutela dell'investitore.

La panoramica svolta sulla portata e sulla operatività delle regole di condotta imposte ai soggetti abilitati ha permesso di coglierne, perlomeno con buona approssimazione, il loro significato concreto. Non resta che cercare una risposta ad un quesito ben preciso: qual è la conseguenza dell'inosservanza dei menzionati obblighi comportamentali sanciti dall'art. 21 T.U.F., data peraltro l'assoluta assenza di qualche precisa indicazione da parte della legge?⁽³⁶⁾ L'argomento è stato inizialmente affrontato dalla giurisprudenza di merito la quale, seppur attraverso percorsi argomentativi divergenti, è stata animata dalla volontà di affermare il seguente principio: il contratto o l'ordine relativo all'operazione di investimento, se concluso in

comportamentali, tuttavia, sta la considerazione secondo la quale, l'informazione sul rischio dei prodotti finanziari e sulla propensione (al rischio) del cliente, nonché sull'adeguatezza delle singole operazioni finanziarie, rappresentano momenti del comportamento dell'intermediario che ben si ricollegano, in un'ottica generale, ai parametri della diligenza e della correttezza per "servire al meglio l'interesse dei clienti" (ex art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F., modificato dal recepimento della Direttiva Mifid). Peraltro la circostanza che la nuova normativa secondaria prevista dal Regolamento Consob n. 16190/2007 è, sotto l'aspetto che qui si considera, molto più precisa e stringente, fa ritenere che il legislatore abbia più che altro ritenuto di voler modificare la disposizione, e non la norma. Viceversa, si sarebbe introdotto un affievolimento di tutela per la clientela, del tutto inammissibile in ragione degli obiettivi prefissati, in concreto, dal legislatore della materia.

³⁴ Il riferimento è agli artt. 1175 e 1176 c.c. e, secondo qualcuno, anche al regime del mandato: v. V. SANTORO, *Il dovere di informazione e di agire al meglio nell'interesse del cliente nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Scritti in onore di Pietro Rescigno*, Milano, 1998, IV, 3, 669.

³⁵ V. le osservazioni di G. ALPA, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, sub art. 21, a cura di G. Alpa-F. Caprigione, 1998, 229. Nello stesso senso cfr. C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, cit., 300.

³⁶ L'interrogativo che ci siamo posti riguarda precisamente le regole di condotta di cui all'art. 21, lett. a e lett. b, T.U.F. Si ribadisce, ancora una volta, che la disciplina del conflitto di interessi non formerà oggetto specifico di trattazione, essendo gravida di questioni solo parzialmente coincidenti con quella che qui viene affrontata. Allo stesso modo anche i criteri di comportamento desumibili dall'art. 21 T.U.F. sfuggiranno alla presente indagine per i loro scarsi profili applicativi.

violazione delle regole di condotta imposte agli intermediari, è nullo poiché contrario a norme imperative³⁷. È opportuno, preliminarmente, sgomberare il campo da un equivoco che, un'affrettata disamina della questione, potrebbe ingenerare.

La fattispecie contrattuale qui considerata è rappresentata, ovviamente, dal singolo ordine di investimento attuativo del programma di investimento concordato tra le parti. Sicché il mancato ossequio alle regole di condotta da parte dell'intermediario, seppur contemplate da norme inderogabili, andrà eventualmente ad intaccare la validità dei singoli contratti specifici di esecuzione del contratto che ne sta a monte, non certamente quest'ultimo. Ciò, benché parte della dottrina abbia ritenuto che la violazione di doveri generali di condotta possa determinare, in relazione alle circostanze concrete, o la nullità dell'intero contratto ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., oppure di singole clausole ai sensi dell'art. 1419 c.c.³⁸

È da tenere a mente, tuttavia, che nel nostro impianto civilistico le norme che richiamano i generali obblighi di buona fede, correttezza e diligenza non assurgono – da soli – ad elementi costitutivi di fattispecie di invalidità contrattuali, ma disciplinano semmai l'interpretazione e l'esecuzione del contratto, l'adempimento dell'obbligazione ed il comportamento dei contraenti nel corso delle trattative.

Da quanto detto sinora, pertanto, discende che qualunque valutazione compiuta alla stregua dei generali canoni di comportamento che venga eventualmente tipizzata dalla legge, non incide sull'assetto di interessi voluto dai contraenti, ma riguarda, piuttosto, le modalità di compor-

³⁷ La comune nozione di imperatività normativa accolta dalla teoria generale civilistica presuppone l'esistenza ed operatività di particolari norme aventi un contenuto tale da imporre un determinato comportamento positivo o negativo (cfr., anzitutto, la risalente analisi compiuta da N. BOBBIO, *Norma giuridica*, in *Noviss. dig. it.*, XI, Torino, 1965, 331 ss., secondo il quale all'interno dell'ordinamento giuridico vi sarebbe una partizione tra norme imperative e norme permissive o che conferiscono poteri e diritti). L'esigenza di distinguere tra norme imperative e norme aventi una diversa natura, del resto, era stata già avvertita precedentemente in sede di lavori preparatori all'entrata in vigore del codice civile del 1942, dal momento che vi era chi – commentando la formulazione dell'art. 1418 c.c. – rilevava che sarebbe stato il caso di isolare, al fine di individuare la relativa disciplina applicabile, le norme imperative da quelle dispositive ed anche da quelle altre norme che, seppur cogenti, non davano luogo alla nullità contrattuale in caso di loro violazione (cfr. *Atti della Commissione delle assemblee legislative, libro "delle obbligazioni"*, Roma, 1940, 158 ss.). Abbandonata l'opinione – ancorché più che autorevole – secondo la quale l'imperatività della norma sarebbe dovuta dipendere dalla particolare tipologia dell'interesse pubblico ad essa sotteso (cfr., sul punto, F. FERRARA, *Teoria del negozio illecito*, Milano, 1902, 25 s. L'illustre studioso poneva l'accento sulla necessità di scovare il fondamento di un divieto, piuttosto che attenersi alla forma più o meno imperativa del medesimo; cosicché l'invalidità contrattuale non sarebbe potuta dipendere dalla violazione di un qualsiasi divieto, bensì dalla violazione di quei divieti che comportassero la lesione di interessi pubblici o sociali. E tuttavia, soggiunge l'A., dalla nozione di norma imperativa rimanevano estranei quei precetti che, seppur indirizzati alla tutela di interessi sovraordinati a quelli dei contraenti, non riguardavano l'intero consesso sociale ma soltanto una parte di esso), per l'inidoneità a fornire una soluzione precisa ed uniforme, la dottrina più recente (A. DE CUPIS, *Irrelevanza di atti e sanzioni di diritto pubblico nella sfera del diritto privato*, in *Teoria e pratica del diritto civile*, Milano, 1955, 39; F. MESSINEO, *Annulabilità e annullamento*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958, 470; V. SCALISI, voce *Inefficacia*, in *Enc. dir.*, XXI, Milano, 1971, 332; R. TOMMASINI, voce *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 878-899; R. MOSCHELLA, *Il negozio contrario a norme imperative*, in G. VISENTINI-F. VASSALLI (a cura di) *Legislazione economica, 1978-1979*, 318) suole rifarsi al concetto di interesse generale, nella sua accezione più ampia, quale elemento individuante l'imperatività normativa e, nel contempo, quale carattere distintivo del diverso regime che intercorre tra la nullità e l'annullabilità, intese come cause invalidanti che discendono, rispettivamente, dalla lesione di interessi generali e dalla lesione di "interessi disponibili dei privati" (così P. TRIMARCHI, *Appunti sull'invalidità del negozio giuridico*, in *Temi*, 1955, 201).

³⁸ In questi termini si esprimono: F. GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr. e impr.*, 1997, 423; A. RICCIO, *La clausola generale di buona fede è dunque un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 1999, 26 ss.

tamento di questi ultimi le quali, se difformi dalle prescrizioni di legge, si risolveranno in fonti di responsabilità⁽³⁹⁾. Pur tuttavia, ciò non esclude che in determinati casi la violazione delle clausole generali possa provocare la nullità del contratto allorché al comportamento scorretto si unisca un ulteriore e decisivo elemento invalidante⁽⁴⁰⁾.

Queste sintetiche, e pur doverose, premesse, permettono di meglio visualizzare, senza il pericolo di possibili riserve mentali, la fattispecie che ci si accinge ad illustrare.

Si diceva dell'orientamento giurisprudenziale che ha riconosciuto la nullità degli specifici contratti o ordini di investimento conclusi dall'intermediario in violazione della disciplina speciale inderogabile che gli impone l'adempimento degli obblighi di condotta poc'anzi menzionati. L'appiglio normativo individuato da quella giurisprudenza è stato evidentemente l'art. 1418, primo comma, c.c.⁽⁴¹⁾, il quale sancisce il principio secondo cui la violazione di precetti im-

³⁹ Sulla portata dell'insegnamento che distingue le patologie dell'atto dalle patologie del rapporto e, conseguentemente, colloca su due piani teorici distinti i difetti strutturali del contratto rispetto ai vizi funzionali del sinallagma contrattuale v., per tutti, F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004, II, 1, 560.

⁴⁰ Non più isolate possono oramai definirsi le opinioni di coloro i quali ammettono l'interferenza tra rimedi risarcitori ed invalidità contrattuale (cfr., in linea generale, G. GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990, 296; V. DE LORENZI, *Correttezza e diligenza precontrattuali: il problema economico*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 586; A. ALBANESE, *Abuso di dipendenza economica: nullità del contratto e riequilibrio del rapporto*, in *Europa dir. priv.*, 1999, 1198 ss.; F. REALMONTE, *Stato di bisogno e condizioni ambientali: nuove disposizioni in tema di usura e tutela civilistica della vittima del reato*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, 783-784). Vi è tuttavia chi continua a sostenere, in maniera netta e decisa, che le regole di validità e quella di responsabilità hanno statuti normativi e funzioni alquanto differenti, riferendosi le prime alla vincolatività dell'accordo, le seconde alla moralità delle contrattazioni.

In questa prospettiva, dunque, non sarebbe possibile finanche immaginare qualche commistione tra l'operatività delle une e delle altre, preferendo piuttosto ribadire la piena autonomia e, conseguentemente, l'impossibilità di una integrazione della invalidità contrattuale attraverso fattispecie invalidanti desunte dalla violazione di regole comportamentali che, invece, spiegano tutti i loro effetti sul piano meramente risarcitorio (in questi termini chiaramente si esprime: G. D'AMICO, *Le regole di validità e principio di correttezza nella formazione dei contratti*, Napoli, 1996, 44 ss.).

In realtà già all'interno del codice civile possono chiaramente rilevarsi ipotesi di interferenze tra i due ambiti di disciplina.

Il riferimento riguarda l'art. 1338 c.c. che impone alla parte che conosce o che dovrebbe conoscere l'esistenza di una causa invalidante di darne notizia all'altra, pena il risarcimento del danno a favore di quest'ultima. È stato osservato, in proposito, che i criteri sui quali fondare il giudizio valutativo su tale soggetto, sarebbero i medesimi previsti dall'art. 1431 c.c. in tema di riconoscibilità dell'errore invalidante (v. V. ROPPO, *Il contratto nel 2000*, Torino, 2002, 46-47); tanto basta, insomma, ad affermare l'evidente ingerenza, in via reciproca, degli ambiti applicativi delle regole di validità e delle regole di comportamento.

⁴¹ Molteplici e differenziate sono state le posizioni assunte dalla dottrina civilistica circa la portata dell'art. 1418 c.c. nell'ambito della disciplina generale della nullità.

Secondo una corrente di pensiero (R. SACCO, *Il contratto*, in R. SACCO-G. DE NOVA (a cura di) *Trattato di diritto civile*, Torino, 1993, II, 475) la norma attribuirebbe rilevanza essenzialmente alle cause tipiche di nullità contemplate nel secondo comma: il primo comma della citata disposizione, di contro, avrebbe una valenza meramente enfatica e ridondante, mentre il terzo comma, sarebbe privo di qualche rilievo sistematico.

Altro orientamento (A. GENTILI, *Le invalidità*, in E. GABRIELLI (a cura di) *I contratti in generale*, 1999, 2, 1290 ss.), invece, pone l'accento sul rapporto – di genere a specie – che intercorrerebbe tra i vari commi dell'art. 1418 c.c., ciascuno di essi dotato di propria autonomia e funzione. Cosicché la contrarietà a norme imperative costituirebbe una fattispecie di invalidità talmente ampia da assorbire in sé le comminatorie di cui ai commi successivi ed, in particolare, quelle tipiche di cui al secondo comma che altro non sarebbero che specificazioni di quella nullità.

C'è, infine, chi ha preferito assegnare all'ipotesi della nullità virtuale una portata residuale, la quale verrebbe applicata solamente ove la causa invalidante non fosse riconducibile ad una delle previsioni espressamente sancite al secondo comma dell'art. 1418 c.c., di guisa che, pertanto, il primo comma si esaurirebbe in una norma di chiusura (così G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 453).

L'analisi del quadro interpretativo appena descritto fa emergere un dato di fondo: gli approfondimenti più recenti sul dibattutissimo tema della nullità contrattuale, forniscono ulteriori e sempre più pressanti elementi che inducono ad

perativi comporta la nullità del contratto, pur in assenza di esplicita sanzione in tal senso. In poche parole, sulla scorta della considerazione che le norme di comportamento delle quali ci stiamo occupando sono poste a tutela di un interesse generale la giurisprudenza ha, in un primo momento, costantemente affermato l'inderogabilità di tali norme e, conseguentemente, l'invalidità negoziale di quegli ordini di investimento conclusi in loro aperta violazione⁽⁴²⁾. È lecito chiedersi perciò se dalla natura pubblica degli interessi presidiati da siffatte norme di comportamento, si possa automaticamente trarre la sanzione della nullità del singolo contrat-

un ripensamento della materia, la quale dovrebbe disancorarsi dalle costruzioni tradizionali che peccano di rigidità e non tengono in debito conto l'effettiva tutela dell'interesse protetto dalla norma (cfr., in argomento, M. RABITTI, *Contratto illecito e norma penale. Contributo allo studio della nullità*, 2000, 133 ss., la quale – nell'ambito di un'analisi più ampia e mirata a scovare quali siano gli strumenti più idonei ed efficienti per regolare sul piano civilistico le conseguenze di fattispecie contrattuali poste in essere in violazione di norme penali – afferma l'esistenza, tuttora, di una "tensione che attraversa la disciplina della nullità: quella tra esigenze logico-formali di coerenza del sistema ed esigenze pratiche della disciplina operativa", per poi giungere alla conclusione che "l'esigenza di superamento degli schemi tradizionali in materia di nullità, avvertita dall'interprete soprattutto alla luce delle soluzioni normative accolte nella legislazione speciale più recente, si risolve nella duplice tendenza evidenziata: da un lato si assiste ad un progressivo 'ampliamento' dell'ambito di operatività della nullità, dall'altro ad una 'destrutturazione' della figura che, sia nell'uso normativo che in quello giurisprudenziale, viene ad atteggiarsi diversamente a seconda che essa dipenda da *illegalità* o da *illiceità* e in relazione all'*interesse* protetto dalla norma"). Sotto questo profilo, pertanto, come si avrà modo di vedere più innanzi, si tenterà di affrontare l'argomento, secondo un'ottica funzionale della nullità, tentando di coniugare la risposta dell'ordinamento agli specifici bisogni di protezione che vengono di volta in volta ad assumere rilievo, laddove eventuali rimedi sostitutivi della nullità potrebbero essere in grado di realizzare in maniera più compiuta il sistema di protezione dell'assetto di interessi concepito dall'ordinamento.

⁴² Cfr., anzitutto, Trib. Milano 20 febbraio 1997, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 82 ss. secondo cui, durante la legge n. 1/1991, bisognava distinguere tra le regole di condotta di cui all'art. 6, primo comma, lettere b, c, d, e, g, le quali avrebbero avuto carattere imperativo, dalle regole di correttezza e di diligenza contemplate dalla lett. a, del medesimo art. 6, le quali, non essendo poste a presidio di interessi generali, non avrebbero potuto legittimare il contraente all'azione di invalidità, ma solo all'azione di inadempimento contrattuale. Argomentando diversamente, soggiunge ancora il Tribunale, la sorte del contratto stipulato in violazione di quelle regole rimarrebbe nelle mani dell'iniziativa privata e dei rimedi di autotutela (annullabilità per dolo, risoluzione per grave inadempimento) predisposti dall'ordinamento. Successivamente: v. Trib. Torino 10 aprile 1998, in *Contr.*, 1999, 45 ss. per il quale tutte le disposizioni avrebbero lo stesso contenuto imperativo senza alcuna distinzione di sorta. V., anche, Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Le società*, n. 9, 2004, 1139 ss., con nota critica di L. Gaffuri, secondo cui le disposizioni di cui alle lettere a e b dell'art. 21 T.U.F. "devono considerarsi norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati (diligenza degli intermediari e tutela del risparmio) e della natura generale di siffatti interessi e pertanto la loro violazione determina la nullità dell'ordine impartito dagli investitori nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari". La menzionata sentenza del Tribunale di Mantova, invero, costituisce il punto di partenza di un certo orientamento giurisprudenziale che, nel corso di qualche anno, si è definitivamente consolidato: un orientamento che ha accumulato ogni sorta di strumento finanziario, oggetto di contrattazione da parte di quegli investitori coinvolti nei grandi scandali finanziari degli ultimi anni (dai *bond* argentini, alle obbligazioni Cirio e Parmalat ed, infine, alle obbligazioni c.d. strutturate).

A titolo meramente esemplificativo, in materia di *bond* argentini, vale la pena di ricordare: Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Resp. civ. e pren.*, 2004, 134; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754.

Per le obbligazioni Cirio, v. Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TGE-DC-15-05-05.htm oppure in www.codacons.it/banca/sent-15_3_2005.html.

Per le obbligazioni Parmalat v. Trib. Milano 7 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754.

Nell'ambito della stipulazione di contratti di *swap* v.: Cass. 6 aprile 2001 n. 5114, in *Corr. giur.*, 2001, 1062 ss., con nota di V. MARICONDA, *Intermediario finanziario non autorizzato e nullità del contratto di swap*; Cass. 15 marzo 2001 n. 3753, in *Giur. it.*, 2001, 2083 ss.

Per le obbligazioni c.d. strutturate v. Trib. Firenze 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754.

n relazione al prodotto finanziario denominato «4you» v. Trib. Parma 22 settembre 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TPR-RM-22-09-04.htm; Trib. Firenze 19 aprile 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-AP-19-04-05.htm.

to di investimento stipulato contrariamente alle stesse. Un indice rivelatore di segno contrario – che è stato ritenuto da altra giurisprudenza⁴³ il punto di partenza per negare la sanzione in-

⁴³ Cfr., in argomento, App. Milano 5 maggio 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 678. Tale pronuncia ha stabilito che la violazione delle regole di condotta che l'intermediario deve assecondare non giocano nessun ruolo sulla validità delle singole operazioni speculative, comportando solamente obblighi di natura risarcitoria verso i clienti. Negli stessi termini si era già espressa: Cass. 7 settembre 2001 n. 11495, in *Contr.*, 2002, 27, la quale, chiamata a valutare la legittimità di quella decisione, ne ha confermato la valenza ed il contenuto.

La questione s'innesta a pieno titolo nell'ambito della *querelle* sviluppatasi in tempi recenti circa l'interpretazione delle discipline preventive in tema di servizi di investimento poste a tutela sia dei singoli investitori, sia dell'integrità del mercato finanziario.

La Corte di Cassazione, ribadendo un certo orientamento affermato da parte della giurisprudenza di merito, aveva escluso che il mancato rispetto delle regole comportamentali potesse dar luogo alla nullità dell'operazione ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., per la ragione che il rimedio invalidante postulerebbe una violazione inerente gli elementi intrinseci della fattispecie negoziale [v. Cass. 29 settembre 2005 n. 19024, in *Riv. dir. civ.*, I, 2007, 71 ss., con commento di D. MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, il quale dopo aver osservato che “la motivazione, laddove respinge la tesi della nullità per la mancanza di forma *ad substantiam*, è di facciata”, precisa che dalla lettura della sentenza emerge che “la vera *ratio decidendi* risiede nella più generale affermazione secondo cui le regole di informazione sul conflitto di interessi sarebbero regole di condotta della banca e così in generale la loro violazione sarebbe rilevante sul piano dell'inadempimento (...) non sul piano della nullità”. E tuttavia l'A., subito dopo, evidenzia l'apoditticità di una tale pronuncia, là dove i giudici di legittimità – nell'inquadrare la fattispecie della violazione della regola sul conflitto di interessi nell'alveo delle regole di comportamento – omettono di considerare che la disciplina regolamentare (art. 27 Regolamento Consob n. 11522/98) sancisce il principio secondo cui l'operazione finanziaria può essere compiuta solamente previa autorizzazione scritta del cliente; un'autorizzazione che attiene, com'è ovvio, ad un'attività di quest'ultimo, non già dell'intermediario e, dunque, non può certamente assurgere a regola di condotta del soggetto abilitato].

Successivamente i giudici delle leggi (cfr. Cass. 16 febbraio 2007 n. 3683, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 999 ss., con nota di U. Salanito), nuovamente investiti della questione che nel, frattempo, ha continuato ad alimentare il contrasto tra le due divergenti correnti di pensiero, hanno ritenuto più opportuno – per un'ovvia esigenza di certezza del diritto e di uniformità di orientamento – devolvere alle sezioni unite della Suprema Corte di Cassazione la definitiva composizione del problema, anche per la considerazione, di non poco rilievo, che spesso la violazione di norme comportamentali è sanzionata dalla legge con la nullità; il che minerebbe le fondamenta della pronuncia precedente, facendola vacillare (v., per un commento approfondito, G. VETTORI, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 785 ss.).

Le Sezioni Unite [v. Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, con commento di V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *I contratti*, 2008, 221 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in www.ilcaso.it/opinioni/97-maffeis-11-03-08.pdf], da ultimo, hanno risolto il suddetto contrasto attraverso la conferma della netta distinzione tra regole di comportamento e regole di validità, precisando che “seppur l'area delle norme inderogabili, la cui violazione può determinare la nullità del contratto (art. 1418, primo comma, c.c.) è più ampia di quanto parrebbe a prima vista suggerire il riferimento al solo contenuto del contratto” [il riferimento è, ad esempio, alla compravendita immobiliare ove il costruttore alienante non rilasci la fideiussione (art. 2 d. lgs. n. 122/2005), all'ipotesi in cui, nella multiproprietà, il venditore non rilasci la fideiussione (art. 76 cod. consumo), quando vi è abuso di dipendenza economica nel patto tra imprenditori (art. 9 legge n. 192/1998), o allorchè vengano commercializzati a distanza servizi finanziari ed il fornitore non rimborsa i corrispettivi pagati o ostacola l'esercizio del diritto di recesso o viola l'informativa precontrattuale], ciò non toglie che, in tali ulteriori contesti che non attengono all'essenza del contratto, la sanzione invalidante discende da fattori del tutto estranei alla violazione di norme di comportamento: si tratta, insomma, a detta dei giudici della Cassazione, di fattispecie regolate da norme che, in assenza o al cospetto di certi presupposti soggettivi o oggettivi, direttamente o indirettamente, vietano che il contratto possa stipularsi. Ma, in ogni caso, la nullità deriva non dalla condotta del contraente, bensì dal divieto sancito dalla norma di stipulare l'atto di autonomia. Da qui l'assunto secondo il quale alla violazione delle norme che prescrivono un determinato comportamento, fanno seguito solo conseguenze risarcitorie e non invalidanti, ad eccezione dell'ipotesi in cui sia il legislatore a prevederle espressamente.

Questo, dunque, è il ragionamento della Suprema Corte che, seppur per molti versi condivisibile, pecca di logicità laddove non considera che vi sono casi in cui la violazione della regola di condotta incide, alterandolo, sul processo

validante – potrebbe essere dato dall’osservazione secondo la quale la violazione di una norma cogente non sempre determina la nullità del contratto. Una nullità che, infatti, può certamente escludersi in ragione delle concrete modalità mediante le quali la violazione incide sull’assetto degli interessi dei contraenti⁽⁴⁴⁾.

L’argomento, di portata amplissima e di grande fascino, merita necessariamente alcune precisazioni in mancanza delle quali si rischierebbe di peccare di superficialità. Peraltro il mutato quadro legislativo ed il rilevante ruolo svolto in quest’ambito di materia dalle normative di settore, inducono non solo ad un ripensamento della nozione di nullità, ma anche a valutare con maggiore attenzione e cautela la determinazione dei confini della nozione di norma imperativa. Sul punto, conviene anzitutto ricordare che non sempre dalla natura generale o pubblica dell’interesse tutelato da una norma discende l’imperatività della stessa ed, in caso di sua inosservanza, la conseguente nullità. Già all’interno della disciplina di diritto comune, infatti, possono scorgersi alcuni esempi di norme imperative dalla cui violazione deriva la nullità del contratto che, tuttavia, in siffatte ipotesi, viene approntata come rimedio per precludere ai contraenti di vincolarsi in virtù di pattuizioni vietate in funzione della tutela di uno soltanto di essi⁽⁴⁵⁾. In maniera ancora più evidente, poi, si palesano le particolari finalità di protezione

di formazione della regola negoziale, la cui validità o invalidità, pertanto, sarà disciplinata, in questo caso, secondo i principi generali.

Il pensiero della Cassazione, fino ad un certo punto, è lineare: la nullità *ex art.* 1418 c.c. potrebbe discendere dalla violazione che attiene ad elementi intrinseci del contratto e, perciò, concerne la regola negoziale; diversamente avviene per la violazione della norma di comportamento che, invece, riguarda gli atti che, alla regola negoziale, semmai, si collegano, ma alla quale sono estranei dal punto di vista strutturale.

Ora, si è già detto, tuttavia, che il nostro ordinamento contempla, nei suoi meandri normativi, varie eccezioni alla disciplina generale, ammettendo, appunto, che talvolta l’invalidità del contratto possa discendere anche dalla violazione di regole di comportamento, sicché, in linea di principio, potrebbe ammettersi, in via eccezionale, una identica deviazione dalla regola generale anche in materia di intermediazione finanziaria; e ciò, proprio in virtù dei precetti contenuti in quelle norme regolamentari (artt. 27 e 29 del Regolamento Consob n. 11522/1998) che vietano all’intermediario di stipulare contratti di acquisto di strumenti finanziari che siano, o inadeguati rispetto al profilo di rischio del cliente, o in conflitto di interessi. Le Sezioni Unite, pur conscie di tale obiezione, affermano, un pò disinvoltamente, che questi divieti riguarderebbero comunque comportamenti esecutivi del contratto quadro e, dunque, non potrebbero mai intaccarne la validità. Il che pare più che altro il frutto di una presa di posizione aprioristica, anziché di una chiara focalizzazione del fenomeno, dal momento che quegli asseriti comportamenti esecutivi, altro non sono che ordini di investimento e, cioè, contratti di acquisto di strumenti finanziari i quali, seppur attuativi di un programma negoziale “a monte”, ben rappresentano un momento decisionale in cui il cliente compie la sua scelta. Stando così le cose è evidente che la violazione della norma comportamentale, in taluni casi, altera la corretta formazione della regola negoziale (si aderisce, pertanto, al pensiero di A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, 398-399, il quale, dopo aver attentamente analizzato l’iter argomentativo della Suprema Corte, ne mette in luce l’apoditticità, laddove non viene considerato che il comportamento dell’intermediario, in certe fattispecie, “interferisce con la corretta formazione della regola ed allora è la sua stessa conformazione che ne esce alterata. E queste sono questioni di contenuto, non più solo di comportamento. Il comportamento è qui l’occasione di un’alterazione della regola. Non perciò alla violazione della norma di condotta, ma al concomitante pregiudizio alla regola negoziale, fa seguito la possibilità di invalidarla”).

⁴⁴ La violazione di una norma imperativa provoca la nullità del contratto quando gli effetti di questo vanno a ledere gli interessi protetti dalla norma violata; viceversa qualora nonostante l’avvenuta violazione gli effetti contrattuali sono tali da non incidere sugli obiettivi di tutela ai quali la norma è funzionalmente protesa la sanzione della nullità sarebbe oltremodo eccessiva (cfr., sull’argomento, l’articolata indagine sviluppata da: G. VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993, *passim*).

⁴⁵ V., in particolare, le norme codicistiche del titolo III in materia di singoli contratti espressamente evocate da G. DE NOVA, *Il contratto ha forza di legge*, Milano, 1993, 59. Il rilievo era già stato evidenziato da R. NICOLÒ, *Diritto civile*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, 913-914, il quale concepiva l’esistenza di norme imperative poste a tutela di interessi

delle norme introdotte dalle legislazioni speciali in cui gli interessi settoriali, o di categorie di soggetti, impongono l'introduzione di norme cogenti e di rimedi sanzionatori che sembrerebbero, perciò, non in linea con i tradizionali caratteri della nullità.

Da qui l'impegno a ricercare nella disciplina della nullità – seppur nella molteplicità di forme ed intensità con cui essa può concretamente esplicitarsi – un unico filo conduttore che dia la possibilità di ottenere risposte unificanti, riconducendo le varie fattispecie nell'alveo della medesima categoria⁽⁴⁶⁾.

Una possibile via da percorrere, allora, potrebbe essere quella secondo la quale, a prescindere dalla natura – generale o individuale – dell'interesse protetto, l'effetto dirimente previsto dalla norma venga approntato in ragione di una determinata modalità con la quale tale tutela viene concepita ed attuata dall'ordinamento. Ciò comporta che il perseguimento di un fine socialmente rilevante non può, da solo, essere risolutivo ai fini della configurazione dell'imperatività di una norma; di contro, la tutela di un interesse meramente privato necessariamente non la esclude.

L'imperatività, quindi, non si attinge da elementi estranei alla norma che da tale qualificazione viene connotata, ma è un modo di atteggiarsi della stessa in relazione alla nullità che consegue alla sua violazione la quale, nella specie, costituisce la linea di confine dell'autonomia dei contraenti (compreso colui a protezione del quale la disciplina viene concepita), ai quali è sottratto il potere di disposizione dell'interesse tutelato. Naturalmente, escludere che l'imperatività di una norma possa dipendere solamente dalla generalità dell'interesse da questa protetto, non significa certamente negarne l'unitarietà sotto un profilo concettuale. Qui assume un rilievo preminente la valutazione delle conseguenze legali che discendono dalla violazione della norma imperativa, laddove la nullità diviene il criterio di determinazione del carattere imperativo della norma medesima.

Una nullità, invero, che indipendentemente dalla sua espressa previsione testuale, esplicherà i suoi effetti travolgenti in virtù della sottrazione dell'interesse tutelato alla disponibilità dei contraenti. Cosicché – come è stato recentemente affermato da certa dottrina – solamente “la tutela di un interesse indisponibile è in grado di spiegare la penetrante limitazione dell'autonomia privata attuata mediante la nullità prevista dall'art. 1418, co. 1, c.c. in caso di violazione delle norme in questione. Se queste, infatti, prendessero in considerazione il mero interesse di una delle parti, senza attribuire ad esso alcuna ulteriore connotazione, non vi sarebbe alcun motivo per negare al soggetto stesso la facoltà di disporre validamente. Invero, se tale potere è inibito, è proprio perché il legislatore ne garantisce la soddisfazione anche contro la sua volontà”⁽⁴⁷⁾. Ne discende che ai fini della configurazione della fattispecie della nullità virtuale prevista dall'art. 1418, primo comma, c.c. non basta la semplice violazione di un qualunque divieto legale, essendo necessario invece indagare se, nella specie, la norma violata – anche se posta a garanzia di un interesse privato o, comunque, di uno solo dei contraenti per la sua

individuali come, ad esempio, quelli del contraente debole del rapporto contrattuale. Nella stessa direzione si muove anche il pensiero di G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 335-336; Id., *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970, 220.

⁴⁶ In questi termini V. SCALISI, *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Europa dir. priv.*, 2001, 506.

⁴⁷ Le parole sono di A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, 46.

appartenenza ad una determinata categoria di soggetti – rivela un precipuo atteggiamento dell’ordinamento giuridico volto ad assicurarne il soddisfacimento anche contrariamente alle scelte delle parti. Di contro la tutela di valori che restino nella disponibilità dei contraenti non sarà in grado di attribuire una connotazione di imperatività alla norma violata, né a sanzionare con la nullità il contratto che ad essa contravviene⁽⁴⁸⁾.

Delineati, così, i confini generali del campo all’interno del quale ci si muove, è possibile adesso tentare di trovare finalmente una risposta all’interrogativo posto in apertura del presente paragrafo. La questione – per l’importanza dei suoi risvolti e, nel contempo, per la disomogeneità delle tesi interpretative che da essa sono scaturite – merita però un ulteriore approfondimento che tenga conto dell’ampio e variegato panorama giurisprudenziale dal quale sono sorti indirizzi ed orientamenti non propriamente in linea tra loro.

4. Sanzioni civilistiche tra nullità, risoluzione e risarcimento.

Innumerevoli pronunce giurisprudenziali si sono occupate – e, certamente, si occuperanno ancora – delle conseguenze che i grandi scandali finanziari degli ultimi tempi hanno avuto sui rapporti contrattuali formalizzati tra intermediari e clienti. La cornice economica e sociale in cui si inquadra il fenomeno è rappresentata, in particolar modo, dalle note vicende “Cirio”, “Parmalat” ed “Argentina”⁽⁴⁹⁾, dalle quali è scaturita la ferma volontà dei risparmiatori di ottenere dai soggetti abilitati il rimborso delle somme investite in strumenti finanziari appartenenti ad emittenti che, all’epoca dell’investimento, già si trovavano in una, seppur celata, situazione di crisi finanziaria irreversibile.

La prospettiva civilistica e quella del diritto finanziario, peraltro, paiono, in tale ambito di materia, strettamente connesse, visto che gli obblighi comportamentali a carico degli intermediari contemplati dalla normativa speciale vengono essenzialmente ricondotti – come è stato ripetutamente affermato – ai più generali principi cari al diritto civile (buona fede, correttezza, diligenza). Il civilista, inoltre, è ancor più intrigato da altri e più particolari profili della questione che stiamo trattando: il contratto, il quale rappresenta il fulcro del diritto civile ed, al suo interno, i rimedi contrattuali posti a suo presidio.

Per centrare l’obiettivo occorre, dunque, attaccare il contratto; ma a quale contratto dobbiamo

⁴⁸ In questo contesto, pur non potendosi dimenticare i contributi di coloro i quali ritengono di poter far discendere l’imperatività di una norma da elementi quali l’esistenza di una sanzione penale, la formulazione in via categorica del precetto o, infine, l’espressa esclusione della validità di eventuali patti contrari (cfr., per una panoramica generale sui criteri introdotti dalla dottrina ai fini dell’individuazione della norma imperativa, E. CAPUTO, *Sui criteri di determinazione del carattere imperativo di una norma*, in *Giust. civ.*, 1978, I, 903 ss.), è da rimarcare che non è tuttavia possibile attribuire rilievo assoluto a regole che, per la loro schematicità, finiscono col non rispettare l’ampiezza di significato desumibile dal dettato positivo.

⁴⁹ Per approfondimenti di carattere generale su tali *crack* finanziari v., per tutti, F. FIMMANÒ, *I gap di informazione e controllo nei crack Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 2004, 401 ss.; S. FORTUNATO, *I fallimenti nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in *Società*, 2004, 929 ss.

fare riferimento? È d'uopo, a questo punto, ribadire una precisazione di carattere preliminare già accennata nel precedente paragrafo.

L'acquisto di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di investimento avviene sulla base di ordini⁽⁵⁰⁾ impartiti dai clienti che il soggetto abilitato esegue in esecuzione ed in attuazione di un c.d. contratto quadro⁽⁵¹⁾ (detto anche *master agreement*⁽⁵²⁾) che ne sta a monte⁽⁵³⁾; sicchè parleremo di una "fattispecie contrattuale a formazione complessa ed a due livelli"⁽⁵⁴⁾. Gli ordini di investimento impartiti dal cliente danno vita ad altrettanti contratti autonomi di compravendita su strumenti finanziari destinati ad eseguire il contratto quadro⁽⁵⁵⁾.

Se questo, dunque, è il particolare schema contrattuale da sottoporre ad esame, dobbiamo valutare quale possa essere la ricaduta della violazione delle regole di condotta da parte del soggetto abilitato, sulla nostra fattispecie a formazione complessa.

La rassegna delle decisioni della giurisprudenza in *subiecta materia* induce spontaneamente

⁵⁰ In argomento, a fronte di decisioni giurisprudenziali che sostengono che gli ordini di investimento hanno natura contrattuale (cfr., in proposito, Trib. Milano 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604), ve ne sono altre che affermano che l'ordine è piuttosto un atto unilaterale esecutivo del contratto di investimento e non una proposta contrattuale rivolta all'intermediario (così Trib. Mantova 14 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*).

⁵¹ La dottrina, in realtà, ancora dibatte sulla eventuale riconducibilità del contratto relativo all'esecuzione dei servizi di investimento alla fattispecie del contratto quadro, piuttosto che a quella del contratto normativo. L'argomento è stato affrontato con particolare attenzione da M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, 106 ss., il quale afferma che mentre il contratto normativo svolge il compito di disciplinare contratti aventi la medesima natura, il contratto quadro ha la funzione di disciplinare futuri contratti dissimili per natura e finalità. L'A. conclude, pertanto, con la considerazione che nessuna delle due categorie succitate può effettivamente attagliarsi – sotto un profilo squisitamente tecnico giuridico – alla fattispecie contrattuale che qui viene considerata (cioè il contratto relativo ai servizi di investimento che sta a "a monte" rispetto ai successivi contratti specificativi ed attuativi del primo, conclusi in virtù dell'ordine di investimento conferito dal cliente).

⁵² Così Trib. Milano 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova 18 aprile 2005, cit., 604.

⁵³ Non a caso la giurisprudenza che si è occupata della questione fa derivare dalla mancanza di un contratto che regoli la prestazione del servizio la nullità dell'intero rapporto (Trib. Ferrara 25 febbraio 2005, in *www.adusbefveneto.it/SentenzeViail/Parmalat/Sentenza%20Bond_Parmalat_Tribunale_Ferrara_25febbraio2005-pdf.* e Trib. Genova 22 aprile 2005, in *www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TGE-DC-22-04-05.htm*), riconoscendo inoltre la necessità che la stipulazione del contratto quadro preceda tutte le altre fasi negoziali del rapporto (cfr., ancora, Trib. Genova 18 aprile 2005, cit., p. 624).

Vanno fatte, tuttavia, alcune precisazioni.

La struttura "contratto quadro - singoli ordini", intesa come bipartizione necessaria della fattispecie, non è obbligatoria ai fini della valida prestazione del servizio di investimento: ben può verificarsi l'ipotesi in cui un singolo contratto contenga in sé le caratteristiche di entrambi costituendo al tempo stesso fonte generale del rapporto ed attuazione concreta dello stesso. È il caso deciso da Trib. Milano 6 febbraio 1997, in *Giur. it.*, 1998, 302, secondo cui la mancanza di un contratto quadro non provoca la invalidità del singolo ordine del cliente, ma solamente la necessità che quest'ultimo soddisfi il requisito della forma scritta previsto dall'art. 23 T.U.F.

⁵⁴ Così V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio, bond e tango bond)*, commento a Trib. Genova 18 aprile 2005; Trib. Genova 15 marzo 2005; Trib. Mantova 1° dicembre 2004; Trib. Venezia 22 novembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, 624.

Propende, invece, per una soluzione diversa, M. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, nota a Trib. Taranto 27 ottobre 2004, in *Contratto e impresa*, 2005, II, 513 ss., secondo il quale l'unicità formale e sostanziale del contratto, costituirebbe una interpretazione più aderente e consona alla classificazione dei contratti relativi all'esecuzione dei servizi di investimento.

⁵⁵ È bene sottolineare che la sottoscrizione di un ordine di investimento, sebbene consista in un'attività attuativa del programma negoziale sancito nel contratto quadro, si estrinseca, di fatto, nella stipulazione di veri e propri contratti di acquisto intermediato di strumenti finanziari e, come tali, sicuramente rilevanti sotto il profilo della validità.

a chiedersi anzitutto: è possibile che i giudici possano avere inquadrato un medesimo caso nell'ambito di categorie concettualmente tanto diverse, sì da manifestare una certa fungibilità ed una relativa indifferenza nella scelta tra l'uno e l'altro rimedio contrattuale da adottare?

Come si è detto, la giurisprudenza ha in un primo momento percorso prevalentemente la via della nullità virtuale⁽⁵⁶⁾, in ragione della natura degli interessi presidiati⁽⁵⁷⁾ dalle norme che prevedono gli obblighi comportamentali ai quali gli intermediari si devono attenere, dando per scontata l'imperatività delle disposizioni (art. 21 ss. del T.U.F., nonché art. 26 ss. del Regolamento Consob n. 11522/98) violate⁽⁵⁸⁾.

⁵⁶ Sulla categoria – tutt'altro che pacifica – della nullità virtuale v., ancora, nt. 140, nonché: G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, cit., 446; R. TOMMASINI, voce *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 878; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative*, cit., 45 ss.

⁵⁷ La maggior parte delle pronunce accomuna la valenza pubblicistica di tali interessi parlando indifferentemente di ordine pubblico economico (Cass. 7 marzo 2001 n. 3272; Trib. Firenze 30 maggio 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-30-05-04.htm; Trib. Milano 20 febbraio 1997, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 82 ss.), ovvero di tutela del risparmio, di integrità dei mercati finanziari e di diligenza degli intermediari (Trib. Brindisi 21 febbraio 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TBR-VL-21-02-05.htm; Trib. Monza 16 dicembre 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TMZ-16-12-04.htm; Trib. Brindisi 21 giugno 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TBR-MP-21-06-05.htm). La giurisprudenza ha quindi fondato su queste considerazioni il motivo secondo il quale tali norme avrebbero un grado di imperatività sufficiente affinché la loro violazione possa dare luogo alla nullità e non all'annullabilità dei contratti, come sarebbe peraltro possibile ai sensi dell'art. 1418 c.c. (in argomento si v. G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto (dal codice civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, 380; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, cit., 20 ss.; *contra*, F. FERRARA, *Teoria del negozio illecito*, Milano, 1902, 25 ss., a parere del quale esisterebbe una sola tipologia di interessi pubblici suscettibili di provocare la nullità contrattuale).

⁵⁸ Naturalmente il quadro normativo di riferimento – al quale tutte le pronunce qui richiamate si parametrano – è rappresentato dalla disciplina primaria e secondaria non ancora innovata a seguito del recepimento della Direttiva Mifid. Allo stato, del resto, non è dato avere finanche il sentore di qualche imminente pronuncia giurisprudenziale relativa a procedimenti civili ove sia stata denunciata dal risparmiatore la violazione delle nuove norme introdotte, in tema di obblighi comportamentali, dal d. lgs. n. 164/2007.

Tra le sentenze che indistintamente attribuiscono imperatività sia alle norme del T.U.F., sia alle norme del regolamento Consob n. 11522/98, si veda: Trib. Brindisi 21 giugno 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TBR-MP-21-06-05.htm; Trib. Parma 16 giugno 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TPR-NS-16-06-05.htm; Trib. Bari 26 maggio 2005, in www.filodiritto.it/notizieaggiornamenti/20giugno2005/TB.Atangobondordinetelefono.htm; Trib. Firenze 18 febbraio 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-AP-18-02-05.htm; Trib. Firenze 30 maggio 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-30-05-04.htm). L'argomentazione posta a sostegno di tale tesi è duplice: per un verso, infatti, è stato sostenuto che sia la normativa primaria, sia la normativa secondaria sono volte alla tutela dei medesimi interessi e, perciò, costituirebbero un *corpus unicum* (cfr., ancora, Trib. Monza 16 dicembre 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TMZ-16-12-04.htm; Trib. Palermo 16 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2359 ss.; Trib. Parma 16 giugno 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TPR-NS-16-06-05.htm); per altro verso, poi, è stato posto l'accento sulla potestà ontologicamente normativa della Consob e sulla circostanza che tale potestà è in grado di incidere sulla sfera soggettiva dei destinatari condizionandone l'autonomia negoziale, cosicché le norme emanate da tale autorità amministrativa varrebbero da parametro generale ed astratto della validità degli atti e delle condotte degli operatori del mercato (cfr. Trib. Firenze 18 febbraio 2005, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-AP-18-02-05.htm; Trib. Firenze 30 maggio 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TFI-30-05-04.htm). Per tali considerazioni c'è chi – anche in dottrina – molto perspicuamente osserva che dalla violazione della normativa secondaria può discendere l'invalidità negoziale: una volta accertato infatti il rispetto della delega legislativa, le disposizioni dell'autorità indipendente possono “sottoporre l'autonomia negoziale a vincoli potenzialmente indefiniti” (le parole sono di E. DEL PRATO, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti: spunti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 521). Nella stessa direzione si muovono coloro che parlano di norme imperative “secondarie”, ponendo l'accento sull'irrelevanza della natura – primaria o secondaria – delle norme (v., sul punto, N. DISTASO, *Le invalidità*, in *I contratti in generale*, III, *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, Torino, 1991, 677).

Non mancano però voci parzialmente dissonanti secondo le quali la nullità dipenderà dalla violazione delle sole disposizioni regolamentari che si limitano a specificare il contenuto della legge, e soltanto nella misura in cui quest'ultima tale sanzione contempla (v. R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti sui valori mobiliari (prime note sul “neo-*

Pur tralasciando in questa sede l'indagine circa l'effettiva nozione di imperatività normativa – della quale si è detto a grandi linee in precedenza – pare anzitutto opportuno evidenziare un dato di partenza. La dottrina civilistica, com'è noto, ha tradizionalmente insegnato a distinguere tra regole di validità e regole di comportamento – o, se vogliamo, di responsabilità – a seconda che la loro violazione ricada sulla validità del contratto, inficiandolo; oppure attribuire alla parte non inadempiente il diritto di agire per chiederne la risoluzione e/o il risarcimento del danno in conseguenza della condotta scorretta tenuta dall'altro contraente. E sebbene l'originaria bipartizione tra le due categorie di regole abbia talvolta conosciuto parziali interferenze, la distinzione è stata, in ogni caso, sempre abbastanza netta e rigorosa. Oggi, tuttavia, si assiste ad un appannamento di tale distinzione: sempre più regole che storicamente avremmo collocato nell'area delle norme di comportamento per poter ottenere la risoluzione contrattuale e/o il risarcimento, rappresentano, a volte, uno strumento d'ausilio per ricavarne l'invalidità del contratto. La tendenza alla indistinzione, peraltro, ha coinvolto tanto il legislatore, quanto i giudici. E le numerosissime sentenze pronunciate in materia di servizi di investimento sono emblematiche della chiara dimostrazione di un allontanamento da uno dei capisaldi del pensiero civilistico. Si delinea, pertanto, un quadro confuso e contraddittorio che necessita, perciò, di ulteriori verifiche.

L'impostazione che abbraccia la tesi della nullità virtuale considera, dunque, gli intermediari tenuti a rispettare gli obblighi imperativi di fonte legale e, dunque, posti a loro carico a prescindere dall'esistenza di un contratto⁽⁵⁹⁾. L'assunto non convince in pieno; non tanto poiché percorre una via poco rispettosa della distinzione – oggi certamente meno netta di un tempo e comunque parzialmente superata da larga parte della dottrina civilistica⁽⁶⁰⁾ – tra regole di validità e regole di responsabilità, quanto perché perde di vista l'esatta collocazione di tali doveri comportamentali. Se infatti lo svolgimento dei servizi di investimento necessita della conclusione di un contratto scritto tra investitore ed intermediario è proprio in questo contesto che tali doveri andranno inseriti⁽⁶¹⁾. Gli obblighi informativi, infatti, se possono certamente ritenersi obblighi legali – in quanto prescritti da norme di legge o di regolamento – sono, nel contempo, anche obblighi contrattuali secondo il principio di integrazione necessaria dei contratti di cui all'art. 1374 c.c.⁽⁶²⁾

Del resto a sostegno della tesi che nega l'ammissibilità della sanzione invalidante, sta anche il dato normativo che si attinge dall'art. 23, sesto comma, del T.U.F., sicché la norma manifesta

formalismo negoziale”), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, 803).

⁵⁹ Cfr., per tutte, Trib. Firenze 18 febbraio 2005, cit., secondo cui, dopo l'entrata in vigore del T.U.F., gli obblighi sui soggetti abilitati si rivolgono non soltanto nell'ambito del rapporto contrattuale tra gli stessi e la clientela, ma anche “più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell'attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato”.

⁶⁰ Cfr. V. SCALISI, *Il contratto e le invalidità*, in *Rin. dir. civ.*, 2006, 244 s.; Id., *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, 497; G. AMADIO, *Autorità indipendenti e invalidità del contratto*, in GITTI (a cura di) *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006, 227; A. GENTILI, *Nullità, annullabilità, inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *Contratti*, 2003, 200 ss.; R. SACCO, *Il contratto*, in R. SACCO-G. DE NOVA (a cura di), II, Torino, 2004, 313.

⁶¹ In questo senso v., da ultimo, F. GALGANO, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è, dunque, causa di nullità virtuale*, in *Contratto e impresa*, n. 2, 2006.

⁶² Si veda, sul punto, quanto sostenuto da V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 3, 2005, 905.

– neppure tanto velatamente – di voler ancora richiamare la tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di comportamento⁽⁶³⁾. Inoltre – sostengono ancora i fautori della teoria della responsabilità per inadempimento – ove il legislatore ha ritenuto di voler ricorrere alla sanzione invalidante, lo ha fatto espressamente: basti pensare a quanto prescritto dall’art. 23, primo e secondo comma, del T.U.F. in tema di osservanza del requisito di forma scritta e di determinazione del corrispettivo per l’esecuzione del servizio di investimento.

In virtù delle precedenti considerazioni, dunque, parrebbe, perlomeno in prima battuta, che il legislatore abbia voluto adottare un sistema di tutela degli investitori – in ipotesi di violazione degli *standards* di condotta a carico degli intermediari – alternativo alla invalidità la quale, perciò, non intaccherebbe gli specifici contratti di acquisto su strumenti finanziari⁽⁶⁴⁾.

Di fronte a tali argomentazioni, allora, si potrebbero prospettare due possibili scenari: si po-

⁶³ Parrebbe, dunque, cogliere nel segno l’opinione di coloro che, accantonando la tesi della nullità virtuale, propugnano la soluzione della responsabilità per inadempimento dell’intermediario, sebbene mediante l’utilizzo di percorsi argomentativi differenti in merito all’individuazione del momento preciso in cui tali doveri comportamentali a carico dell’intermediario sorgerebbero.

C’è, infatti, chi sostiene la teoria del c.d. “contatto sociale”, secondo la quale gli obblighi di condotta verrebbero in essere anteriormente alla conclusione del contratto, traducendosi, poi, in obblighi contrattuali (v. S. FAILLACE, *La responsabilità da contatto sociale*, Padova, 2004, 14 ss., il quale concepisce tale responsabilità solo in quanto riferita ai soggetti professionali e in relazione al loro particolare *status*, precisando che essa può nascere anche al di fuori di qualsiasi relazione negoziale).

La giurisprudenza, sul punto, ritiene più che altro che i doveri comportamentali previsti dall’art. 21 T.U.F. caratterizzino solamente la modalità esecutiva dell’adempimento delle obbligazioni dell’intermediario, sì da qualificarne l’inosservanza, perciò, in termini di inadempimento contrattuale del contratto relativo alla prestazione del servizio di investimento (cfr. l’orientamento espresso da: Trib. Bari 3 maggio 2001, in *Contratti*, 2001, 824 ss.; Trib. Roma 8 ottobre 2004, in www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/TROMA-RC-08-10-04.htm; Trib. Genova 7 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 609 ss.; Trib. Palermo 16 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2359 ss.); in alcuni casi, tuttavia, viene posto l’accento sulla dicotomia tra vizi genetici e vizi funzionali, escludendo la nullità del contratto allorchè si riscontri un vizio appartenente alla seconda specie (cfr. Trib. Genova 15 marzo 2005, cit.; Trib. Taranto 27 ottobre 2004, in *Contratto e impresa*, 2005, II, 513 ss.).

Sulla questione v. anche le osservazioni di G. SICCHIERO, *Nullità per inadempimento?*, in *Contratto e impresa*, n. 2, 2006, 368 ss., il quale si sofferma a verificare la natura del rapporto che intercorre tra le recenti normative sui *nuovi contratti* in tema di violazione di regole informative e la disciplina generale in tema di nullità, anche al fine di indagare se quest’ultima possa effettivamente soddisfare le esigenze fatte proprie dal legislatore speciale. L’A. conclude precisando che si è ancora lontani dal poter prospettare una compiuta disciplina della nullità per inadempimento di obblighi informativi in vista della realizzazione dei valori di protezione a tutela del contraente debole del rapporto, il quale verrebbe meglio tutelato verso le distorsioni comportamentali dell’altro contraente, attraverso l’applicazione di sanzioni disciplinari a carico di quest’ultimo unitamente – resta ben inteso – all’applicazione dei tradizionali rimedi civilistici della risoluzione contrattuale per inadempimento e del risarcimento del danno.

⁶⁴ È stato obiettato (v. P. FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 2129, il quale richiama il pensiero di: C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 206; F. Benfatti, *Art. 1175 c.c.*, in *Comm. cod. civ.*, CENDON (a cura di), IV, Torino, 1991, 5 ss.), tuttavia, che con riferimento alla violazione dell’obbligo di buona fede, si potrebbe concepire una maggiore connessione tra regole di validità e regole di responsabilità, allorchè la condotta censurabile determini una violazione dell’ordine pubblico, suscettibile di incidere sull’assetto di interessi delle parti. In tale ipotesi, pertanto, la violazione del dovere di comportamento non rimarrebbe limitata alla fase della formazione del contratto, penetrando all’interno del suo contenuto, di guisa da rendere lo stesso schema negoziale in contrasto con gli interessi pubblici sottesi alla norma violata; ragionando diversamente, infatti, si permetterebbe all’autonomia privata di compiere atti leciti, seppur contrari ad interessi pubblici tutelati da norme imperative (cfr., in argomento, Cass. 7 marzo 2001 n. 2372; Cass. 6 aprile 2001 n. 5114).

Si potrebbe argomentare, di contro, che tale ricostruzione sarebbe di difficile applicazione nel caso che ci riguarda, per il semplice fatto che è lo stesso legislatore che, nella specie, appronta, in ipotesi di violazione di interessi protetti da norme imperative, sanzioni – peraltro formalmente previste – estranee a quella della nullità.

trebbe, cioè, percorrere la via che assegna al dato testuale un'importanza risolutiva; oppure si potrebbe oltrepassare il significato desumibile dall'interpretazione della lettera delle norme di comportamento, individuandone l'effettiva *ratio* in ragione del collegamento esistente tra le peculiarità del servizio finanziario concretamente reso dall'intermediario e gli interessi giuridicamente protetti dalle regole di condotta. La prima via, come si è appena detto, è stata preferita da coloro i quali hanno fondato il proprio convincimento sull'assunto secondo cui il legislatore speciale ha voluto limitare la sanzione della nullità ai soli casi espressamente contemplati dal T.U.F.⁽⁶⁵⁾: in sostanza alle sole ipotesi previste dall'art. 23, primo e secondo comma, T.U.F. (che si riferiscono a tutti i servizi di investimento), nonché dall'art. 24 T.U.F. (con particolare riguardo alla gestione patrimoniale individuale) le quali prevedono la sanzione della nullità relativa azionabile esclusivamente dal cliente.

Questa impostazione al problema, peraltro, ha tratto ulteriore linfa dalla considerazione che la tutela degli interessi degli investitori – ad eccezione, appunto, delle ipotesi di nullità relativa menzionate agli artt. 23 e 24 del T.U.F. – sembra, per il resto, interamente affidata ad azioni di natura risarcitoria⁽⁶⁶⁾. Nel sistema così delineato, dunque, l'integrità dei mercati e la tutela degli interessi generali, si è ritenuto fosse meglio perseguita attraverso la riconducibilità delle eventuali violazioni delle regole di condotta, a sanzioni di tipo amministrativo particolarmente incisive, quali il divieto di intraprendere nuove operazioni ove la violazione pregiudichi interessi di ordine generale e, nei casi di urgenza, per la tutela degli interessi degli investitori (art. 52 del T.U.F.); oppure la sospensione degli organi amministrativi dell'impresa intermediaria (art. del 53 T.U.F.).

La questione, tuttavia, va posta in un'ottica non del tutto coincidente.

Da un canto, infatti, è innegabile che si debba porre l'attenzione sull'effettiva graduazione dell'efficacia imperativa delle norme, dalla cui violazione non sempre scaturisce la nullità contrattuale: una nullità che è certamente da escludere laddove la legge assicura l'effettività della norma imperativa mediante la previsione di rimedi che non incidono sulla validità contrattuale e che, in ogni caso, siano in grado di realizzare gli effetti voluti dalla norma medesima⁽⁶⁷⁾. Nel contempo, però, la conseguenza della violazione di una norma imperativa deve muoversi in una duplice direzione. Diviene rilevante stabilire, anzitutto, il momento in cui detta violazione della regola comportamentale si colloca rispetto alla conclusione dell'operazione finanziaria compiuta dall'intermediario, anche in considerazione del fatto che le finalità di interesse pubblico perseguite dal legislatore speciale passano attraverso un corretto processo formativo della volontà negoziale del cliente. Cosicché tali regole di condotta non possono essere degradate a meri principi valevoli solamente nella fase esecutiva delle operazioni di investimento, essendo piuttosto rilevanti già all'atto della conclusione delle operazioni medesime. Sicché può ragionevolmente affermarsi che la loro violazione – ove intervenuta nella fase antecedente o contestuale alla stipulazione del singolo atto negoziale attuativo del programma finanziario

⁶⁵ E meglio specificati, poi, dalla normativa regolamentare.

⁶⁶ In tal senso, infatti, l'art. 23, ultimo comma, T.U.F., che disciplina la ripartizione degli oneri probatori nei giudizi di risarcimento danni, richiama la "specifica diligenza richiesta" quale categoria dell'adempimento, sì da lasciar presumere che non vi siano margini di dubbio circa la qualificazione dell'azione.

⁶⁷ Il concetto viene espresso anche da Cass. 12 ottobre 1982 n. 5270.

ed allorquando manifesti una carenza di requisiti invece imprescindibili ⁽⁶⁸⁾ – determinerà la nullità della singola operazione di investimento; viceversa costituirà violazione non invalidante quella, riferita a ciascun investimento attuativo, intervenuta successivamente alla conclusione del negozio e che, comunque, non avrebbe potuto indurre il cliente a disporre diversamente. Vi è infine da aggiungere un'ultima, ma decisiva, notazione.

L'accertamento della violazione delle regole generali che disciplinano l'agire degli intermediari necessita di un'ulteriore distinzione in base al servizio di investimento che viene concretamente espletato e, dunque, dal ruolo assunto materialmente dal soggetto abilitato. La nullità dell'atto negoziale, infatti, ferma restando la sussistenza dei presupposti dell'azione poc'anzi menzionati, si giustifica solamente laddove l'intermediario interviene quale effettiva controparte contrattuale ⁽⁶⁹⁾, non potendo invece invocarsi in tutti quei casi nei quali l'intermediario rimanga sostanzialmente estraneo all'operazione di investimento ⁽⁷⁰⁾.

⁶⁸ Il riferimento riguardava, in particolare, il contenuto precettivo degli artt. 27 e 29 del Regolamento Consob n. 11522/98, in tema, rispettivamente, di conflitto di interessi e di adeguatezza dell'investimento. In entrambe le due fattispecie, infatti, la normativa speciale (oggi parzialmente modificata in seguito al recepimento della Direttiva Mifid) vietava il compimento dell'investimento, ove mancasse il requisito della informazione preventiva dell'intermediario e della possibile, ma non automatica, autorizzazione (informata) per iscritto dell'investitore al compimento dell'operazione finanziaria (in conflitto di interessi o inadeguata). In questi casi, dunque, ciò che rilevava non era la violazione del dovere comportamentale in relazione alla specifica modalità attuativa dell'investimento, quanto, e soprattutto, in ragione dell'esistenza stessa del contratto di acquisto dello strumento finanziario, il quale, ove compiuto in modo difforme da quanto prescritto dalla norma cogente, sarebbe stato travolto nella sua validità giacché privo di un elemento posto dalla legge alla stregua di un *essentiale negotii*. Del resto gli *standards* comportamentali dell'intermediario non si esauriscono nei soli obblighi di forma e di tenere una certa condotta, ma coinvolgono anche obblighi di astensione, di forme e di contenuti informativi che investono l'essenza della fattispecie contrattuale (cioè dell'ordine di acquisto dello strumento finanziario) e non il mero comportamento. Ciò vale – in relazione alla previgente disciplina regolamentare dei cui riflessi applicativi si discute – sia per l'art. 27, sia per l'art. 29 del Regolamento Consob n. 11522/98 e la sanzione per la violazione di tali divieti è, appunto, la nullità *ex art.* 1418, primo comma, c.c.

⁶⁹ Come avviene, appunto, nella prestazione del servizio di gestione patrimoniale individuale o nel servizio di negoziazione per conto proprio in cui il soggetto abilitato vende gli strumenti finanziari in contropartita diretta con il cliente, prelevandoli dal proprio portafoglio titoli.

⁷⁰ È il caso, ad esempio, dei seguenti servizi: a) negoziazione per conto terzi ove l'intermediario si limita a rinvenire sul mercato un soggetto disposto ad eseguire l'ordine del cliente; b) ricezione e trasmissione ordini in cui l'operatore si limita a raccogliere l'ordine del cliente e, quindi, a trasmetterlo ad un soggetto negoziatore.

LA VIGILANZA DELLA CONSOB IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO

Valentina Anzellotti

Abstract: La riforma della disciplina in tema di abusi di mercato, introdotta con la Direttiva 2003/06/CE (MAD), rappresenta sicuramente un grande passo avanti nella lotta contro tali forme di criminalità, laddove è andata a colmare le lacune presenti nel quadro giuridico pre-vigente. L'evoluzione dei mercati finanziari e del contesto macroeconomico di riferimento postula peraltro un intervento di revisione in discussione a livello comunitario, finalizzato ad incrementare l'efficacia della disciplina. In Italia, il recepimento della MAD ha inciso principalmente sulla disciplina dell'informazione societaria, sulla configurazione degli illeciti, ed ha introdotto un forte accrescimento dei poteri di cui è dotata la Consob, organo competente all'accertamento degli illeciti amministrativi, che si affiancano a quelli di rilevanza penale, ed all'irrogazione delle conseguenti sanzioni. Dall'entrata in vigore della MAD le sanzioni hanno subito un significativo inasprimento.

Abstract: The market abuse regime, introduced in Italy by the implementation of EU Directive 2003/06/CE (MAD), sets certainly a big step forward in the fight against market related offences aimed to fill the gaps in the pre-existing Italian legal framework. The rapid evolution of the macroeconomic context as well as the fast growth of financial markets, however, postulate a regulation review that is currently under discussion at EU level, aimed to increase the effectiveness of the whole regime in a fast changing environment. In Italy, the implementation of MAD: i) produced a significant impact in the management of corporate information, ii) contributed to better design the criminal and administrative offences, iii) strengthened the investigation powers of the competent Authority (Consob), in charge of the administrative proceedings (while the criminal proceedings remained under the competence of the Judicial Authority). After the implementation of MAD, sanctions have registered a significant increase.

Parole chiave: informazione privilegiata, *insider trading*, *market abuse*, *price sensitivity*, CESR.

Sommario: 1. Il quadro normativo di riferimento – 1.1 Le fonti comunitarie: la direttiva 6/2003 e ... - 1.2 (segue): le direttive di II Livello ed il regolamento 2273/2003/CE – 1.3 La legislazione di recepimento e la normativa secondaria – 2. *Insider trading* e manipolazione del mercato – 2.1 I soggetti e i divieti – 2.2 L'informazione privilegiata – 2.3 Cosa è il *front running* – 2.4 Manipolazione del mercato - 2.4.1 Manipolazione informativa - 2.4.2 Manipolazione operativa (*trade based manipulation* e *action based manipulation*) – 2.5 Il regime sanzionatorio del

c.d. doppio binario – 3. L’approccio della Consob nella prevenzione degli abusi di mercato – 3.1 Obbligo in capo agli emittenti – 3.2 Obbligo in capo agli intermediari – 3.3 I poteri della Consob – 3.4 I numeri della vigilanza sugli abusi di mercato – 4. Considerazioni conclusive - 5. Bibliografia.

1. Il quadro normativo di riferimento

1.1 Le fonti comunitarie: la direttiva 6/2003 e . . .

La recente riforma della disciplina in tema di abusi di mercato è tratteggiata dalla Legge comunitaria 2004 (Legge 18 aprile 2005, n. 62, entrata in vigore il 12 maggio 2005), che all’articolo 9 ha recepito nel nostro ordinamento la direttiva 2003/06/CE sul *Market Abuse*, relativa cioè all’abuso di informazioni privilegiate (o *insider trading*) ed alla manipolazione di mercato, fattispecie, quest’ultima, che si va a sovrapporre al preesistente aggio¹.

Tale riforma riveste una particolare rilevanza considerato che fa riferimento a condotte illecite che da sempre, e a maggior ragione oggi, data l’estrema dinamicità dei mercati finanziari, rappresentano una grave minaccia alla regolarità delle transazioni mobiliari e una vera e propria mina per la fiducia che i risparmiatori ripongono nel mercato stesso. E’ pertanto innegabile che i comportamenti illeciti in esame sono in grado di mettere in seria crisi la solidità e lo sviluppo di un mercato finanziario, dato che l’elemento fiducia non solo si pone alla base di un corretto e adeguato funzionamento di detto mercato, ma finisce per rappresentare una condizione necessaria alla sua stessa sopravvivenza.

In via generale, è possibile affermare che l’*insider trading* consiste nella compravendita di strumenti finanziari, tipicamente azioni, da parte di chi versa nelle condizioni di *insider*, un soggetto cioè che in virtù della peculiare posizione che occupa all’interno di una società, oppure della professione o dell’ufficio svolto, ha la possibilità di acquisire in anticipo rispetto alla generalità degli investitori informazioni rilevanti correlate all’attività dell’emittente strumenti finanziari, informazioni non ancora rese pubbliche ed in grado di influenzare il corso dei titoli stessi (ovvero *price sensitive*)². Alla figura di *insider* primario così delineata si deve poi aggiungere quella di *insider* secondario, soggetto che pur non avendo accesso diretto all’informazione privilegiata arriva a disporne in via mediata per averla ricevuta da un *insider* primario o in quanto frutto di attività illecita³.

¹ Sulla nuova disciplina cfr. A. SAPONARO, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Società*, 2004, p. 767 ss.; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abuse directive*, in *Corriere Giuridico*, 2006, p. 1768 ss.; G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 42; C. COMPORI, *La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione*, in *Dir. Banca*, 2005, II, p. 62; M. SEPE, *La repressione degli abusi di mercato*, in F. CAPRIGLIONE, *L’ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 1065 ss.

² Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003, p. 388.

³ A tal riguardo, è opportuno rilevare il ruolo di grande importanza rivestito dal concetto di informazione privilegiata che nel Considerando n. 16 della Direttiva è definita come “qualsiasi informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari. Un’informazione che potrebbe influire in modo sensibile sull’evoluzione e sulla formazione dei prezzi di un

Con manipolazione del mercato, invece, si fa riferimento a operazioni, ordini di compravendita o diffusione di informazioni che forniscono, o sono suscettibili di fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari. La manipolazione del mercato rappresenta, dunque, una minaccia per l'efficienza valutativo-allocazionale del mercato in quanto, essendo basata sull'adozione di comportamenti diretti a falsare il corso dei titoli, impedisce ai prezzi di riflettere il valore intrinseco degli stessi.

Il legislatore comunitario ha ritenuto opportuno procedere all'emanazione di una nuova Direttiva in materia, la 2003/06 appunto, in modo da colmare le lacune esistenti nel quadro giuridico vigente in quel momento, che risultava molto disomogeneo ed incompleto, con un diverso trattamento applicato agli abusi di mercato nei vari Stati membri, laddove esistente, vista addirittura l'assenza di una specifica disciplina in materia in taluni Paesi; ciò costituiva non solo fonte di incertezze per gli operatori economici che a vario titolo intervenivano sui mercati finanziari, ma dava la possibilità di utilizzare dette carenze a scopi illeciti, compromettendo la fiducia del pubblico e pregiudicando, quindi, il regolare funzionamento di detti mercati in un contesto più globalizzato e complesso. La direttiva, si è posta dunque, come obiettivo l'implementazione in ambito europeo di regole comuni contro i reati di *market abuse* al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari appartenenti all'area comunitaria. In altre parole, prescrivendo la stretta collaborazione e un intenso scambio di informazioni tra gli organi di vigilanza nazionali, si è proposta di accrescere la fiducia degli investitori nella correttezza delle transazioni sui valori mobiliari. In estrema sintesi, è possibile rilevare come la Direttiva 2003/06/CE risulti finalizzata:

1. all'armonizzazione delle diverse normative nazionali relative agli abusi di mercato, intendendo con ciò sia l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*), sia la manipolazione del mercato;
2. al mantenimento dell'integrità dei mercati finanziari e all'accrescimento della fiducia degli investitori nei mercati stessi;
3. alla lotta al finanziamento delle attività illecite, in particolare terroristiche;
4. al perseguimento di una maggiore trasparenza nell'attività degli operatori dei mercati finanziari e di una maggiore cooperazione tra le Autorità di vigilanza dei vari Stati membri.

Per il legislatore europeo il fondamento delle norme anti-*insider* risiede nella tutela dell'efficienza del mercato (la cosiddetta *market integrity*), che sarebbe compromessa da condizioni di asimmetria informativa; al *Considerando* n. 2 della Direttiva, infatti, il legislatore comunitario "giustifica" la previsione di norme a tutela dei mercati finanziari contro gli abusi di mercato nei seguenti termini: "Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati". In quest'ottica, sia l'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni del mercato, costituiscono comportamenti che determinano un ostacolo alla reale e piena trasparenza del

mercato regolamentato in quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi".

mercato e, quindi, alla sua efficienza.

Le disposizioni della Direttiva, in relazione a quanto previsto dall'art. 9, si applicano ad ogni strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato di almeno uno Stato membro o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in detto mercato, senza che rilevi la circostanza dell'effettiva negoziazione. Le disposizioni riferite all'abuso di informazioni privilegiate si applicano, altresì, ai derivati non regolamentati il cui valore dipende dagli strumenti finanziari precedentemente richiamati. Per quanto attiene al profilo territoriale, si deve far riferimento all'art. 10, secondo cui ogni Stato membro deve prevedere l'applicabilità dei divieti e degli obblighi fissati nella direttiva⁴. Il quadro descrittivo è completato dagli art. 7 e 8, che indicano espressamente i casi di esclusione. Si tratta delle operazioni: i) attinenti alla politica monetaria, alla politica dei cambi o alla gestione del debito pubblico effettuate da uno stato membro, dal Sistema europeo di banche centrali, da una Banca centrale nazionale o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato ovvero da qualsiasi persona che agisca per conto degli stessi; ii) su azioni proprie effettuate nel contesto dei programmi di riacquisto di azioni o finalizzate a stabilizzare uno strumento finanziario nel corso di un'offerta pubblica iniziale o secondaria, quando tali operazioni vengano compiute nel rispetto delle condizioni stabilite nel Regolamento n. 2273/2003, di cui si discuterà nel seguito.

Uno degli aspetti più innovativi della nuova disciplina tratteggiata con il recepimento della Direttiva 2003/06/CE è sicuramente quello relativo alle modalità sanzionatorie. L'art. 14 della suddetta direttiva, dopo aver fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre anche sanzioni penali (per i casi più gravi), individua lo strumento principe per la repressione degli abusi di mercato nelle sanzioni amministrative, le quali devono qualificarsi come *“efficaci, proporzionate e dissuasive”*. Nei *Considerando* infatti, si prevede che le sanzioni amministrative debbano essere proporzionate alla gravità della violazione, nonché agli utili realizzati; viene inoltre stabilito che si deve perseguire da parte dei vari Stati membri una certa omogeneità nella definizione delle misure delle sanzioni amministrative applicabili. Con il recepimento della Direttiva in esame, pertanto, si è posto l'obbligo di introdurre anche nel nostro Paese sanzioni amministrative contro gli abusi di mercato, laddove in precedenza vi erano solo sanzioni penali.

Come già rilevato, la direttiva 2003/06/CE ha tra le sue finalità quella di pervenire ad una maggiore trasparenza contro gli abusi di mercato, obiettivo da perseguire anche attraverso l'introduzione di specifici obblighi di comunicazione, che riguardano:

- a) l'obbligo per gli emittenti di strumenti finanziari di comunicare tempestivamente tutte le informazioni privilegiate loro riguardanti⁵;

⁴ In particolare:

- i. alle attività effettuate nel proprio territorio o all'estero ed aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato ovvero operante nel suo territorio o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in tale mercato;
- ii. alle attività effettuate nel proprio territorio e aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in tale mercato.

⁵ L'art. 6, comma 1 della Direttiva in esame specifica che gli emittenti di strumenti finanziari sono chiamati a comunicare al pubblico tutte le notizie privilegiate *“il più presto possibile”*. Ai sensi del comma 2, un

-
- b) l'obbligo per gli intermediari di comunicare all'autorità competente eventuali operazioni sospette;
 - c) l'obbligo per gli amministratori di dare piena trasparenza ad ogni transazione effettuata sui titoli delle proprie società con adeguate comunicazioni effettuate “*il più presto possibile*” (*insider dealing*)⁶.

Anche gli analisti finanziari e le società di *rating* sono assoggettati dalla direttiva agli obblighi stringenti di trasparenza e correttezza nella diffusione delle proprie valutazioni su strumenti finanziari.

Infine, nel perseguire l'obiettivo di equilibrare e di armonizzare l'implementazione di regole comuni contro i reati di *market abuse* in ogni paese membro, la direttiva richiede ad ogni Stato comunitario la designazione di un'unica autorità competente in materia di abusi di mercato in quanto l'esistenza di più autorità competenti dotate di responsabilità diverse potrebbe determinare l'insorgere di costi ingiustificati e generare confusione tra gli operatori economici. Inoltre gli organi di vigilanza locali sono chiamati a cooperare per lo svolgimento dei compiti a loro attribuiti e a offrire assistenza attraverso la comunicazione di informazioni all'autorità richiedente di un altro Stato membro che, salvi gli obblighi legati ai procedimenti penali, può utilizzarle nell'ambito di quelli amministrativi o giudiziari aperti in relazione ad abusi di mercato. Inoltre, ai sensi dell'art. 12 della direttiva, l'autorità di controllo deve essere investita dei poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'espletamento delle sue funzioni; poteri che può esercitare direttamente o in collaborazione con altre autorità, compresa l'autorità giudiziaria.

1.2 (segue): le direttive di II Livello ed il regolamento 2273/2003/CE

Il sistema delineato dalla direttiva 2003/06/CE è stato completato da una serie di norme, contenute in tre direttive di secondo livello e in un Regolamento⁷:

1. la direttiva 2003/124/CE del 22 dicembre 2003, recante disposizioni di attuazione per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato. In essa vengono fornite precisazioni sugli

emittente può, assumendosene il rischio, decidere di differire la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate nel caso in cui quest'ultima comprometta i suoi legittimi interessi a condizione, però, che tale omissione non sia in grado di ingannare il pubblico e che l'emittente sia capace di garantirne la riservatezza.

6 Il *Considerando* n. 2 della Direttiva afferma che “una maggiore trasparenza quanto alle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente e, se del caso, da persone che sono loro strettamente legate costituisce una misura preventiva contro gli abusi di mercato. La pubblicazione di queste operazioni, almeno su base individuale, può essere altresì un elemento di informazione prezioso per gli investitori?”.

7 Cfr. S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008; S. VINCENZI, *Mercato finanziario e direttive europee: le nuove regole in materia di market abuse, Opa e prospetti*, Roma, 2005.

elementi essenziali dell'informazione privilegiata, ossia il carattere preciso dell'informazione e l'importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari (*price sensitivity*). In particolare, l'esigenza di assicurare certezza del diritto, sia ai partecipanti al mercato, sia agli emittenti, impone che la valutazione del carattere privilegiato dell'informazione sia basata su informazioni disponibili per un investitore prima di prendere le proprie decisioni di investimento (informazioni *ex ante*). Inoltre, la sua capacità di influenzare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari è definita in base alla presunta scelta di un investitore ragionevole di porre l'informazione stessa alla base delle decisioni di investimento realizzate per massimizzare la propria ricchezza.

La comunicazione al pubblico di questo tipo di informazioni da parte degli emittenti, per la tutela degli investitori, deve avvenire non solo tempestivamente, ma anche nella maniera più rapida e sincronizzata possibile, presso tutte le categorie di investitori e in tutti gli Stati membri in cui l'emittente ha richiesto o ha già ottenuto l'ammissione dei propri strumenti finanziari alle negoziazioni in un mercato regolamentato, al fine di garantire agli investitori, a livello comunitario, parità di accesso alle informazioni privilegiate e di prevenirne l'abuso. La direttiva, inoltre, presenta un elenco (anche se non esaustivo) delle indicazioni che i partecipanti al mercato devono tener presenti allo scopo di individuare i comportamenti manipolativi del mercato (art. 4) ed elabora un elenco (anche questo non esaustivo) delle circostanze che possono giustificare il rinvio della comunicazione di informazioni privilegiate. L'art. 6 della direttiva *market abuse* prescrive che qualora gli emittenti rinviino la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate devono essere in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni in questione. A tal proposito, la Direttiva 2003/124 indica le modalità minime che devono essere adottate da un emittente per controllare l'accesso e quindi la riservatezza delle informazioni privilegiate⁸. Infine, gli emittenti devono assicurare che le informazioni privilegiate – di cui è rinviata la comunicazione – vengano immediatamente diffuse al pubblico qualora non siano più in grado di garantirne la riservatezza;

2. la direttiva 2003/125/CE, di ugual data, reca le modalità di esecuzione ai fini della corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e della comunicazione al pubblico di conflitti di interesse. Con le modalità indicate i soggetti autorizzati all'elaborazione della raccomandazioni di investimento devono informare il pubblico circa la loro identità, il loro codice di condotta e l'eventuale presenza di conflitti d'interesse privati o di legami di controllo nei confronti dell'emittente cui la notizia comunicata si riferisce. Le raccomandazioni possono essere suggerite senza subire variazioni, con alcuni cambiamenti o riassunte da un soggetto diverso preposto alla loro elaborazione, a condizione che questo rilevi la sua identità, il suo codice di condotta e il modo in cui ha apportato le eventuali modifiche. Se il soggetto preposto alla realizzazione della raccomandazione è un'impresa di investimento

⁸ In particolare:

- a. deve essere limitato l'accesso alle informazioni privilegiate ai soli soggetti che esercitano le loro funzioni nell'ambito dell'emittente, in modo che possano accedervi solo quanti ne abbiano realmente bisogno;
- b. le persone che ricevono l'informazione devono essere informate degli obblighi cui sono soggette e che sono tenute a conoscere (in particolare l'obbligo di impedire l'illecita diffusione delle informazioni all'esterno dell'emittente).

-
- o un ente creditizio, esso deve dichiarare l'eventuale partecipazione superiore al 5 per cento al capitale azionario dell'emittente considerato, il suo agire in qualità di *market maker* o di fornitore di liquidità per quest'ultimo, il suo essere nei dodici mesi precedenti *lead-manager* o *colead-manager* nell'ambito di un'offerta pubblica d'acquisto di strumenti finanziari dello stesso emittente. Infine, la direttiva in esame specifica che i pareri delle agenzie di *rating* non costituiscono "raccomandazioni" e che alcune disposizioni della direttiva non si applicano ai giornalisti soggetti negli Stati membri ad appropriata regolamentazione equivalente;
3. il Regolamento CE n. 2273 del 2 dicembre 2003 reca modalità di esecuzione relativamente alla deroga per i programmi di acquisto delle azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari, subito vincolante per gli Stati membri. In esso vengono altresì fissate le condizioni tecniche in presenza delle quali gli emittenti potranno operare senza che la loro condotta possa essere perseguita come manipolazione (è il concetto di *safe harbour*, o "porto sicuro", già conosciuto in altre legislazioni e che in questo modo fa il suo ingresso nell'ordinamento nazionale). Le negoziazioni di azioni proprie effettuate possono usufruire del *safe harbor* offerto dal regolamento nei seguenti casi: riduzione del capitale dell'emittente; obblighi derivanti da strumenti di debito convertibili o scambiabili con strumenti azionari, ovvero derivanti da programmi di assegnazione di opzioni su azioni o da altri programmi di assegnazione di azioni a favore dei dipendenti dell'emittente o di società collegata. Le operazioni di *buy-back* devono essere trasparenti e comunicate alle rispettive autorità competenti con la specificazione del controvalore massimo, del quantitativo massimo di azioni da acquisire e della durata del periodo per cui il programma è stato autorizzato. Lo stesso regolamento precisa che le prescrizioni dettate dalla direttiva 2003/06 non si applicano né all'OPA né alle operazioni di stabilizzazione;
 4. la direttiva 2004/72/CE, pubblicata sulla GUCE dl 30 aprile 2004, fissa le misure di esecuzione relative alle prassi di mercato ammesse, alla definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti finanziari su merci, all'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate da tenere da parte degli emittenti o da persone che agiscono in loro nome e per loro conto, alla notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione, nonché alle segnalazioni di operazioni sospette. In particolare, per quel che riguarda le prassi di mercato ammesse, l'art. 1 comma 2 della direttiva *market abuse* stabilisce che un'operazione non costituisce manipolazione di mercato quando il soggetto che la pone in essere ha delle ragioni legittime per farlo e le transazioni che compie sono conformi alle prassi di mercato ammesse. La direttiva 2004/72, sulla base del parere del CESR, ha elaborato un elenco di criteri di cui le autorità competenti, fatta salva la cooperazione con le altre autorità, devono tenere conto per valutare l'ammissibilità di una prassi di mercato⁹. La norma ha anche confermato

⁹ In particolare:

1. il grado di trasparenza della prassi esaminata rispetto all'intero mercato;
2. la necessità di salvaguardare il gioco delle forze di mercato e la regolare interazione fra l'offerta e la domanda;
3. l'impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato;
4. la misura in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione;
5. i rischi per l'integrità del mercato;
6. le caratteristiche strutturali del mercato interessato quali il carattere di mercato regolamentato e non regolamentato,

che le autorità competenti non devono considerare inammissibili le prassi di mercato, in particolare le nuove prassi emergenti, solo perché non ammesse in precedenza. Le novità principali relative a quest'ultima direttiva sono le misure di esecuzione per l'istituzione del registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate. L'art. 6, comma 3, della direttiva *market abuse* prevede che gli emittenti, o le persone che agiscono per loro conto, istituiscano un registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate. La norma di attuazione ha stabilito che il registro comprende tutte le persone (fisiche e/o giuridiche) che hanno accesso, sia su base regolare che occasionale, a informazioni privilegiate, riportando l'identità delle persone e la ragione per cui sono iscritte al registro. Il registro deve riportare la data di istituzione e quella di aggiornamento, deve essere aggiornato senza indugio e deve essere conservato per cinque anni dalla data di istituzione o di aggiornamento. Inoltre, le persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente strumenti finanziari e le persone legate strettamente a esse devono notificare all'autorità competente, entro cinque giorni lavorativi, l'esistenza di operazioni effettuate da loro o per loro conto attinenti ad azioni emesse da tale emittente o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a loro collegati (*internal dealing*). Per quanto riguarda le segnalazioni di operazioni sospette, l'art. 6.9 della direttiva *market abuse* dispone che chiunque compia professionalmente operazioni su strumenti finanziari debba avvertire senza indugio l'autorità competente qualora abbia ragionevoli motivi per sospettare che le transazioni costituiscano un abuso di informazioni privilegiate o una manipolazione del mercato. Sulla base della proposta formulata dal CESR il legislatore ha stabilito che le persone che compiono professionalmente operazioni decidano caso per caso se vi sono ragionevoli motivi per sospettare che un'operazione comporti abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato. Le segnalazioni devono essere inviate senza indugio, esclusivamente all'autorità competente. Le segnalazioni riguardano sia le operazioni effettuate in conto proprio sia quelle effettuate in conto terzi e devono contenere la descrizione dell'operazione, i motivi per cui si sospetta l'abuso di mercato, gli estremi per individuare la persona che ha effettuato l'operazione sospetta. La segnalazione può essere effettuata in qualunque forma, anche telefonica, purché segua una conferma scritta.

L'insieme piuttosto complesso delle norme di attuazione si giustifica qualora si consideri che con la Direttiva 2003/06/CE è stato applicato per la prima volta il nuovo metodo di *making law* elaborato a livello comunitario nel febbraio del 2001 nell'ambito del cosiddetto Rapporto Lamfalussy¹⁰, avente il duplice scopo sia di rendere più agevole e rapida l'elaborazione,

il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori ammessi.

¹⁰ In particolare la Rapporto Lamfalussy ha previsto che:

1. la Commissione, previa consultazione con il Consiglio e con il Parlamento europei, adotta proposte di Direttiva, o di altra regolamentazione: a questo stadio basta raggiungere un consenso sui principi guida della regolamentazione in oggetto e sui criteri di definizione della stessa;
2. la commissione richiede la consulenza tecnica del "Committee of European Securities Regulators" (CESR) riguardo alla definizione della nuova regolamentazione ed esso, a sua volta, si consulta con i partecipanti al mercato, con gli utilizzatori finali, con i consumatori. Successivamente la Commissione sottopone la proposta di regolamentazione allo "European Securities Committee" (ESC), dopodiché essa adotta le nuove misure. Il parlamento Europeo è tenuto

l'approvazione e l'applicazione di regole comuni in materia finanziaria sia di realizzare un maggior coinvolgimento dei diversi agenti interessati (Autorità nazionali di vigilanza, intermediari, operatori).

1.3 La legislazione di recepimento e la normativa secondaria

La Direttiva comunitaria sul *Market Abuse* e le relative norme di attuazione sono state recepite nel nostro ordinamento con la legge 18 aprile 2005, n. 62. Tale recepimento ha inciso principalmente su due materie già regolate dal Testo Unico della Finanza: la disciplina dell'informazione societaria (con specifico riferimento alla materia delle comunicazioni al pubblico) e la disciplina degli illeciti (con particolare riferimento alle fattispecie di *insider trading* e di manipolazione del mercato)¹¹. In entrambi i casi, le innovazioni sono di non scarso rilievo. Molte disposizioni sono state recepite così come contenute nella Direttiva 2003/06, visto che in essa è stata adottata una definizione ampia di abuso di mercato, comprendente sia l'abuso di informazione privilegiata che la manipolazione del mercato.

Con riferimento innanzitutto all'informazione societaria, la legge n. 62/2005 interviene sugli artt. 114 ss del TUF; e dunque sulla materia delle comunicazioni al pubblico e dell'informazione societaria. Il segno della riforma è qui tracciato dalla nuova definizione di "informazione privilegiata" che costituisce l'oggetto stesso degli obblighi di comunicazione al pubblico e che viene ora identificata mediante un sostanziale rinvio all'art 181 TUF: la soluzione realizza così un sostanziale allineamento tra la disciplina dell'informazione continua e la disciplina dell'*insider trading*. In sostanza, si conferma che le informazioni oggetto di diffusione al pubblico coincidono con quelle stesse informazioni il cui sfruttamento è vietato dalla disciplina in materia di *insider trading*¹².

Per quanto riguarda l'*insider trading*, sulla base del testo novellato dell'art. 181 TUF la nozione di "informazione privilegiata" è specificata sotto il duplice profilo del suo carattere preciso e della sua idoneità, se resa pubblica, a influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti

costantemente informato durante questo processo e può adottare una risoluzione qualora ritenga che le misure in corso di approvazione non rispettino i criteri concordati nella prima fase: in tal caso, la Commissione deve riconsiderare la proposta in modo da tener conto della posizione espressa dal Parlamento;

3. il CESR ha in questa fase il compito di seguire in dettaglio l'applicazione della nuova regolamentazione, curando che detta applicazione sia uniforme tra i vari Paesi membri e fornendo al riguardo interpretazioni, raccomandazioni e standard comuni;
4. la Commissione controlla che gli Stati membri si adeguino alla nuova regolamentazione comunitaria, attraverso il recepimento e l'applicazione della stessa, principi guida, misure di attuazione, cooperazione e vigilanza sul rispetto delle norme.

¹¹ Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, p. 979 ss.

¹² Sulla relazione tra l'art. 114 del TUF e l'*insider trading* cfr. F. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del D. Lgs. 58/1998*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2000, p. 937; C. AMATUCCI, C. DI AMATO, *Insider Trading*, Milano, 1993; G. FANELLI, *Insider trading, informazioni sul mercato ed aspetti sostanziali e processuali penalistici in materia*, in *Riv. pen.*, n. 1, 2002.

finanziari. Ambedue i profili – che, nel sistema antecedente, erano lasciati all’opera dell’interprete – vengono affrontati attraverso norme che comportano, almeno in apparenza, una portata della disciplina più attenta agli effetti anche solo potenziali che la divulgazione delle informazioni può avere. Così, il carattere di “precisione” della notizia è affidato ad una valutazione di ragionevolezza circa il possibile verificarsi di un dato evento (art. 181, comma 3), mentre l’impatto sui prezzi deve ora misurarsi avendo riguardo alla normale utilizzazione dell’informazione nell’ambito del processo decisionale di un investitore “ragionevole”.

Il quadro regolamentare si è poi completato con l’emanazione, a cura della Consob, di un articolato insieme di disposizioni, con le quali sono stati modificati il Regolamento emittenti e il Regolamento mercati¹³. In particolare, il tit. VII, del reg. Consob n. 16191/2207 in tema di mercati, rubricato “integrità dei mercati” regola sia i criteri e le procedure per l’individuazione delle prassi di mercato ammesse (art. 40-42), sia gli elementi e circostanze da valutare per l’identificazione di manipolazione del mercato (art. 43 e allegato 3), sia le procedure per la segnalazione di operazioni sospette da parte dei soggetti indicati dall’art. 187-*nonies* TUF (art. 44-50).

2. *Insider trading* e manipolazione del mercato

2.1 I soggetti e i divieti

Con riguardo all’abuso di informazioni privilegiate, nel definire i soggetti attivi dell’illecito, la legge 62/2005 riprende fedelmente quanto disposto dalla Direttiva 2003/06/CE, mantenendo la tradizionale distinzione tra *insiders* primari e secondari. Risulta estesa rispetto alla disciplina previgente la categoria degli *insiders* primari, dato che l’*insider* primario è definito come colui che è “*in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell’emittente, della partecipazione al capitale dell’emittente, ovvero dell’esercizio di un’attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio*”(nuovo art. 184, comma 1)¹⁴.

Per quanto concerne gli *insiders* secondari, il novellato art. 187-*bis* non evidenzia il legame tra l’*insider* primario e quello secondario, definendo quale *insider* secondario chiunque in possesso di informazioni privilegiate di cui conosce o potrebbe conoscere in base a ordinaria diligenza il carattere privilegiato, laddove l’ex art. 180, comma 2, lo definiva come colui che avesse “*ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate*” da un *insider* primario.

Relativamente alle fattispecie sanzionabili, queste riguardano:

- a) l’utilizzazione dell’informazione privilegiata: l’acquisto, la vendita o altre operazioni, effettuate direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto terzi, su strumenti

¹³ I regolamenti sono stati modificati con Deliberazioni del 29 novembre 2005.

¹⁴ L’ex art. 180, comma 1, del TUF, invece prevedeva che l’*insider* primario fosse “*colui che possiede informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società ovvero dell’esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio*”.

-
- finanziari utilizzando le informazioni medesime;
- b) la comunicazione di informazioni privilegiate ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;
 - c) raccomandare o indurre altri, sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

Il primo comportamento citato (*insider trading* in senso stretto) individua la prima delle condotte tipiche degli *insiders* primari. Le altre due fattispecie richiamate, riguardano la divulgazione di informazioni privilegiate, altro reato proprio degli *insiders* primari, e riferiscono a due condotte alternative, aventi come unico filo conduttore la messa a disposizione di terzi dell'informazione privilegiata, rappresentate sia dalla comunicazione della notizia senza giustificato motivo (c.d. *tipping*), sia dal consiglio, dato sulla base di questa, di compiere operazioni su strumenti finanziari (c.d. *tuyuatage*), seppur non svelando l'informazione su cui si fonda detto suggerimento.

I soggetti attivi del divieto sono anche coloro che, essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose, compiono taluna delle operazioni sopra elencate (art. 184, comma 2).

Ai fini della qualificazione come *insider* primario rileva, dunque, l'esistenza di un nesso causale tra la posizione ricoperta o l'attività svolta e l'ottenimento della notizia e, successivamente, tra il possesso dell'informazione privilegiata e il compimento di operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari. In sostanza, le operazioni criminose dovranno essere attuate "utilizzando le informazioni medesime". La relazione sussistente tra la notizia privilegiata di cui si è in possesso e il compimento dell'operazione su strumenti finanziari è dunque attualmente indicata attraverso il gerundio "utilizzando", in sintonia con quanto stabilito dalla Direttiva 2003/6/CE (art. 2, comma 1)¹⁵. Tale termine individua l'approfittamento dell'altrui *gap* conoscitivo come elemento costitutivo della fattispecie. Esso, cioè, richiede un vero e proprio collegamento causale tra possesso dell'informazione e compimento dell'operazione¹⁶. La concreta sussistenza del predetto *gap* conoscitivo tra partecipanti alla transazione costituisce una *condicio sine qua non* affinché la violazione del divieto si configuri.

Non occorre, peraltro, che l'operazione abbia concretamente permesso all'agente di conseguire un profitto come conseguenza della preventivata modifica delle quotazioni (che potrebbe per varie ragioni non essersi realizzata), trattandosi di evento rilevante solo sul piano della determinazione del *quantum* della sanzione.

È importante sottolineare come la nuova disciplina si caratterizzi per un'estensione delle

¹⁵ L'art. 2 della L. n. 157/1991, legge che ha introdotto nel nostro ordinamento il reato di abuso di informazioni privilegiate, al contrario non forniva alcuna indicazione in merito, sicché il reato si esauriva nella mera violazione dell'obbligo di astensione dal compimento di operazioni su valori mobiliari conseguente al vantaggio informativo. L'art. 2 della L. n. 157/1991 ("Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa"), al comma 1, prevedeva che: "1. E' vietato acquistare o vendere, ovvero compiere altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari, ivi compresi i relativi diritti di opzione, qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio". Non sarebbe infatti punibile colui che avrebbe comunque posto in essere l'operazione, anche se non fosse stato in possesso dell'informazione privilegiata.

¹⁶ Cfr. V. NAPOLEONI, *L'insider trading*, in C. SANTORIELLO, *La Disciplina penale dell'economia*, Torino, 2008.

tipologie di condotte suscettibili di punizione, visto che adesso, a differenza di quanto previsto dalla normativa previgente dettata dal TUF, anche gli *insiders* secondari, al pari di quelli primari, sono puniti per tutte le condotte illecite previste, vale a dire sia per l'utilizzo di informazioni privilegiate (*trading*), sia per la loro divulgazione (*tipping* o *tuyantage*), e non più per il solo *trading*¹⁷. La nuova disciplina, comunque, se da un lato estende le tipologie di condotte sanzionabili, dall'altra esercita una minore pressione sugli *insiders* secondari, dal momento che i fatti illeciti da questi commessi sono stati degradati da reati a illeciti amministrativi, fatta salva l'eventualità di recuperare la rilevanza penale sulla base della considerazione che il possesso di informazioni privilegiate nelle fattispecie di secondo grado si realizza pur sempre "a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose", cioè di un abuso di informazioni privilegiate di primo grado (art. 184, comma 2, TUF, nuova versione). Infatti, il nuovo articolo 187-bis, comma 4, che sanziona gli *insiders* secondari, prevede che chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base a ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti integranti le fattispecie penalmente rilevanti di abuso di informazioni privilegiate, è soggetto a sanzioni amministrative. I divieti si applicano in tutti gli stati membri e a ogni persona fisica e/o giuridica¹⁸ che utilizza consapevolmente informazioni privilegiate, quindi anche una persona giuridica può essere considerata un *insider*, qualora utilizzi tali informazioni a proprio vantaggio (art. 5 della Direttiva 2003/06/CE).

Il divieto invece non si applica "alle operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo di acquisizione o cessione di strumenti finanziari, quando l'obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona fosse in possesso dell'informazione privilegiata" (art.2, par. 3, della direttiva)¹⁹.

2.2 L'informazione privilegiata

Per quanto riguarda l'*insider trading*, sulla base del testo novellato dell'art. 181 del TUF, la nozione di "informazione privilegiata" è specificata sotto il duplice profilo del suo carattere preciso e della sua idoneità, se resa pubblica, a influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari. Infatti, ai sensi dell'art. 181, comma 1, del D. Lgs. n. 58/1998 costituisce informazione privilegiata un'informazione che "ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari, che se resa pubblica,

¹⁷ Si fa riferimento a quanto previsto dall'art. 180, comma 2, del TUF prima del recepimento della Direttiva 2003/06/CE. Al riguardo, si veda M. C. QUIRICI, *Il nuovo regime sanzionatorio introdotto dal TUF. In particolare: i provvedimenti in caso di insider trading e agiotaggio*, in R. CAPARVI, *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, Milano, 2003.

¹⁸ Nel caso di persone giuridiche, il divieto si applica anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere all'operazione per conto della persona giuridica in questione (art. 2, par. 2, della direttiva).

¹⁹ Prevedere espressamente tale esimente non sarebbe stato necessario ove il legislatore comunitario avesse accolto in via generale il principio di giustificabilità dell'operazione da parte del soggetto in possesso dell'informazione privilegiata, sulla base dell'efficienza causale di motivazioni diverse da quelle della conoscenza dell'informazione stessa. Tale argomento dunque rafforza l'interpretazione secondo cui si è in presenza di un vero e proprio obbligo di astensione per il soggetto in possesso dell'informazione privilegiata, non rendendo possibile dunque l'"utilizzo" dell'informazione, in quanto l'agente in ogni caso avrebbe compiuto l'operazione, sulla base di altre motivazioni.

potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari?

A differenza della precedente regolamentazione, in cui il legislatore si limitava a fornire la definizione 'base' senza ulteriori indicazioni esplicative²⁰, quella attuale si contraddistingue per l'opera di specificazione dei requisiti espressi nel comma 1 del citato art. 181 del D. Lgs. n. 58/1998.

Rispetto alla precedente direttiva 89/592/CEE, inoltre, ne estende l'applicabilità dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari". Infatti gli strumenti finanziari che possono risentire in maniera significativa dell'uso di informazioni privilegiate non sono soltanto i valori mobiliari ma tutti gli strumenti finanziari derivati e/o collegati a titoli dell'emittente.

I tre elementi fondamentali sui quali poggia la definizione sono rappresentati: dalla non pubblicità dell'informazione, dal suo carattere "preciso" e dalla sua idoneità a influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari.

Quanto al primo elemento, il legislatore ha esteso la nozione di informazione privilegiata di cui al citato comma 1 dell'art. 181 del D. Lgs. n. 58/1998 alla disciplina dell'informazione societaria di cui all'art. 114 del D. Lgs. n. 58/1998 ("*Comunicazioni al pubblico*"), sottolineando così la sovrapponibilità contenutistica esistente tra le due materie.

Le due discipline vengono ora di fatto ricondotte ad una medesima base comune: infatti nell'identificazione delle informazioni soggette agli obblighi di comunicazione al pubblico degli emittenti quotati la nuova formulazione dell'art. 114 del TUF rinvia ora direttamente all'art. 181 del TUF.

Ciò rende le due discipline sostanzialmente allineate anche se non del tutto coincidenti; l'obbligo di comunicazione al pubblico ex art.114 del D.Lgs. n. 58/1998 riguarda solo le informazioni concernenti "direttamente" l'emittente o le società controllate, sicché esso non abbraccia ogni tipologia di informazione privilegiata ex art. 181 del TUF. Inoltre, esso, secondo quanto dispone il comma 1 dell'art. 66 del Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999, integrato e aggiornato ad agosto 2009, sorge "*al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati*", mentre l'art. 181 del D. Lgs. n. 58/1998 si riferisce anche a circostanze o eventi di cui si possa prevedere ragionevolmente la verifica²¹.

Ragioni di coerenza del sistema, nonché di certezza nell'applicazione della disciplina degli abusi di mercato, lasciano concludere nel senso che la diffusione della notizia secondo le modalità previste dall'art. 114 del D. Lgs. n. 58/1998 e dall'art. 66 del citato Regolamento Emittenti **equivale a rendere pubblica la notizia** o - per meglio dire - che, comunicata la notizia al pubblico secondo le indicazioni contenute nella normativa regolamentare con riferimento

²⁰ L'art. 3 della L. n. 157/1991, normativa che ha introdotto il reato di abuso di informazioni privilegiate, definiva l'informazione privilegiata come "*un'informazione specifica di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o più valori mobiliari, e che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo*". L'art. 180, comma 3, del D. Lgs. n. 58/1998 ante riforma definiva l'informazione privilegiata come "*un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo*".

²¹ La comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006 ha sottolineato come vi sia una notevole differenza tra la nozione di informazione privilegiata applicabile nell'ambito dell'art. 114 del TUF, rispetto a quella rilevante ai fini della disciplina dell'*insider trading*, rappresentata appunto dal fatto che l'obbligo di informazione al pubblico scatta quando gli eventi o le circostanze si sono verificate.

all'art. 114 del D. Lgs. n. 58/1998 o comunque a queste equivalenti, l'informazione perde quel connotato che la rendeva rilevante ai sensi dell'art. 181 del D. Lgs. n. 58/1998²².

Sempre in riferimento al carattere pubblico, inoltre, l'onere della prova incombe al soggetto imputato della violazione, ciò a meno che l'informazione non sia stata comunicata al pubblico secondo i termini e le modalità stabiliti dall'Autorità (cfr. art. 6, par. 1 della direttiva 2003/06/CE e l'art. 2 della direttiva n. 2003/124/CE).

Con riferimento al carattere "preciso" dell'informazione e alla sua idoneità ad influire in modo significativo sui prezzi, la nuova disciplina fornisce puntuali indicazioni che si rinvengono, rispettivamente, nell'art. 181, commi 3 e 4, TUF (entrambe le previsioni ricalcano fedelmente la formulazione della Direttiva n. 2003/124/CE).

In particolare, il comma 3 stabilisce che *"un'informazione si ritiene di carattere preciso se:*

- a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;*
- b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari."*

Pertanto, oggetto dell'informazione precisa è un fatto (o una serie di fatti) già avvenuto o destinato ad avvenire in base a un giudizio previsionale ragionevole.

L'esplicito allargamento, previsto dalla normativa attualmente in vigore, agli eventi e alle circostanze non solo future, ma che potrebbero non verificarsi nel caso concreto, sebbene previsti come probabili, amplia la categoria delle informazioni privilegiate, includendo al suo interno anche le c.d. informazioni morbide (*soft information*²³).

In tale prospettiva, risulta assodato che – affinché un'informazione possa effettivamente assumere il carattere di precisione richiesto dalla norma – è del tutto ininfluenza che essa si riferisca ad una decisione formalizzata. Il "fatto" da cui origina l'informazione non deve necessariamente essersi compiutamente verificato, essendo sufficiente che possa "ragionevolmente" verificarsi.

Diversamente, non è possibile annoverare fra le informazioni privilegiate quelle il cui contenuto sia vago perché ciò disattenderebbe il requisito della loro specificità. Sono pertanto

²² Sul punto, giova osservare come la comunicazione al pubblico delle informazioni in base all'art. 114 del TUF non rappresenti l'unico possibile modo con le quali le informazioni privilegiate possono, di fatto, divenire pubbliche: si pensi, ad esempio, ai casi di divulgazione (intenzionale o meno) della notizia ad opera di soggetti che l'hanno legittimamente ricevuta da altri (cfr. art. 114, comma 4, del TUF). In queste ipotesi, così come in tutti gli altri casi in cui il pubblico può di fatto essere venuto in possesso di un'informazione privilegiata indipendentemente dalla *disclosure* fornita in proposito dall'emittente attraverso i canali di pubblicazione previsti dall'art. 114. In questi casi, la situazione si risolve in capo all'emittente, attraverso l'obbligo di procedere *comunque* alla comunicazione al pubblico delle informazioni in questione, fermo restando che il divieto di utilizzazione delle informazioni privilegiate potrebbe, in realtà, esser venuto meno anche prima che l'emittente abbia provveduto in tal senso. Resta, ovviamente, ferma ogni valutazione in merito al carattere legittimo o meno dell'avvenuta diffusione al pubblico della notizia, al di fuori delle regole individuate dall'art. 114 TUF e dal Regolamento emittenti. Si tratta, tuttavia, di due profili distinti: da un lato, si tratta di valutare se la divulgazione della notizia sia avvenuta o meno legittimamente; dall'altra, se la notizia, così divulgata, possa considerarsi "pubblica" e dunque sottratta ai divieti propri della disciplina dell'*insider trading*.

²³ Cfr. S. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010, p. 140 ss.. Tale tipo di informazione appare non facilmente definibile in quanto *"definita solamente dalla sua incertezza: previsioni, questioni d'opinione e valutazioni di attività sono state tutte considerate da questo Circuito come soft"*.

escluse dalla nozione di informazione privilegiata quelle fonti informative quali *rumour*, analisi di esperti finanziari, articoli di giornale, che non pubblicizzano mai una notizia privilegiata che abbia le caratteristiche di specificità richieste dalla normativa e invece rendono note al pubblico soltanto ipotesi, supposizioni, congetture²⁴.

Al fine di “correggere” una nozione tanto ampia di informazione privilegiata la disposizione prevede che l’informazione deve essere “*sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto*” che essa può avere sui prezzi degli strumenti finanziari²⁵. Tale clausola definisce il requisito della *price sensitivity*; si tratta in sostanza di un *test* di significatività, volto a sottrarre alla disciplina delle informazioni privilegiate quelle sprovviste di un’effettiva idoneità ad impattare sul prezzo degli strumenti finanziari. Il relativo criterio di accertamento del requisito di idoneità di un’informazione ad influire in modo “sensibile” sul prezzo degli strumenti finanziari, è definito dal legislatore mediante il richiamo alla figura modello dell’investitore ragionevole: “*(...) che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*” (art. 181, comma 4, del D. Lgs. n. 58/1998). L’informazione, per tale via, sarà *price sensitive* se il suo utilizzo risulta determinante nell’assunzione di una scelta di investimento da parte di tale “modello” di investitore²⁶.

La direttiva, tuttavia, non fornisce delucidazioni sui criteri con i quali dovrebbe individuarsi la figura dell’investitore “ragionevole” lasciando la questione all’opera dell’interprete²⁷.

Il requisito della *price sensitivity* sembra dunque, solo in apparenza valevole a rendere più rigida la clausola normativa; può non essere agevole, infatti, individuare *ex ante* il criterio discrezionale in forza del quale decidere se quella determinata notizia autorizza un giudizio conclusivo circa il segno (positivo o negativo) del fatto o delle circostanze di fatto (oggetto della notizia) in ordine al prezzo dello strumento finanziario.

Sul corpo della definizione di base di informazione privilegiata, la disciplina innesta due specificazioni: la prima attiene alla nozione di informazione privilegiata riferita ai derivati su merci, la seconda ai soggetti incaricati dell’esecuzione di operazioni su strumenti finanziari. In particolare, con riferimento alla prima specificazione, l’art. 181, comma 2, del TUF definisce informazione privilegiata “*un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati*”.

Accanto, dunque, al connotato di precisione e al carattere non pubblico condivisi con la

²⁴ Cfr. F. SGUBBI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, p. 27 ss.

²⁵ Cfr. art. 181, comma 3, del TUF e l’art. 1, par. 1 della direttiva 2003/124/CE. Sembrerebbe dunque che non rivestano carattere “preciso” ai sensi della direttiva quelle informazioni che, seppure puntuali, non diano luogo (secondo un criterio di ragionevolezza) a univocità di conclusioni circa gli effetti sui prezzi: vi potrebbe essere infatti un’informazione privilegiata i cui effetti sui prezzi, al rialzo o al ribasso, sono *ex ante* opinabili.

²⁶ Tale definizione normativa riproduce fedelmente quanto previsto dal legislatore comunitario all’art. 1, punto 2, della Direttiva n. 124/2003/CE, in cui si precisa che: “*Ai fini dell’applicazione dell’articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE, per «informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi» si intende un’informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*”.

²⁷ Il profilo problematico attiene alle caratteristiche che un tale investitore “ragionevole” dovrebbe presentare: in particolare si tratta di stabilire se occorre aver riguardo ad un’astratta figura di investitore “medio” o, piuttosto, ad un modello di investitore “professionale”.

nozione generale di cui al comma 1 dell'art. 181 del TUF, compare il riferimento al dato per cui deve trattarsi di un'informazione che i partecipanti ai relativi mercati attendano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse²⁸.

2.3 Cos'è il *front running*

Ai sensi dell'art. 181, comma 5, del TUF, nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari per informazione privilegiata si intende “*anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”.

Questa seconda specificazione della definizione di informazione privilegiata ha una notevole rilevanza, anche pratica, nei confronti di tutti i soggetti che operano in qualità di esecutori di ordini altrui. Infatti, se, ad esempio, un intermediario ha ricevuto da un cliente un sostanzioso ordine di acquisto di uno strumento finanziario, che, per le caratteristiche dell'ordine stesso (limite di prezzo, dimensione ecc.) provocherà molto probabilmente un significativo aumento del prezzo, viene commesso l'abuso di *front running* qualora l'intermediario stesso, o meglio, un suo dipendente, anticipi con acquisti in proprio l'esecuzione dell'ordine del cliente, riservandosi di vendere dopo che si sarà realizzato l'atteso incremento di prezzo.

Questa pratica, piuttosto diffusa tra i negozianti, oltre a rappresentare un abuso di mercato come tale sanzionato dalla disciplina comunitaria, comporta anche una violazione delle regole di condotta dell'intermediario verso il cliente.

Per i soggetti che agiscono in qualità di esecutori di ordini, dunque, la nozione di informazione privilegiata comprende anche la conoscenza di un ordine “rilevante” trasmesso da un cliente; un'informazione che attiene esclusivamente alle dinamiche di mercato e non alla situazione dell'emittente, la quale può generare comportamenti di tipo “*front running*”.

Viene da chiedersi se il divieto attenga anche all'esecuzione dell'ordine impartito dal cliente di cui si discute: l'art. 184 del TUF, infatti, nel sancire i divieti propri della disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, proibisce al soggetto che possiede tali informazioni di acquistare, vendere o compiere altre operazioni “per conto proprio o per conto terzi”. Sorge il dubbio che il soggetto incaricato della negoziazione di un determinato quantitativo di strumenti finanziari, tale da configurare un'operazione rilevante ai fini della disciplina di cui si discute, possa dare esecuzione all'ordine ricevuto giacché, in tale ipotesi, il soggetto starebbe operando sugli strumenti finanziari nell'interesse di un soggetto terzo in possesso di un'informazione privilegiata. Tale ricostruzione, tuttavia, non appare condivisibile, in quanto indurrebbe gli intermediari a rifiutare sempre di dare esecuzione ad ordini che possono avere un impatto significativo sui prezzi. La *ratio* della disposizione deve essere ricercata, piuttosto, nell'esigenza

²⁸ Prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE (si veda regolamento Consob 16191 del 29 ottobre 2010).

di evitare che tali soggetti possano sfruttare *indebitamente* l'informazione di cui sono in possesso per effettuare operazioni nell'interesse proprio o di terzi, diversi (inevitabilmente) dal cliente che ha trasmesso l'ordine²⁹.

2.4 Manipolazione del mercato

Il secondo filone lungo il quale si snoda la disciplina comunitaria degli abusi di mercato è rappresentato dalla manipolazione del mercato³⁰. Con tale espressione ci si riferisce ad un insieme di comportamenti che si sostanziano o determinano una perturbazione nelle condizioni di fisiologico funzionamento del mercato mobiliare. Il tratto comune delle varie condotte illecite è rappresentato dall'utilizzo distorto dei meccanismi sul quale poggia il funzionamento dei mercati efficienti.

Questa nuova figura criminosa subentra al preesistente delitto di aggio-taggio disciplinato dall'art. 2637 c.c. che, fino all'entrata in vigore della direttiva *Market Abuse* (con la legge 62/2005) disciplinava l'aggio-taggio con riferimento sia a strumenti finanziari quotati, sia a strumenti finanziari non quotati. Successivamente, per gli strumenti finanziari quotati la materia è stata regolamentata dal TUF, con ciò restringendo l'ambito oggettivo di applicazione dell'art. 2637 c.c. che oggi incide solo su strumenti finanziari non quotati e per i quali non è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Per i titoli quotati, anche la manipolazione del mercato, come l'*insider trading*, si compendia di una fattispecie a rilevanza penalistica (art 185, TUF) di più ristretto ambito rispetto all'area della stessa sanzionata in via amministrativa (art. 187-ter, TUF).

In particolare, l'art. 185 TUF sanziona “*chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari?*”.

Le modalità esecutive della manipolazione di cui all'art. 185 del D. Lgs. n. 58/1998 sono tutte accomunate dal fatto di avere una potenzialità distorsiva dei meccanismi di formazione del prezzo degli strumenti finanziari, pertanto la dottrina più avveduta ha inteso individuare nel contenuto decettivo delle condotte manipolative il loro tratto unificante.

Suscita invece qualche elemento di perplessità la constatazione che le ipotesi delittuose di manipolazione del mercato indicate nel nuovo art. 185 del TUF, sanzionabili cioè penalmente, sono difficilmente distinguibili sul piano obiettivo da quelle configurate come illecito amministrativo (art. 187-ter, TUF), le quali, vedremo, pur non integrando gli estremi del reato, sono comunque idonee a produrre effetti negativi e/o distorsivi sul mercato.

²⁹ Una questione diversa attiene all'eventuale dovere dell'intermediario di interrogarsi sui motivi che possono aver indotto il proprio cliente a impartire l'ordine di cui si discute e sui comportamenti da tenere nell'ipotesi in cui possa sospettarsi che la decisione del cliente derivi dallo “sfruttamento” di possibili informazioni privilegiate. La soluzione di tale questione va però ricercata nella nuova disciplina degli obblighi di segnalazione alle operazioni sospette (art. 187 – *nonies* TUF).

³⁰ Cfr. G. LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2005, p. 1474 ss.; F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006, p. 33 ss.

La norma ruota attorno a due poli: la diffusione di informazioni false e il compimento di “operazioni simulate, o altri artifici”. Emergono così i due tratti caratteristici delle pratiche manipolative, rispettivamente rappresentati dalla manipolazione “informativa” e dalla manipolazione operativa derivante dal compimento di “operazioni o altri artifici”.

2.4.1 Manipolazione informativa

La prima delle condotte incriminate, la manipolazione informativa, consiste nella divulgazione, con qualsiasi mezzo, di notizie false ma apparentemente affidabili e idonee, per il loro contenuto e la loro diffusione, a riflettersi – al pari delle notizie veritiere – nel prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari. Per diffusione deve intendersi una comunicazione di qualsiasi tipo (scritta e orale) e con qualsiasi mezzo trasmessa (stampa, televisione, radio, *internet*) diretta a un numero indeterminato di persone. L'utilizzazione del termine notizia, che reca in sé i connotati di oggettività, comporta l'esclusione delle voci, degli apprezzamenti, delle opinioni: oggetto della notizia sono solo gli avvenimenti, le circostanze di fatto, le situazioni. Quanto all'attributo della falsità esso indica un'obiettiva difformità dal vero³¹.

Secondo parte della dottrina il concetto di notizia falsa va inteso considerando l'effetto distorsivo della realtà che essa produce a prescindere dalle modalità con cui esso venga realizzato. Pertanto rientrerebbero nell'alveo applicativo della fattispecie anche le notizie esagerate (notizie che si caratterizzano per un'alterazione quantitativa di elementi essenziali di fatto) e tendenziose (notizie che sebbene fondate su dati reali si caratterizzano in virtù del modo o del contesto in cui sono riferite, per una forte capacità suggestiva e ingannatoria).

Nella fattispecie dell'illecito amministrativo, la manipolazione informativa è individuata dall'art. 187-ter, comma 1, nella diffusione, tramite i mass media e ogni altro mezzo di comunicazione (compresa la rete internet), di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.

Appare evidente, dunque, che le condotte penalmente rilevanti richiedono un elemento che non si riscontra nella definizione delle condotte che possono assumere rilievo sul piano amministrativo: esse, infatti, devono essere “concretamente” idonee a provocare “una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari”. Le condotte che si collocano al di sotto di questa soglia (che dovrà essere di volta in volta identificata) non assumono, pertanto, rilevanza ai fini di un'eventuale incriminazione del soggetto sul piano penale.

Il rilievo unificante delle due condotte (penale e amministrativa) è rappresentato, invece, dalla comunicazione di informazioni non corrette (di trasferimento a un numero indeterminato di soggetti di notizie a contenuto decettivo). Tale circostanza sembra confermare in primo luogo la portata esaustiva dell'informazione nella duplice valenza di ‘oggetto’³² del comportamento

³¹ Per tali definizioni cfr. F. SGUBBI, *La manipolazione di mercato*, in F. SGUBBI, *Diritto penale dei mercati finanziari*, Padova, 2008.

³² L'oggetto della condotta ricomprende non solo le stesse notizie indicate nelle disposizioni penali, che secondo la

di colui che diffonde la notizia e di risultato consistente nella percezione da parte del terzo (l'investitore) di un messaggio dal contenuto ingannatorio/ingannevole, fermo restando, ovviamente, la pre-condizione che la notizia abbia oggettivamente il carattere della *price sensitivity*: diversamente infatti si sarebbe al di fuori dell'ambito della rilevanza sanzionatoria penale e, forse, anche di quella amministrativa³³.

Il valore denotativo in chiave di illecito (penale o amministrativo) si sostanzia dunque nella non correttezza dell'informazione diffusa, dal momento che, avendo la notizia ad oggetto un fatto dal rilievo di per sé intrinsecamente alterativo, la specifica idoneità decettiva è coesistente alla diffusione stessa, idoneità che esplica il suo effetto interagendo con i meccanismi che concorrono alla determinazione del prezzo dello strumento finanziario e, al contempo, fornendo all'investitore una indicazione ingannatoria. La notizia avente ad oggetto un fatto intrinsecamente alterativo (ad esempio, il lancio di un'offerta pubblica di acquisto) è di per sé un fatto neutro, ma acquista una valenza significativa sul versante penale in ragione della sua eventuale difformità dal vero, ovvero, sul versante dell'illecito amministrativo, qualora le modalità della sua descrizione possano essere definite 'fuorvianti'³⁴.

Al riguardo, è sicuramente da sottolineare quanto innovato in relazione all'esercizio della professione giornalistica: la Direttiva 2003/06 indica infatti come possibili destinatari della disciplina in materia di manipolazione del mercato i giornalisti, passibili di accusa in caso di diffusione consapevole di informazioni false o fuorvianti – “consapevole” in quanto il giornalista le conosce come tali o comunque dovrebbe essere in grado di poterlo sapere – tramite i diversi mezzi di comunicazione. Al contempo, per trovare un giusto equilibrio con il fondamentale principio di libertà di stampa, viene dalla medesima Direttiva prevista un'importante eccezione, visto che si introduce il principio della valutazione dell'attività dei giornalisti professionisti sulla base delle norme di autoregolamentazione proprie della categoria, “*a meno che tali soggetti ricavano direttamente o indirettamente vantaggi o benefici dalle notizie in questione*”. In sede di recepimento, nel novellato art. 187-ter, comma 2, manca l'espressa limitazione di responsabilità, contenuta nel dettato della direttiva in esame, a coloro, e solo a coloro, che sanno, o avrebbero dovuto o potuto sapere del vizio della notizia. E' pur vero, comunque, che l'ampiezza della formula contenuta nell'art. 187-ter, comma 1, che individua il potenziale autore dell'illecito, è mitigata allorché si chiarisce che “*per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni*” (art. 187-ter, comma 2). Da tutto ciò si evince che per un giornalista potrà configurarsi l'illecito amministrativo solo qualora ricavi una personale utilità della propria condotta.

dottrina dominante, sono quelle “*informazioni caratterizzate da un connotato di (pur solo apparente) oggettività*” e da un fattore di “*effettiva idoneità lesiva*”, ma altresì i *rumour*, ossia le informazioni e le voci, ampliando in tal modo l'ambito applicativo dell'art. 187-ter del D. Lgs. n. 58/1998.

³³ Tale perplessità è indotta dall'assenza, nell'art 187-ter, di qualunque richiamo esplicito all'idoneità ad alterare il prezzo dello strumento finanziario.

³⁴ L'espressione “*notizie fuorvianti*”, secondo parte della dottrina, ricomprenderebbe oltre alle notizie “*esagerate e tendenziose*”, ogni fonte idonea a fornire una rappresentazione distorta di un fatto vero, comunque incidente sulle vicende degli strumenti finanziari.

2.4.2 Manipolazione operativa (*trade based manipulation e action based manipulation*)

L'ulteriore forma di manipolazione del mercato, la c.d. manipolazione operativa, consiste nel compimento di operazioni simulate o di altri artifici. L'espressione "*operazioni simulate*" va interpretata sia nel senso di ipotesi di simulazione assoluta (operazioni che le parti non hanno inteso in alcun modo realizzare), sia nel senso di simulazione relativa (operazioni che presentano un'apparenza difforme rispetto a quella effettivamente voluta).

L'elemento "*degli altri artifici*" assume un ruolo di chiusura nell'indicazione delle condotte punibili, riferendosi a tipologie di condotte manipolative non riconducibili a quelle espressamente nominate all'interno della fattispecie³⁵.

Con specifico riferimento all'art. 187-ter TUF, tale disposizione individua la manipolazione operativa in quattro condotte principali:

- a) il compimento di operazioni o ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari (comma 3, lettera a);
- b) il compimento di operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale (comma 3, lettera b);
- c) il compimento di operazioni o ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o espediente (comma 3, lettera c);
- d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari (comma 3, lettera d).

L'identificazione delle pratiche manipolative, a questo livello, è lungi dall'offrire elementi, di per sé, sufficientemente certi e idonei ad individuare inequivocabilmente le condotte manipolative richiedendo necessariamente ulteriore specificazione³⁶.

In particolare, l'art. 43 del Regolamento Mercati adottato con delibera Consob n. 16191 del 29 ottobre 2007 indica gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione al fine di valutare se un comportamento sia idoneo a costituire manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 187-ter, comma 3, lett. a), b) e c) del D. Lgs. n. 58/1998.

Gli indici da considerare al fine di verificare la sussistenza di un'eventuale pratica manipolativa sono di volta in volta caratterizzati da elementi diversi; tuttavia, il tratto distintivo è rappresentato dal carattere "anomalo" dell'operazione, che di volta in volta può essere costituito dalle sue dimensioni, dal momento di esecuzione, dal suo impatto sul mercato, dalla sua concomitanza

³⁵ Gran parte della dottrina ha criticato l'ampio carattere di indeterminatezza di tale elemento con il rischio che il profilo descrittivo di tale condotta possa fare esclusivo riferimento al dato della idoneità alterativa del prezzo degli strumenti finanziari.

³⁶ Sul piano normativo, la soluzione che si è affermata è quella di dare alla Consob il compito di fornire specificazioni ed elementi per l'identificazione delle condotte abusive: pertanto, il comma 7 dell'art. 187-ter prevede che la Commissione deve rendere noti con proprie disposizioni, "gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato", ai sensi della Direttiva n. 2003/6/CE e delle sue disposizioni di attuazione (Direttiva n. 2003/124/CE).

con la diffusione di informazioni fuorvianti, ecc..

È opportuno dire che tali indici non sono né esaustivi, né conclusivi. Essi non esauriscono i possibili “segnali” da cui possa ricavarsi la sussistenza di una pratica manipolativa.

A tal riguardo, al fine di identificare i “confini” della manipolazione del mercato il CESR ha individuato una nutrita serie di “esemplificazioni” di pratiche manipolative³⁷, ritenute comunque non esaustive.

Nella teoria economica il fenomeno della manipolazione operativa è tradizionalmente riconducibile a due distinti schemi di comportamento: *action based manipulation* e *trade based manipulation*.

La prima fattispecie consiste nel compimento di operazioni simulate. Ad esempio una serie di operazioni che, in quanto effettuate da un soggetto o da più soggetti che agiscono di comune accordo, solo in apparenza comportano l'effettivo trasferimento dei titoli, mentre in realtà non hanno effetti giuridici (*wash sales*). Appartengono a questo ambito anche i cosiddetti *improper matched orders* ossia operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da soggetti che agiscono di concerto contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi. Le condotte manipolative possono ingenerare nel mercato l'illusione che vi sia un incremento nei volumi trattati, con il risultato finale di condurre i prezzi verso i valori desiderati o, persino, di creare l'apparenza di un mercato attivo. La seconda fattispecie menzionata è sicuramente la meno agevole da definire in astratto: infatti, essa è costituita da azioni di per sé lecite se considerate autonomamente, ma pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato se considerate nel loro complesso. Una prima condotta riconducibile alla fattispecie in esame consiste nel fare lievitare il valore dello strumento finanziario con effettivi acquisti a prezzi crescenti così da creare una “bolla speculativa” destinata a sgonfiarsi solo in seguito alla repentina vendita da parte del manipolatore dei titoli precedentemente acquistati, con conseguente danno per color che avevano comprato mentre il prezzo continuava ad aumentare (cosiddetti *followers*). Una seconda condotta facilmente identificabile come *trade based manipulation* è la cosiddetta *marking the close*, realizzata su contratti di acquisto o di vendita di strumenti derivati al fine di alterarne il prezzo di chiusura³⁸.

Attualmente, a causa della presenza di sempre più numerosi strumenti finanziari e dell'intenso sviluppo della tecnologia, i diversi legislatori, primo fra tutti quello europeo, hanno ampliato il concetto di manipolazione di mercato, comprendendo non solo le due tipologie principali appena indicate, ma anche nuove condotte caratterizzate da nomi un po' bizzarri come lo *squeeze*, il *pump and dump*, il *trash and cash* e lo *scalping*. La prima è una strategia priva di attitudine ingannatoria e si sostanzia in acquisti volti unicamente ad occupare nel mercato una posizione di forza tale da consentire all'agente di alterare a piacimento i corsi dei titoli³⁹. La seconda si realizza assumendo una posizione lunga e/o disseminando fuorvianti informazioni favorevoli in merito ad uno strumento finanziario al fine di aumentarne il prezzo. Dopo che gli altri

³⁷ Il testo del documento del CESR è ripreso, in traduzione italiana, nelle Comunicazione Consob n. DME/5078629 del 29 novembre 2005.

³⁸ Questa pratica può aver luogo in ogni singolo giorno di contrattazione, ma è generalmente associata a date come la scadenza dei contratti *future/option* o a valutazioni trimestrali/annuali di indici o portafogli.

³⁹ Tale strategia è favorita dalla coesistenza di più mercati sui quali possono essere trattati i medesimi valori sottostanti.

partecipanti al mercato, confusi dall'effetto generato sul prezzo, acquistano lo strumento finanziario, il manipolatore procede a vendere al prezzo gonfiato. Il *trash and cash* è la condotta opposta a quella appena descritta e consiste, dopo aver preso una posizione corta su un titolo, nell'intraprendere ulteriori attività di vendita e/o diffondere informazioni negative fuorvianti in merito al titolo allo scopo di abbassarne il prezzo. In seguito alla caduta del prezzo, nella chiusura della posizione. Infine, lo *scalping* consiste nell'acquisto per proprio conto di uno strumento finanziario prima di raccomandare l'acquisto ad altri e nella vendita con profitto dello stesso appena il prezzo aumenta a seguito della stessa raccomandazione.

2.5 Il regime sanzionatorio del c.d. doppio binario

Come si è già detto, uno degli elementi più innovativi della riforma è rappresentato dall'introduzione di sanzioni amministrative, che si aggiungono a quelle penali in relazione agli illeciti che configurano abusi di mercato. In particolare, le risalenti e ormai abolite incriminazioni degli *insider* secondari rifluiscono ora nella figura contemplata nel comma 4 dell'art. 187-*bis* del TUF.

In linea generale, è possibile rilevare come in relazione alle modalità sanzionatorie sia prevista una differenziazione tra applicazione delle sanzioni penali o amministrative a seconda che il comportamento illecito sia di natura dolosa o meno. Le fattispecie di reato richiedono il dolo mentre per l'illecito amministrativo è sufficiente la colpa.

Nel dettaglio, con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate, ad essere punito con la sanzione amministrativa da centomila a 15 milioni di euro è il fatto di chi “*in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato di esse*” pone in essere taluna delle condotte vietate dal primo comma dell'art 187-*bis*, condotte che a loro volta sono identiche a quelle integranti le fattispecie penalmente rilevanti indicate dall'art. 184 comma 1 (acquisto, vendita, compimento di altre operazioni; comunicazione ad altri di informazioni privilegiate al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; raccomandazione o induzione di un terzo al compimento di una operazione sulla base di informazioni privilegiate).

Dunque, il fondamento dal quale promanano le inibizioni operative consiste nel semplice possesso dell'informazione privilegiata, quale ne sia la fonte, la ragione della provenienza e persino le modalità dell'acquisizione (una casuale percezione piuttosto che il frutto di una deliberata attività volta al conseguimento di una notizia): la formula legislativa concentra infatti sul possesso, non ulteriormente qualificato, il tratto costitutivo della situazione che interdice le operatività indicate dal comma primo dell'art.187-*bis*. Nella categoria dei soggetti passivi dei divieti che configurano un illecito amministrativo rientrano quindi non solo gli *insider* secondari, ma anche coloro che, sulla base di un giudizio improntato a canoni di ordinaria diligenza, devono poter individuare il carattere “privilegiato” delle informazioni anche se non hanno ottenuto tali informazioni dagli *insider* primari.

Con riguardo alle sanzioni penali, l'art. 184 TUF prevede a sua volta la reclusione da due a dodici anni e la multa da quarantamila euro a 6 milioni di euro nei confronti degli *insiders*

primari; il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto conseguito, nei casi individuati dal comma 3. La condanna comporta altresì l'applicazione delle pene accessorie previste dall'art. 186 e la confisca *ex art.* 187 TUF. La configurazione dell'illecito di *insider trading* come condotta rilevante sul piano delle sanzioni amministrative, oltre che di quelle penali, è stata introdotta con la riforma in uno con il sensibile rafforzamento dei poteri di indagine della Consob e, soprattutto, del potere di irrogare le sanzioni amministrative direttamente ad opera della Commissione.

Anche la manipolazione del mercato si compendia di una fattispecie a rilevanza penalistica (art. 185, TUF) di più ristretto ambito rispetto all'area della stessa sanzionata in via amministrativa (art. 187-*ter*, TUF).

In particolare, in base all'art. 187-*ter* TUF, e alle modifiche introdotte dalla legge n. 262/2005, le sanzioni amministrative previste per la violazione dei divieti in tema di manipolazione del mercato vanno da un minimo di 100.000 euro ad un massimo di 25 milioni di euro: le sanzioni sono le stesse per tutte le ipotesi di manipolazione. Le sanzioni sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole, per l'entità del prodotto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato, esse appaiono inadeguate anche se applicate al massimo (art. 187-*ter*, comma 5 TUF).

Se la condotta configura un reato di manipolazione del mercato (art. 185 TUF), la sanzione è la reclusione da due a dodici anni e la multa da 40 mila euro a 10 milioni di euro; nei casi contemplati dall'art. 185, comma 2 il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato.

In ultima analisi, entrambe le fattispecie previste ai commi 1 e 3 dell'art. 187-*ter* prevedono la clausola iniziale "*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*". Il senso sembra essere quello proprio delle parole, ovvero che la sanzione amministrativa non pregiudica il procedimento penale qualora i fatti siano sussumibili anche in una fattispecie di reato.

A completare il quadro sanzionatorio, sia penale che amministrativo, sono previste pene accessorie e confisca. In caso di condanna per i reati di *insider trading* o manipolazione del mercato, le pene accessorie alle sanzioni penali risultano applicabili per un periodo da sei mesi a due anni e sono costituite dall'interdizione dai pubblici uffici, da una professione o da un'arte e dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, nonché dall'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione. In caso invece di applicazione delle sanzioni amministrative le pene accessorie sono costituite dalla perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per revisori, promotori finanziari ed esponenti aziendali di società quotate dall'incapacità temporanea di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate. Tali sanzioni accessorie hanno una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni.

Per una maggiore chiarezza si riporta nel seguito la tabella relativa al nuovo sistema sanzionatorio introdotto con la legge n. 62/2005 (cfr. Tabella n.1) e quella relativa alla disciplina previgente (cfr. Tabella n. 2).

Tabella n. 1: Il nuovo sistema sanzionatorio ai sensi delle Legge n. 62/2005

	SANZIONI PENALI	SANZIONI AMMINISTRATIVE
<i>Insider Trading</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reclusione da 2 a 12 anni ▪ Multa da 40.000 euro a 6 milioni di euro 	Sanzione amministrativa pecuniaria da 100.000 a 15 milioni di euro
Manipolazione del mercato	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reclusione da 2 a 12 anni ▪ Multa da 40.000 euro a 10 milioni di euro 	Sanzione amministrativa pecuniaria da 100.000 a 25 milioni di euro

Tabella n. 2: Il sistema sanzionatorio ai sensi della disciplina previgente (D. Lgs. 58/1998 e successive modificazioni)

	SANZIONI PENALI
<i>Insider Trading</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reclusione da uno a due anni ▪ Multa da 10.329 euro a 309.874 euro
Aggiotaggio (art. 2637 c.c.)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reclusione da uno a 5 anni

Dal confronto con la disciplina precedente è possibile rilevare come si registri da un lato un significativo inasprimento delle sanzioni, dall'altro una sostanziale equiparazione del trattamento sanzionatorio penale previsto per le due tipologie di reato, che invece presentano una diversa offensività, essendo la manipolazione del mercato in genere più grave dell'abuso di informazioni privilegiate.

Dunque, le nuove modalità sanzionatorie, a fronte di elementi di forza, rappresentati sia dall'introduzione di sanzioni amministrative, che vanno ad affiancare quelle penali già esistenti, sia dall'inasprimento delle sanzioni stesse, presentano elementi di debolezza, quali la mancata graduazione delle sanzioni penali a fronte di fattispecie aventi maggiore offensività e la sostanziale equiparabilità delle fattispecie sanzionabili.

3. L'approccio della Consob nella prevenzione degli abusi di mercato

3.1 Obblighi in capo agli Emittenti

Coma già rilevato in precedenza, la Direttiva 2003/06/CE ha tra le sue finalità quella di pervenire ad una maggiore trasparenza contro gli abusi di mercato, tale obiettivo è assicurato dal legislatore interno e comunitario innanzitutto attraverso la predisposizione di una variegata

gamma di misure preventive.

Tra queste, rilievo preminente riveste l'obbligo imposto agli emittenti di comunicare al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate che riguardano loro e le società controllate al fine di evitare le asimmetrie informative che sono il terreno di coltura degli abusi, obbligo da adempiersi anche mediante la pubblicazione delle informazioni stesse sul sito internet dell'emittente (cfr. art. 114 TUF e art. 6, par.1, della direttiva n. 2003/06/CE).

Con un'estrema schematizzazione si può sostenere che il controllo sulle informazioni si riferisce sia ad eventi ricorrenti (quali il bilancio e le situazioni semestrali con cui vengono resi pubblici i conti delle società quotate), sia a operazioni straordinarie (aumenti di capitale, acquisizioni di partecipazioni rilevanti, stipulazione di patti parasociali).

L'obbligo di comunicazione al pubblico di notizie privilegiate gravante su soggetti predeterminati (art. 114, c. 7, TUF) assolve allo scopo di far sì che l'area dell'informazione riservata rimanga circoscritta a un predeterminato numero di addetti, assolvendo a un'importante funzione di prevenzione di *insider trading*. In tal caso, l'organo istituzionale preposto alla vigilanza diventa l'ente regolatore della notizia riservata. Tale collegamento è reso ancor più evidente dalla nuova formulazione dell'art. 114 che identifica le informazioni da comunicare immediatamente al mercato con quelle di carattere privilegiato, come tali definite a fini penali dal successivo art. 181. L'art. 114, comma 1 infatti, stabilisce che “[...] *gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. [...]*”

Nell'ambito della disciplina degli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni “*price sensitive*” uno dei temi classicamente dibattuti attiene alla possibilità per gli emittenti di ritardare, a certe condizioni, la diffusione delle informazioni stesse. E' chiaro, infatti, che la disciplina in commento pone un inevitabile conflitto tra l'interesse del mercato alla conoscenza delle informazioni e l'interesse dell'emittente ad assicurarsi condizioni di riservatezza. Nel sistema antecedente al recepimento della disciplina comunitaria sugli abusi di mercato tale possibilità non era contemplata; l'unica eccezione era rappresentata dalla possibilità per l'emittente di presentare alla Consob il reclamo contemplato dall'art. 114, comma 6, TUF (tuttora in vigore) qualora dalla pubblicazione potesse derivare un “grave pregiudizio”.

L'art. 114, comma 3, TUF, in conformità alla disciplina comunitaria, ha inteso perseguire sul punto una soluzione maggiormente articolata introducendo la possibilità per gli emittenti di ritardare la divulgazione al pubblico delle informazioni privilegiate, qualora questa possa recare danno a legittimi interessi dell'emittente, a condizione che tale ritardo non risulti fuorviante per il pubblico (inducendolo in errore su fatti e circostanze essenziali) e che l'emittente sia in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni stesse; l'emittente, inoltre, dovrà dare senza indugio comunicazione alla Consob della volontà di ritardare la divulgazione al pubblico delle informazioni (cfr. art. 114, c. 3, TUF e art. 66-*bis* reg. Consob n. 11971/1999 in tema di emittenti, nonché art. 6, par. 2, della direttiva n. 2003/06/CE).

Quanto alle ipotesi in cui è possibile ritardare la comunicazione delle informazioni, l'art. 66-*bis* del Regolamento emittenti, in attuazione al disposto dell'art. 114, comma 3, TUF, formula due criteri generali per valutare la sussistenza del “legittimo interesse” dell'emittente: nel caso in cui la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate può compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero può, per ragioni inerenti alla non

adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico.

Quanto a valutare se dal ritardo possa derivare un errore su “fatti e circostanze essenziali”, il Regolamento non apporta alcuna precisazione. La Consob può in ogni caso richiedere, sia in via generale che caso per caso, che siano resi pubblici con le modalità da essa stabilite notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico, provvedendo direttamente a spese degli interessati in caso di inottemperanza (cfr. art. 66-*bis*, comma 5, Regolamento emittenti e art. 114, comma 5, TUF).

Riguardo all'obbligo di riservatezza dell'informazione, qualora questa non possa essere assicurata, o si abbia contezza dell'avvenuta comunicazione a terzi non soggetti a obblighi di riservatezza dell'informazione, la norma impone l'immediato ripristino di condizioni di parità informativa con il pubblico, obbligando l'emittente a procedere all'integrale diffusione dell'informazione stessa, simultaneamente in caso di divulgazione intenzionale, tempestivamente in caso di divulgazione non intenzionale (art. 114, comma 4, TUF).

Nell'ambito della disciplina in materia di abusi di mercato particolare importanza assume per la novità e l'impatto destinato ad esercitare l'obbligo per gli emittenti quotati e i soggetti legati da un rapporto di controllo con essi o le persone che agiscono in loro nome e per loro conto di istituire e gestire un registro delle persone che in ragione della loro attività lavorativa, professionale o delle funzioni svolte, in via regolare od occasionale, hanno accesso ad informazioni privilegiate (art. 115-*bis*, TUF)⁴⁰. Spetta alla Consob stabilire le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento del registro stesso⁴¹.

Detto obbligo persegue diversi obiettivi: da un lato, consente all'Autorità di vigilanza di avere a propria disposizione un agevole strumento di indagine e conoscenza; dall'altro, individua in modo certo ed univoco quei soggetti che, in ragione delle informazioni di cui dispongono, devono osservare particolari cautele nella gestione delle stesse, in modo da evitare la diffusione impropria, anche all'interno della struttura organizzativa dell'ente in cui operano, dei c.d. *rumours* di mercato⁴².

La formulazione, inoltre, è tale da ricomprendere tutti coloro che operano nell'interesse dell'emittente quotato e che, in virtù dell'attività svolta, possono ottenere la disponibilità di informazioni privilegiate: a puro titolo esemplificativo vi rientrano consulenti, revisori contabili, intermediari incaricati dello svolgimento di operazioni per conto dell'emittente quotato. Nel registro troveranno poi iscrizione sia i soggetti che sono permanentemente in possesso di informazioni privilegiate sia soggetti che vengono in possesso di tali informazione in via occasionale.

È evidente che la legge che impone l'obbligo di tenuta dei registri delle persone che hanno

⁴⁰ L'art. 5 della dir. N. 2004/72/CE prevede che il registro, da trasmettersi su richiesta dell'Autorità competente e da conservarsi per almeno cinque anni dalla sua istituzione o dal suo aggiornamento, riporti quanto meno: a) l'identità di ogni persona avente accesso alle informazioni privilegiate; b) la ragione per cui detta persona è iscritta; c) la data in cui il registro è stato istituito e quella in cui è stato aggiornato.

⁴¹ Per le disposizioni di attuazione vedere gli artt. Da 152-*bis* a 152-*quinqüies* del Regolamento emittenti.

⁴² Cfr. F. FIECCONI, *La nuova disciplina del market abuse. L'insiders list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti* in *Il Corriere giuridico*, n. 12, 2006, p. 1768 ss.

accesso ad informazioni privilegiate implicitamente impone l'adozione di una *policy* interna di controllo da parte dello stesso ente destinatario dell'obbligo.

Un'ulteriore forma di prevenzione degli abusi di mercato è conseguita attraverso l'obbligo imposto:

- agli esponenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente;
- ai dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possano incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente;
- ai soggetti che controllano l'emittente o che comunque detengano una partecipazione almeno pari al 10% del capitale;
- nonché alle "persone ad essi strettamente legati", di comunicare alla Consob e al pubblico le operazioni effettuate per loro conto sugli strumenti finanziari dell'emittente o ad essi collegati, anche per interposta persona (nuovo art. 114, comma 7).

Ciò consente al pubblico di orientarsi nelle decisioni di investimento valutando anche le condotte e le posizioni assunte dai soggetti che presumibilmente meglio conoscono la situazione e le dinamiche dell'emittente, oltre che a costituire uno strumento dissuasivo con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate in possesso dei soggetti in questione. Al fine di evitare inutili appesantimenti della regolamentazione, è infine disposto che l'obbligo di comunicazione non scatta per le operazioni il cui importo complessivo non superi i 5.000 euro entro la fine di ciascun anno (da calcolare sommando le operazioni effettuate direttamente dal soggetto interessato, con quelle effettuate da soggetti interposti).

Nell'articolo su menzionato si legge inoltre che *"tale comunicazione deve essere effettuata anche dal coniuge non separato legalmente, dai figli, anche del coniuge, a carico, nonché dai genitori, i parenti e gli affini conviventi dei soggetti sopra indicati nonché negli altri casi individuati dalla Consob con regolamento"*.

La disposizione sopra trascritta suscita molte perplessità, in quanto pone a carico di alcuni soggetti un obbligo di comunicazione di operazioni rispetto alle quali i medesimi sono di norma terzi e che essi quindi potrebbero non conoscere. Inoltre, la norma ha la singolarità di porre a carico di soggetti non legati all'emittente da alcuna relazione giuridica, una soggezione ad obblighi di vigilanza che non ha precedenti nella disciplina di settore, essendo detti obblighi di norma riferibili a soggetti che hanno una relazione qualificata con il soggetto vigilato.

3.2 Obblighi in capo agli intermediari

La disciplina degli abusi di mercato, come novellata per effetto del recepimento delle Direttive comunitarie, prevede varie disposizioni che si applicano sia alla materia dell'abuso di informazioni privilegiate, sia a quella della manipolazione del mercato. Tra queste vi sono quelle volte a stabilire forme di prevenzione degli abusi di mercato. Al riguardo, una novità introdotta dalla disciplina va colta nell'art. 187-*nonies* del TUF, che impone ai soggetti abilitati, agli agenti di cambio e alle società di gestione del mercato di *"segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi possono ritenersi configurare una violazione"* delle disposizioni

in tema di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato⁴³.

La medesima disposizione affida poi alla Consob il compito di stabilire, nel rispetto delle previsioni comunitarie, con regolamento, le categorie di soggetti tenuti a tale obbligo, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette, nonché le modalità e i termini di tali segnalazioni. In particolare, con riferimento ai profili oggettivi, l'art. 44 del Regolamento mercati precisa che *“formano oggetto della segnalazione le operazioni e gli ordini non eseguiti?”*, così rafforzando la funzione di prevenzione delle regole di cui si discute.

Per quanto attiene la questione dei criteri alla luce dei quali i soggetti sono tenuti ad effettuare la valutazione del carattere “sospetto” di una data operazione, essi sono enunciati nell'art. 45 del Regolamento mercati e comprendono, di fatto, gli elementi costitutivi degli illeciti di abuso di informazione privilegiata, di abuso di mercato, nonché i vari elementi ed esemplificazioni che sono formulati nelle disposizioni regolamentari e nella prassi comunitaria: a tal fine assumono rilievo le esemplificazioni formulate dal CESR (e riprese dalla Consob nella Comunicazione del 29 novembre 2005)⁴⁴. Tuttavia, quest'ultime per la loro genericità non riescono ad atteggiarsi neppure ad esaustive linee guida di comportamento e, in ogni caso, non sono in grado – sul piano della riserva di legge – di integrare validamente la nozione di “ragionevoli motivi” di cui all'art. 187-*nonies* TUF. Resta, dunque, il pericolo rappresentato dall'elevato margine di discrezionalità caratterizzante la valutazione dapprima del destinatario del precetto e quindi dell'organo competente ad accertare l'illecito e a irrogare l'eventuale sanzione.

La disciplina della segnalazione di operazioni sospette aggiunge un nuovo tassello a quel mosaico di obblighi di denuncia all'Autorità – finora concepiti in riferimento al delitto di riciclaggio – delle operazioni sospette da parte di esercenti attività o professioni “sensibili”; tale estensione dei doveri di segnalazione ai reati finanziari suscita però delle perplessità. A tal fine, occorre fare una distinzione tra società di gestione da un lato e soggetti abilitati e agenti di cambio dall'altro.

Rispetto alle società di gestione, la loro peculiare funzione all'interno dei mercati regolamentati⁴⁵ giustifica agevolmente l'ulteriore nuovo compito di adottare *“le disposizioni e gli atti necessari a prevenire e identificare abusi di informazione privilegiata e manipolazioni del mercato”* (art. 64 lett. b-*bis*), costituente a sua volta il presupposto per l'adempimento del dovere sancito dall'art.187-*nonies*. Per i soggetti abilitati e gli agenti di cambio la questione risulta però assai più complessa e tocca il vero snodo della disciplina della segnalazione di operazioni sospette che è rappresentato dal rapporto che sussiste tra la segnalazione dell'anomalia e l'obbligo di esecuzione degli ordini. In effetti, la situazione tipizzata dall'art.187-*nonies* consiste nella segnalazione non di ordini

⁴³ Si noti la maggiore latitudine dell'art.187-*nonies* rispetto alla direttiva 2003/06/CE, il cui art.6 comma 9 prevede l'obbligo in esame a carico di “chiunque compia professionalmente operazioni in strumenti finanziari”, mentre l'art.7 della direttiva 2004/72/CE specifica che in tale categoria vanno compresi “quanto meno le imprese di investimento o gli enti creditizi”.

⁴⁴ Cfr. TOMMASO E. ROMOLOTTI, *Recepimento della direttiva “Market Abuse” e nuove linee guida del CESR*, in *Le Società*, 2005, p. 1309 ss.

⁴⁵ Per quanto attiene sia all'organizzazione e gestione di essi (art. 61 comma 1 TUF) che agli specifici obblighi di adottare tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato e di comunicare alla Consob le violazioni del regolamento del mercato e le iniziative assunte (art. 64 lett. b e d TUF).

bensi di “operazioni” (già compiute), quindi ha ad oggetto ipotesi di illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato che si configurano proprio attraverso l’esecuzione dell’ordine da parte dell’intermediario. In sostanza il problema che si pone è se – in presenza di un ordine che presenti indici di “anomalia” – l’intermediario incaricato della relativa esecuzione debba limitarsi a darvi esecuzione, pur segnalando l’operazione come sospetta, ovvero se l’intermediario debba (anche) astenersi dall’eseguirlo. La soluzione della questione non appare agevole.

Quello che è certo è che se l’intermediario esegue l’ordine di acquisto o di vendita nella consapevolezza che esso sia idoneo a manipolare il mercato, ovvero che il committente stia utilizzando informazioni privilegiate, risulta responsabile come autore ovvero concorrente nel reato. A nulla vale l’obiezione che la sua condotta, costituendo esplicazione di un’attività professionale, sia caratterizzata da un contenuto neutrale.

Da qui la conseguenza che il dovere di segnalazione ha ad oggetto esclusivamente operazioni rispetto alle quali all’intermediario non può muoversi alcun rimprovero; mentre, laddove egli risulti punibile, in qualità di autore, ovvero di partecipe al reato o illecito amministrativo, il principio *nemo tenetur se detegere* esclude l’integrazione dell’art. 187-*nonies* TUF.

Nella prospettiva ora delineata, diviene possibile mettere a fuoco i doveri dell’intermediario nell’esecuzione degli ordini. Fermo restando che l’art 21 comma 1 lett. A del TUF gli impone di “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*”, è vero anche che l’art. 26 lett. b e d del regolamento concernente la disciplina degli intermediari (delibera Consob 1° luglio 1998, n. 11522) gli prescrive non solo di rispettare le regole di funzionamento dei mercati, ma anche di eseguire con tempestività le disposizioni impartite dagli investitori, così da rendere estremamente ristretti i tempi per valutare la legittimità dell’operazione e, eventualmente, rifiutare l’esecuzione⁴⁶. Sull’intermediario grava dunque l’obbligo di non eseguire ordini concernenti operazioni la cui illiceità gli sia nota o comunque manifesta, profilandosi altrimenti una sua responsabilità monosoggettiva o concorsuale. Dunque la previsione dell’art.187-*nonies* non vale ad immutare i contenuti del generale divieto di partecipazione in operazioni illecite, ma si limita ad accostargli un obbligo di segnalazione alla Consob ogni volta che l’intermediario, dopo aver eseguito in buona fede l’ordine ricevuto, si avveda della sua possibile illiceità.

La responsabilità attribuita agli intermediari, dunque, suscita qualche perplessità in quanto pone tali soggetti in una posizione molto delicata. Se decidono di adempiere all’obbligo di comunicazione, nel caso in cui il sospetto si riveli infondato, possono subire le conseguenze da parte dei loro clienti. Se, al contrario, decidono di astenersi dall’inviare le notifiche, in caso di effettivo dolo, possono essere considerati corresponsabili delle transazioni.

⁴⁶ L’art. 32 comma 2 del regolamento ora citato prevede che “il rifiuto di eseguire un ordine deve essere prontamente comunicato all’investitore”.

3.3 I poteri della Consob

Una delle novità di maggior rilievo emersa a seguito del recepimento della disciplina comunitaria in tema di abusi di mercato, è senza dubbio il forte accrescimento dei poteri di cui la Consob è stata dotata (poteri di accertamento, cautelari e sanzionatori) per accertare e contrastare quegli illeciti che assumono ora quasi sempre rilevanza sia sul piano penale che amministrativo⁴⁷.

Si tratta certamente di un significativo punto di forza del recepimento, visto che da tempo si richiedeva un incremento dei poteri legislativi e sanzionatori della Commissione.

In particolare, il comma 1 dell'art. 115 TUF reca una nuova lettera *c-bis* che consente all'Autorità di “*esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'art.187-octies*”.

Tale rafforzamento peraltro si pone in diretta relazione con l'attribuzione alla medesima Autorità del potere di irrogare direttamente le sanzioni amministrative previste dalla legge.

L'art.187-*octies* del TUF costituisce il nucleo centrale delle nuove disposizioni in materia. In particolare, il citato articolo, al comma 2 prevede che la Consob compia gli atti necessari all'accertamento delle violazioni delle disposizioni in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato “utilizzando i poteri ad essa attribuiti dal presente decreto”. Nello specifico, può, nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti (comma 3):

- a) richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
- b) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
- c) procedere ad audizione personale;
- d) procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'art.187-*sexies*;
- e) procedere ad ispezioni;
- f) procedere a perquisizioni nei modi previsti dall'art. 33 del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600, e dell'art. 52 D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633.

Inoltre, la Commissione può avvalersi della collaborazione di altre pubbliche amministrazioni (compresa l'anagrafe tributaria), può richiedere la comunicazioni di dati personali in deroga alle disposizioni in tema di *privacy* e può acquisire dati relativi al traffico telefonico dei soggetti sottoposti ad indagine. Di particolare rilievo appare, altresì, la possibilità per la Consob di accedere all'anagrafe dei conti e dei depositi di cui alla legge n. 413/1991 e soprattutto di accedere direttamente alla Centrale dei rischi della Banca d'Italia.

Si tratta sicuramente di poteri di indagine assai più incisivi che in passato. Prima la Consob poteva avvalersi dei poteri che le conferivano le disposizioni del TUF (tra cui i già ricordati artt. 114 e 115), ma con limiti insiti nel testo originario di quegli articoli e soltanto nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza istituzionale. Ad altri soggetti essa poteva, è vero, richiedere notizie, dati e documenti, e poteva anche convocarli e procedere ad audizioni, ma un eventuale rifiuto non avrebbe esposto l'interessato ad alcun rischio di sanzione.

⁴⁷ Cfr. R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le società*, n. 7, 2005, p. 813 ss.

Ben diversa è la situazione attuale. In primo luogo, la gamma degli atti di accertamento della Consob sopra enunciati è assai più estesa che in passato, quando era limitata alle audizioni, alle richieste di informazioni scritte e alle ispezioni; in secondo luogo, tali atti possono essere compiuti nei confronti di chiunque, e chiunque vi si rifiuti, è passibile d'incorrere nel reato di ostacolo alle funzioni della Consob previsto dal nuovo art. 170-*bis*, oltre che nella sanzione amministrativa contemplata nel nuovo art.187-*quinquiesdecies*; in terzo luogo, la Consob è abilitata ad avvalersi dell'opera della Guardia di finanza, la quale agisce con i poteri ad essa attribuiti dalla legislazione tributaria ma è tenuta a riferire esclusivamente alla Consob l'esito delle indagini svolte per mandato di questa.

Oltre ad attribuirle i poteri su menzionati, la legge ha ora riconosciuto alla Consob anche la possibilità di adottare provvedimenti di tipo cautelare: sequestro di beni e ordini di far cessare le condotte che lasciano presumere la violazione delle norme che disciplinano la *market abuse*, rispettivamente contemplati dal comma 3, lett. d), e dal comma 6 dell'art. 187-*octies*. L'ordine di porre termine alle condotte che lasciano presumere la violazione delle disposizioni in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato può essere ovviamente emanato solo in presenza di elementi che facciano presumere l'illiceità di tali condotte, e sembrerebbe poter essere diretto nei confronti di chiunque sia l'autore di quelle condotte.

Il sequestro, che deve essere anch'esso preventivamente autorizzato dal procuratore della Repubblica, può avere ad oggetto beni suscettibili poi di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies*. Quest'ultima norma si riferisce al prodotto o al profitto dell'illecito ed ai beni utilizzati per commetterlo, purché appartenenti al soggetto passivo della sanzione; ed aggiunge che nel caso non sia possibile procedere direttamente su tali beni, la confisca può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente⁴⁸.

Ulteriori attribuzioni derivano alla Consob dall'interazione tra procedimento penale e procedimento amministrativo. Come si è visto, nel nuovo assetto conseguente alle modifiche apportate al TUF dalla legge n. 62/2005, i medesimi atti idonei ad integrare i reati di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione di mercato integrano ora, infatti, anche delle corrispondenti fattispecie di illecito amministrativo. Pertanto la Consob è tenuta ad attivarsi innanzitutto in quanto organo competente all'accertamento di detti illeciti amministrativi ed all'irrogazione delle conseguenti sanzioni previste nel capo III del titolo 1 *bis* TUF. Inoltre, l'art. 187-*decies* prevede che quando il pubblico ministero ha notizia di uno dei reati previsti dalla disciplina in tema di abuso di mercato è tenuto ad informare senza ritardo il Presidente della Consob, il quale a sua volta trasmette al pubblico ministero la documentazione raccolta nello svolgimento di accertamenti da cui possa presumersi l'esistenza del reato e ciò a prescindere da chi abbia dato avvio all'indagine⁴⁹. Tale ultima circostanza trova spiegazione

⁴⁸ Avverso al provvedimento di sequestro è dato all'interessato la facoltà di proporre opposizione alla stessa Consob (art. 187-*octies*, comma 9): un ricorso dunque di natura ancora amministrativa, su cui la Consob è tenuta a decidere motivatamente entro trenta giorni (art. cit., comma 10).

⁴⁹ Il testo del nuovo art. 187-*decies*, secondo comma, espressamente stabilisce che la trasmissione al magistrato dei documenti, accompagnati dalla motivata relazione del presidente della Consob, debba aver luogo "*nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato*". Resta dunque totalmente affidata alla Consob la valutazione preliminare sull'esito degli accertamenti svolti ed, in ipotesi di valutazione negativa il procedimento potrebbe perciò essere archiviato senza alcun obbligo di informare il pubblico ministero.

non solo nella necessità di far sì che la Consob svolga poi indagini a fini penali, ma anche e soprattutto in un dovere di collaborazione istituzionale volto a consentire l'attuazione del parallelo procedimento amministrativo come del resto stabilito anche nel successivo terzo comma⁵⁰.

A tal riguardo, un'ulteriore novità è introdotta dall'art. 187-*undecies* TUF. Il comma 1 prevede che la Consob esercita i diritti attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Inoltre, il comma 2 dell'art. 187-*undecies* attribuisce alla medesima Consob la possibilità di fare assai di più: di costituirsi parte civile – acquisendo così un ruolo molto più attivo e rilevante nel processo – al fine di richiedere la riparazione in forma pecuniaria dei danni che il reato abbia cagionato all'integrità del mercato.

Una rilevante innovazione introdotta dal recepimento della Direttiva europea è costituita dall'attribuzione all'Autorità di vigilanza del potere di procedere direttamente all'irrogazione delle sanzioni amministrative all'esito del relativo procedimento. Tale innovazione non è stata limitata alla sola materia dell'abuso di informazioni privilegiate giacché – nel recepire la Direttiva – il legislatore ha inteso estenderla in generale a tutte le sanzioni amministrative contemplate dal TUF, e (per i profili di competenza) anche dalla Banca d'Italia.

La circostanza che la Consob sia, al tempo stesso, competente ad istruire il procedimento amministrativo volto ad accertare l'illecito e poi ad irrogare la relativa sanzione ha però indotto il legislatore a prevedere espressamente non solo che il procedimento debba esser retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori e della verbalizzazione, ma anche da quello della “*distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie*” (artt. 187-*septies*, comma 2, e 195, comma 2).

Dunque, l'esercizio dei poteri di indagine di cui sopra, ivi compresi quelli più invasivi come le ispezioni e le perquisizioni, dovrebbe ora essere rimesso al prudente apprezzamento dei responsabili degli uffici della Consob, senza passare per il vaglio preventivo della Commissione, la quale si troverebbe altrimenti impedita nella sua successiva funzione decisoria.

Si tratta del richiamo di principi generali dell'ordinamento che la Consob ha provveduto a specificare con proprie Deliberazioni nn. 15131, 15086 e 15132/2006 le quali – oltre ad individuare i termini del procedimento – contemplando l'istituzione di un apposito “Ufficio Sanzioni Amministrative” distinto dalle singole divisioni che, di volta in volta, possono essere interessate dalla valutazione degli illeciti. Ciò dovrebbe assicurare, negli intendimenti della Commissione, la separazione tra fasi istruttorie e fasi decisorie. Più precisamente il procedimento prevede che:

- la Divisione competente per materia, ricevute le deduzioni dell'interessato o scaduto il termine di trenta giorni per la loro presentazione, trasmette all'Ufficio Sanzioni Amministrative gli atti con le proprie valutazioni almeno centocinquanta giorni prima del decorso del termine del procedimento;
- l'Ufficio Sanzioni Amministrative, esaminati gli atti del procedimento con particolare riguardo alle deduzioni difensive prodotte dagli interessati, formula le proprie conclusioni in ordine alla sussistenza o meno della violazione contestata e alla quantificazione della

⁵⁰ Cfr. S. SEMINARA, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (III)*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 17 ss.

-
- eventuale sanzione da applicare;
- la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative è trasmessa alla Commissione per la relativa decisione.

A integrazione delle regole ora esposte, la delibera Consob n. 15125 del 3 agosto 2005 ha precisato che il potere di richiedere la comunicazione di notizie, anche mediante audizioni personali, è esercitato congiuntamente dai responsabili delle divisioni e degli uffici competenti per materia, i quali danno informazioni alla Commissione dell'avvenuto esercizio di tali poteri; mentre la delibera Consob n. 15087 del 21 giugno 2005 ha stabilito che l'utilizzo dei poteri ispettivi e degli ulteriori poteri previsti dagli artt. 115 e 187-*octies* TUF, su proposta dei responsabili delle divisioni competenti formulata per il tramite del Direttore generale, è disposto dal Presidente della Consob, che provvede a dare informazione alla Commissione dell'avvenuto esercizio di tali poteri. Infine, la delibera n. 15131 del 5 agosto 2005 ha proceduto a raddoppiare i termini del procedimento, che sono stati così portati da centottanta a trecentosessanta giorni, ovvero a cinquecentoquaranta nel caso di indagato residente all'estero.

La procedura sopra descritta lascia emergere alcuni punti problematici. Il primo concerne il cospicuo prolungamento dei limiti temporali del procedimento, che non contribuisce a garantire agli interessati una rapida definizione e presenta il rischio di privare per troppo tempo il mercato di risposte pronte e incisive. Il secondo punto ha oggetto il ruolo del Presidente della Consob, chiamato a intervenire sia nella fase istruttoria – mediante l'esercizio dei poteri ispettivi, di richiesta delle registrazioni telefoniche, di sequestro e di perquisizione ecc. – che in quella decisoria.

3.4 I numeri della vigilanza sugli abusi di mercato

L'attività di accertamento sul rispetto delle disposizioni in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato da parte della Consob è stata significativamente potenziata nel corso del 2010 in termini sia qualitativi che quantitativi. In particolare, con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate è stata adottata una procedura finalizzata ad articolare le indagini in due fasi. La fase preliminare, svolta nell'ambito dell'attività di monitoraggio dei mercati, mira ad individuare anomalie e segnali di possibili illeciti. La seconda fase, avviata in esito alle verifiche preliminari, è tesa ad accertare la sussistenza di elementi che configurano ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali.

In applicazione della procedura sopra descritta, nel corso del 2010 la fase preliminare ha comportato l'esame di 105 casi, relativi a ipotesi di abuso di informazione privilegiata (47 per cento circa) o di manipolazione operativa (43 per cento) ovvero informativa (nel restante 10 per cento dei casi); in taluni casi ricorreva il sospetto di più tipologie di illecito.

La Consob ha inoltre adottato un approccio strutturato e coordinato nel monitoraggio delle varie fonti informative disponibili, al fine di migliorare sia l'efficienza sia l'efficacia dell'attività di individuazione e accertamento dei casi di illecito. In primo luogo, gli intermediari sono stati sollecitati a incrementare il livello qualitativo, ancor più che quantitativo, delle segnalazioni di operazioni sospette di abusi di mercato cui sono tenuti ai sensi dell'art.187-*nonies* del TUF.

A tal fine è stato realizzato un ciclo di incontri, su base sia individuale sia collettiva, con gli esponenti di 15 intermediari selezionati in base alle rispettive quote di mercato, tipologia di attività esercitata, tipologia di clientela, frequenza e correttezza delle segnalazioni effettuate. La Consob ha potenziato, inoltre, in occasione di anomalie di mercato registrate in prossimità di eventi societari di rilievo, il monitoraggio dei principali siti specializzati e forum *on line*, che veicolano *rumors* e commenti su emittenti quotati e con titoli diffusi.

In particolare, con riferimento al 2010, la Consob ha concluso 29 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali in 10 casi relativi, rispettivamente, ad abuso di informazioni privilegiate (3 casi), manipolazione informativa (3 casi) e manipolazione operativa (4 casi – Cfr. Tabella n. 3). In 8 casi è stata trasmessa una relazione all’Autorità Giudiziaria e in 9 casi sono stati avviati procedimenti amministrativi. Nel 2010 la Consob ha avviato procedimenti amministrativi per 7 degli 8 casi che sono stati oggetto di segnalazione all’Autorità Giudiziaria (nell’ottavo caso il procedimento amministrativo è stato avviato all’inizio del 2011). In aggiunta, la Consob ha avviato altri procedimenti amministrativi al termine di due indagini nelle quali sono stati accertati illeciti di abuso di informazioni privilegiate nei confronti esclusivamente di cosiddetti *insider* secondari.

Tabella n. 3: Risultati delle indagini in materia di abusi di mercato

Ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali		Casi in cui non sono stati rilevati illeciti	Totale
	<i>Di cui per abuso di informazioni privilegiate</i>		
2005	4	4	8
2006	7	6	13
2007	10	3	13
2008	6	4	10
2009	8	6	14
2010	10	19	29

In 2 delle 3 indagini in cui sono state formulate ipotesi di illeciti di abuso di informazioni privilegiate, l’informazione consisteva nel progetto di promuovere un’offerta pubblica di acquisto. Nel terzo caso l’informazione riguardava il progetto di una *joint venture* con una società estera (Cfr. Tabella n. 4).

Tabella n. 4: tipologia delle informazioni privilegiate nei casi relativi a *insider trading*

	Mutamento del controllo-OPA	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni – Scissioni	Altre	<i>Di cui per ipotesi di front running</i>	Totale
2005	1			1	1	2
2006				2		2
2007	1	1	1			3
2008	1			1	1	2
2009			1	1	1	2
2010	2		1			3

I 3 casi attinenti a illeciti di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato rispettivamente la diffusione di un artefatto comunicato dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Agcm), la diffusione su un sito *internet* di una notizia falsa su una società di calcio e la diffusione da parte di una società quotata di informazioni false in più bilanci e in altri comunicati concernenti situazioni economiche infrannuali e piani industriali. Dei 4 casi attinenti agli illeciti di manipolazione del mercato di tipo operativo, uno ha avuto ad oggetto operazioni incrociate (cosiddetti *improper matched orders*); gli altri 3 hanno riguardato, invece, l'inserimento di proposte di negoziazione in fase di aste senza l'intenzione di eseguirle. La Consob ha rilevato illeciti di abuso di mercato nel comportamento di 14 persone fisiche e ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di 4 società per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa dell'ente (Cfr. Tabella n. 5).

Tabella n. 5: Soggetti coinvolti in ipotesi di abuso di mercato

	Intermediari autorizzati	Insiders Istituzionali	Altri soggetti	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
2005		1	2		3
2006		7			7
2007		11	1		12
2008		2	20	12	34
2009		2	9		11
2010		4	1	2	7
Manipolazione di mercato					
2005		1	7		8
2006		6	2		8
2007	1	4	2		7
2008			5		5
2009	2	1	10	1	14
2010	1	2	8		11

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e autorità di vigilanza estere nel 2010 è stato complessivamente pari a 142. Le richieste finalizzate ad assistere autorità di vigilanza estere in indagini su casi di presunti abusi di mercato condotte da queste ultime sono state 6.

Nel corso del 2010, la Consob si è costituita parte civile in 3 nuovi procedimenti penali in materia di abuso di mercato (di cui 2 per manipolazione del mercato e uno per abuso di informazioni privilegiate). In tutti i casi la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti. Nel 2010 sono stati anche definiti in primo grado 3 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali la Consob si è costituita parte civile. In un caso vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; gli altri 2, invece, si sono conclusi con una pronuncia di assoluzione.

4. Considerazioni conclusive

Gli abusi di mercato rappresentano sicuramente un ostacolo alla formazione di un mercato efficiente in cui sia assicurato l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

A livello europeo, con l'entrata in vigore della MIFID, che ha fatto venir meno l'obbligo di concentrazione degli scambi, si assiste ad un processo di progressiva frammentazione in cui i sistemi alternativi di negoziazione assumono importanza crescente. Ciò, insieme allo svilupparsi di transazioni transfrontaliere, rende ancora più essenziale la formazione di un quadro normativo e giuridico unitario per reprimere i comportamenti di *insider trading* e manipolazione del mercato. L'adozione di una direttiva comune che regoli in maniera completa la materia degli abusi di mercato è sicuramente un passo avanti nella lotta contro tali forme di criminalità, che hanno come effetto ultimo di diminuire la fiducia degli investitori nei mercati finanziari.

I risparmiatori non possono accettare che coloro che si trovano in una posizione di privilegio si arricchiscano senza essere sottoposti ad alcun tipo di sanzione; è fondamentale punire i comportamenti di *insider trading* e manipolazione del mercato per far sì che coloro che dispongono di risorse finanziarie possano investire senza il timore di trovarsi di fronte a una controparte che si trova in una posizione di ingiusto vantaggio.

I Paesi industrializzati, e tra questi l'Italia, si sono dovuti rendere conto soprattutto a seguito degli scandali finanziari susseguitisi sulla scia di Cirio e Parmalat, che la globalizzazione degli scambi innalza i rischi di patologie societarie che determinano effetti negativi sui mercati, la cui integrità risulta compromessa e quindi la fiducia degli investitori. Nei mercati globali, infatti, le asimmetrie informative possono aumentare, soprattutto se taluni imprenditori o *manager* le sfruttano per mettere in atto strategie non solo opportunistiche, ma addirittura fraudolente. L'antidoto a tali strategie ingannevoli può esser dato sia da efficaci meccanismi di *governance*, sia attraverso efficaci sistemi di vigilanza.

La direttiva 2003/06/CE rappresenta sicuramente un passo nella direzione indicata; essa rivede l'architettura dei sistemi di vigilanza al fine di rafforzare le capacità di presidio rispetto al diffondersi di situazioni patologiche e mira ad "iniettare" nel nostro ordinamento nuove regole volte a ridurre il generale clima di incertezza che tanto nuoce al buon funzionamento dei mercati mobiliari.

È evidente, tuttavia, che nessun sistema di vigilanza, quali che siano i suoi strumenti o la sua "architettura", così come nessuna normativa, anche la più stringente, potranno evitare del tutto fenomeni patologici come le frodi ed in genere tutti i reati finanziari. E' comunque indubbio che la nuova disciplina in tema di abusi di mercato migliora il sistema previgente rafforzandone la capacità di rivelazione dei sintomi, di anticipare con tempestività l'individuazione di situazioni potenziali di instabilità finanziaria delle singole imprese, riducendo gli effetti dannosi per il mercato ed i risparmiatori in genere.

L'analisi della normativa fin qui condotta ha permesso, infatti, di evidenziare alcuni elementi di forza, quali: l'aver definito più puntualmente l'informazione privilegiata, sottolineandone il carattere della precisione e della *price sensitivity*; a livello dei soggetti attivi, l'aver esteso rispetto alla normativa previgente la categoria degli *insiders* primari, prevedendo altresì l'obbligo per le

società emittenti titoli quotati di tenere un registro delle persone che possono avere accesso ad informazioni privilegiate in relazione alla loro attività, con evidenti vantaggi nella trasparenza delle comunicazioni; a livello di fattispecie sanzionabili, l'aver esteso anche agli *insiders* secondari equiparandoli a quelli primari, la punibilità per la divulgazione di informazioni privilegiate, sia sotto la forma del *tipping* che del *tuyantage*, laddove nel TUF i *tippees* erano perseguiti solo in caso di *trading*, consentendo altresì di equiparare ad un *insider* primario chiunque entri in possesso di informazioni privilegiate in seguito alla preparazione di attività delittuose; in relazione al trattamento sanzionatorio, l'aver introdotto sanzioni amministrative accanto a quelle penali già previste, inasprendole da un punto di vista quantitativo; l'aver aumentato la trasparenza e la capacità informativa verso i terzi delle società emittenti, ponendo specifici obblighi di comunicazione a carico anche di intermediari, esponenti aziendali, detentori di partecipazioni qualificate, nonché a carico di analisti finanziari e società di *rating*; l'aver ampliato l'ambito di applicazione della nuova disciplina, prevedendo la punibilità delle condotte illecite anche se compiute in mercati non regolamentati, pur avendo per oggetto strumenti finanziari quotati o per i quali sia stata comunque presentata richiesta di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato; l'aver ampliato i poteri di accertamento della Consob, a livello sia oggettivo che soggettivo, prevedendo anche l'auspicato incremento del numero di dipendenti della stessa Consob.

E' pur vero che dall'analisi effettuata emergono anche taluni elementi di debolezza – la definizione dei divieti permane troppo ampia; le sanzioni penali non risultano previste per illeciti più gravi rispetto a quelli puniti con sanzioni amministrative, come invece era richiesto dalla direttiva comunitaria; vi è una sostanziale equiparazione tra le condotte che configurano la manipolazione del mercato rispetto all'aggiotaggio, eccezion fatta per l'oggetto; inoltre sono stati posti obblighi di comunicazione di date operazioni a carico di soggetti che sono di norma terzi, per cui non solo potrebbero non conoscerle, ma oltretutto non risultano legati all'emittente da alcuna relazione giuridica, equiparando poi in tale ambito di maggiori obblighi comunicazionali le società di *rating* rispetto agli analisti finanziari. Tali elementi potrebbero essere corretti con un mirato ulteriore intervento normativo di revisione.

5. Bibliografia

- C. AMATUCCI, C. DI AMATO, *Insider Trading*, Milano, 1993.
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006.
- F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abuse directive*, in *Corriere Giuridico*, 2006.
- C. COMPORTI, *La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione*, in *Dir. Banca*, 2005, II.
- G. FANELLI, *Insider trading, informazioni sul mercato ed aspetti sostanziali e processuali penalistici in materia*, in *Riv. pen.*, n. 1, 2002.
- G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Rivista delle società*, 2004.
- F. FIECCONI, *La nuova disciplina del market abuse. L'insiders list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti*, in *Il Corriere giuridico*, 2006.
- S. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010.
- G. LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2005.
- F. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del D. Lgs. 58/1998*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2000.
- V. NAPOLEONI, *L'insider trading*, in C. SANTORIELLO, *La disciplina penale dell'economia*, Torino, 2008.
- S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008.
- M. C. QUIRICI, *Il nuovo regime sanzionatorio introdotto dal TUF. In particolare: i provvedimenti in caso di insider trading e agiotaggio*, in R. CAPARVI, *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, Milano, 2003.
- C. RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.
- T. E. ROMOLOTTI, *Recepimento della direttiva "Market Abuse" e nuove linee guida del CESR*, in *Le Società*, 2005.
- R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le società*, 2005.
- A. SAPONARO, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Le Società*, 2004.
- S. SEMINARA, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (III)*, in *Dir. pen. proc.*, 2006.
- M. SEPE, *La repressione degli abusi di mercato*, in F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010.
- F. SGUBBI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008.
- F. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, in F. SGUBBI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008.
- S. VINCENZI, *Mercato finanziario e direttive europee: le nuove regole in materia di market abuse, Opa e prospetti*, Roma, 2005.

LA NUOVA ARCHITETTURA FINANZIARIA EUROPEA

Gaetano Marino

Abstract: In una stagione in cui si succedono affannosamente provvedimenti statali di emergenza volti a scongiurare l'aggravarsi della crisi finanziaria, si rileva come si sia dato avvio ad un processo di riforme dirette a rafforzare la stabilità del sistema finanziario. L'esperienza della recente crisi, che ha evidenziato una pericolosa e distorta autoreferenzialità dei mercati rispetto ai pubblici poteri, ha portato al convincimento della necessità di un riordino dell'architettura di vigilanza e regolamentazione del sistema finanziario. In questo senso si è mossa l'Unione Europea, la quale, a partire dagli inizi del 2009, ha avviato un processo di revisione e modifica del proprio assetto istituzionale di supervisione finanziaria ricercando una tempestiva ed efficace gestione di eventuali potenziali rischi sistemici; supervisione basata sul coordinamento e cooperazione dei vari soggetti regolatori dei diversi settori finanziari. Tali misure, pur essendo meritevoli e rilevanti per l'eliminazione di tutte quelle degenerazioni e disfunzioni chiare sintomatologie di un capitalismo malato, non sembrerebbero essere idonee a far fronte ad alcune problematiche evidenziate con l'avvento della recente crisi. In realtà alcuni importanti aspetti relativi, in particolare, ad un effettivo coordinamento operativo ed informativo tra le autorità e gli utenti operanti nel settore finanziario devono essere ancora definiti per poter realizzare compiutamente il processo avviato.

Abstract: In a time where critical government measures follow one another in order to avoid current economic downturn being aggravated, it is noticed that a reform process has been originated for strengthening the stability of the international financial system. The current financial crisis, which has stressed a dangerous and distorted independence of markets compared with the government regulations, has pointed out the necessity of a reorganization of the architecture of worldwide financial supervision system. European Union has moved along this direction therefore it has started since 2009 a reform process of its financial supervision regulations by seeking a fast and effective method for managing potential risks of the European financial system. The supervision is based on the coordination and cooperation of the authorities of its member states in all financial sectors.

Despite European Union efforts, the adopted measures seem not to be suitable for solving some problems which have arisen during the current recession. Indeed some important issues related to an effective coordination (operative and informative) between government authorities and members of financial sectors are still unsolved in order to complete the reform process.

Parole chiave: Autorità di vigilanza, sistema finanziario integrato, regolamentazione, vigilanza macroprudenziale e microprudenziale, rischio sistemico, prociclicità.

Sommario: 1.Introduzione – 2.Gli effetti della recente crisi economica – 3.I nuovi assetti di regolazione e vigilanza macroprudenziale e microprudenziale – 4.(Segue) Elementi di criticità della riforma – 5.Conclusioni.

1. Introduzione

“Quae nocent, docent”.

Da sempre le crisi economiche ed i cicli di instabilità finanziaria sono spunto per nuovi interventi regolamentari.

La letteratura economico-giuridica¹ tende ad individuare come concause scatenanti delle varie crisi verificatesi nel corso della storia elementi quali: l’inadeguatezza della regolazione, la sottovalutazione di elementi di rischio e l’assenza di idonei strumenti cognitivi.

La recente crisi finanziaria e reale ha evidenziato taluni aspetti critici dell’economia del libero mercato – autoregolamentazione dei singoli, scarso esercizio dei pubblici poteri, coordinamento dei controlli a livello globale, dimensione internazionale degli operatori finanziari – che hanno inciso negativamente sul sistema finanziario e sull’economia di molti Paesi.

Al riguardo, l’instabilità che ne è derivata ha mostrato di essere capace di rivelarsi altamente contagiosa e complessa e capace di propagarsi rapidamente su scala globale nei vari settori del mercato. Ancora oggi alcuni segmenti di mercato sono scossi da forti tensioni e l’economia reale ha subito profonde ripercussioni.

Ed invero, è venuta meno la fiducia degli utenti nei mercati finanziari, quale elemento funzionale per i mercati. Più in particolare, la globalizzazione ha svolto un ruolo cruciale nell’espansione dei mercati, anche grazie allo sviluppo della tecnologia informatica e dei sistemi di comunicazione sociali sempre più sofisticati, facilitando altresì il dilagarsi della crisi. Da tale interconnessione dei mercati internazionali si è addivenuti alla formazione di un «Sistema Finanziario Globale», in cui agiscono attivamente operatori ed istituti di credito dei Paesi più industrializzati.

È evidente quindi l’esigenza di un coordinamento nella regolazione e nella vigilanza del sistema finanziario europeo e globale. In tal senso, la nuova architettura di vigilanza finanziaria europea, nata nel 2009 dal Gruppo di lavoro *de Larosière* ed entrata in vigore nel gennaio del 2011, è volta ad attuare misure di salvaguardia della stabilità finanziaria, attribuendo particolare importanza alla c.d. vigilanza macroprudenziale.

Ma tale riforma deve essere collocata in un’ottica globale.

L’*European Systemic Risk Board* e l’*European System for Financial Supervision* si collocano all’interno di un sistema di vigilanza finanziaria globale, strutturandosi intorno a tre principali istituzioni: (i) il G-20, (ii) il Fondo Monetario Internazionale ed (iii) il *Financial Stability Board*. Il G-20,

¹ Cfr. MUSSARI, *La crisi: le cause ed i provvedimenti*, in, *dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore. E ritorno?*, a cura di PISANESCHI, Torino, 2009; BORDO, *An historical prospective on the crisis*, in *Towards a New Framework for Financial Stability*, a cura di MAYERS, PRINGLE e TAYLOR Londra 2009, CAPRIGLIONE *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009.

quale organo politico, è competente a sovrintendere il generale funzionamento del sistema di regolazione finanziaria. Al Fondo Monetario spetta, inoltre, la funzione di monitoraggio del sistema finanziario globale per mezzo dell'applicazione degli *standards* elaborati insieme al *Financial Stability Board*, mentre quest'ultimo è competente, insieme al Fondo Monetario, nel predisporre un sistema di *early warning* di eventuali instabilità finanziarie (oltre ad essere preposto al coordinamento dell'attività degli operatori aventi una certa rilevanza sistemica ed operatività transnazionale).

2. Gli effetti della recente crisi economica

La crisi finanziaria, scoppiata ormai più di quattro anni fa, è stata ritenuta la più grave della storia recente².

Essa ha messo in evidenza gravi lacune della vigilanza finanziaria, la quale non si è dimostrata capace di prevenire ed evitare l'accumularsi di rischi eccessivi in alcuni punti del sistema finanziario; in detto contesto è emersa, altresì, l'insufficienza di una vigilanza macroprudenziale, avvertita in particolare negli Stati Uniti.

Dal luglio del 2007 si è registrato il propagarsi di un fenomeno di instabilità che si è mostrato particolarmente contagioso e complesso, determinando il venir meno della fiducia degli investitori nei mercati.

In tale contesto, l'economia mondiale ha subito ingenti danni dovuti dalle ripercussioni della crisi ed ancora oggi alcuni settori della finanza sono scossi da forti tensioni. La ripresa è ancora oggi incerta, lenta e disomogenea.

Nell'ultimo triennio tale periodo di instabilità e, soprattutto, di bassa crescita ha ampliato il disavanzo pubblico nell'insieme dei Paesi più sviluppati, facendo così scaturire le crisi di debitori sovrani, in particolare Grecia ed Irlanda, con conseguente intervento degli aiuti finanziari dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale (ad esempio, il Portogallo ha concluso accordi con l'Unione Europea e con il Fondo Monetario Internazionale al fine di ricevere 78 miliardi di prestiti in cambio di un rigoroso programma di risanamento dei conti pubblici). Per quanto riguarda la realtà economica finanziaria del nostro Paese sono emerse rilevanti problematiche.

Seppur in un quadro di incerto miglioramento macroeconomico, si evidenziano ancora alcune fragilità dovute dalle interconnessioni delle economie nazionali, tuttora caratterizzate da una accentuata disomogeneità dei fattori di crescita³.

I Governi e le Autorità Centrali, nell'ottica di ricercare il miglioramento della situazione economica, volta alla riduzione di ulteriori rischi sistemici, hanno attuato una politica d'intervento incentrata su immissioni di liquidità e rafforzamento patrimoniale dei grandi operatori finanziari; tutto ciò, imponendo ulteriori garanzie riguardo a determinati tipi di attività finanziarie.

² Cfr. TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, in Convegno inaugurale del Master di Finanza avanzata della Scuola di Alta Formazione dell' I.P.E., Napoli, 2011.

³ Per i primi mesi anno 2011, cfr. DRAGHI *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, Verona 26 febbraio 2011.

In tale ambito si auspica il ritorno a condizioni di stabilità tali da essere la base per un nuovo periodo di sviluppo.

Il contesto di forte squilibrio ha denotato una prevalenza incontrollata della finanza rispetto al diritto, inteso come forma di controllo e di regolazione, ed all'economia reale, con la conseguenza che i sistemi economici nazionali si sono rivelati incapaci di reagire prontamente al verificarsi delle instabilità e delle criticità del sistema finanziario⁴.

I recenti eventi patologici scaturiti dalla crisi finanziaria hanno sicuramente fatto venire meno tutte le certezze mosse da un sistema finanziario caratterizzato dalla supremazia del libero mercato - nato da una estremizzazione della concezione degli epigoni delle teorie di Smith - secondo le quali i mercati sarebbero strutture auto-correttive, in grado di gestire e valutare i rischi in modo più efficace rispetto agli stessi operatori tanto da poter prevenire eventuali fallimenti⁵.

Tornando alle cause che hanno originato la crisi, queste possono riassumersi in fallimenti della politica macroeconomica, in fallimenti del mercato e in fallimenti della regolazione, della supervisione e della gestione della crisi. Per quel che concerne gli aspetti macroeconomici, la forte crescita macroeconomica avutasi negli anni Novanta, caratterizzata dall'abbondanza di liquidità e da bassi tassi di interesse, è stata uno dei fattori principali dello scatenarsi delle instabilità.

Proprio negli Stati Uniti la presenza di ridotti tassi di interesse ha contribuito alla creazione della bolla finanziaria nel campo immobiliare. Infatti, gli abusi finanziari sono stati il frutto del tentativo da parte dell'amministrazione americana di realizzare una politica pubblica, come quella della abitazione di proprietà per le famiglie a basso reddito, per mezzo dell'approvazione nel 2003 dell'*American Dream Downpayment Act*⁶, intervento legislativo che permetteva l'acquisto di abitazioni interamente finanziate con prestiti, agevolando l'emissione di mutui⁷ senza tenere una misura adeguata dei rischi.

Nel contempo, l'espansione del credito statunitense è stato determinato anche dall'afflusso di ingenti capitali da parte di Paesi come Cina ed Arabia Saudita, i quali acquistando moneta e titoli statunitensi finanziavano, e quindi permettevano, il perdurare degli squilibri. Tali squilibri, unitamente a politiche monetarie espansive avutesi in tutti i principali Paesi, hanno portato ad un eccesso di liquidità a livello globale. Ciò posto, l'elevata offerta di denaro, in concomitanza alla drastica riduzione dei premi di rischio, ha fatto sì che si ingenerasse la volontà negli investitori di ricercare rendimenti più elevati per mezzo di prodotti finanziari altamente complessi e rischiosi, caratterizzati da una elevata leva finanziaria.

Tali fattori hanno condotto gli operatori di mercato, in cerca di rendimenti più elevati, verso

⁴ Cfr. MARENGHI, *Il diritto ai tempi della crisi: la regolazione possibile*, in Riv. Dir. Pubbl. comunit., 2010, n. 1. Pag. 145.

⁵ Cfr. FAZIO, *Razionalità economica e solidarietà*, Roma, 1996, p. 9.

⁶ Dal 2000 fino a metà del 2005, il valore del mercato degli immobili crebbe del 50%. La MERRILL LYNCH & CO. INC. stimò che circa la metà della crescita del Pil americano nella prima metà del 2005 era stata causata dagli investimenti degli immobili, sia direttamente attraverso l'edilizia abitativa, sia tramite acquisti legati ad essa.

⁷ Negli Stati Uniti la percentuale del risparmio privato scese da 7% del reddito disponibile nel 1990, a meno zero nel 2005 e 2006. Il credito al consumo ed i mutui ipotecari registrarono conseguentemente una rapida espansione. In particolare l'espansione dei mutui *subprime* negli Stati Uniti crebbe in misura considerevole, da 180 miliardi USD nel 2001 a 625 miliardi USD nel 2006.

operazioni più rischiose e verso l'aumento del proprio indebitamento. In aggiunta, la sovrastima delle capacità degli operatori è stata ingenerata anche dai principi contabili, i quali portavano a ritenere che i rischi potessero essere in diminuzione e che i risultati finanziari, invece, aumentassero in maniera certa e continua.

Nel corso del 2006 le pressioni inflazionistiche dell'economia americana hanno costretto il Governo ad imporre una stretta della politica monetaria aumentando i tassi di interesse; mentre nel luglio 2007 la bolla immobiliare statunitense è esplosa. L'accumularsi delle perdite dei *subprime* ha portato all'instabilità generalizzata dei mercati di credito, con conseguente perdita di fiducia nei mercati da parte degli investitori. Tuttavia il carattere pro ciclico della regolazione ha rivelato la propria incidenza.

Ed invero, gli intermediari, al verificarsi delle prime turbolenze, hanno iniziato a cedere le proprie attività o a ridurre i prestiti a causa dell'eccessiva leva finanziaria assunta al fine di mantenere i livelli patrimoniali dettati dalla regolamentazione. Tutto questo si è tradotto in una stretta di liquidità dovuta, da un lato, dalla continua ma infruttuosa ricerca di capitali freschi da parte delle banche, dall'altro, dalla sottostima che alcuni grandi operatori finanziari hanno avuto riguardo i processi di trasformazione delle scadenze.

L'irrigidirsi della offerta di credito ha, inoltre, portato gli stessi intermediari finanziari a ricercare liquidità, sotto forma di finanziamenti, da parte di fondi sovrani e da parte degli stessi Governi nazionali, favorendo così il dilagare della crisi a livello globale.

I fallimenti del mercato hanno evidenziato come l'evolversi della finanza strutturata, con l'introduzione nel sistema di strumenti sempre più sofisticati e caratterizzati da un elevato *leverage*, abbia fatto sì che i rischi si trasmettessero pericolosamente e celermente all'interno del sistema finanziario globale. Occorre, inoltre, evidenziare come il passaggio dal modello di *originate and hold* al modello di *originate and distribute* abbia fortemente minato la stabilità dei sistemi finanziari nazionali e del sistema globale integrato, in quanto le istituzioni finanziarie, erogando credito per cederlo (anziché tenerlo), non avevano più interesse a selezionare una clientela che si contraddistinguesse da un buon merito creditizio.

La funzione dell'*originate and hold* (origina e trattieni) è da ritenersi la naturale funzione della banca di erogare credito sotto forma di finanziamenti e trattenerli nel bilancio fino alla scadenza.

Viceversa, l'*originate and distribute* (c.d. origina e distribuisci), è da ritenersi, invece, una funzione di raccolta ed erogazione del credito più azzardata, volta ad una finalità lucrativa immediata in grado di generare più alti profitti, per nulla attenta al merito creditizio, spesso oggetto di operazioni - come le cartolarizzazioni - poste in essere per tenere fuori bilancio i rischi assunti.

Inoltre è venuta meno, da parte degli operatori finanziari, l'attività di *screening* e *monitoring* sulle proprie controparti, facendo prevalentemente affidamento sui giudizi emessi dalle agenzie di *rating*.

Il contributo di queste ultime alla riduzione della percezione del rischio di credito è stato determinante, a causa dell'attribuzione di classificazioni elevate a prodotti finanziari strutturati, quali i CDO o MBS, attribuendo loro lo stesso merito dato ai titoli pubblici ed obbligazioni ordinarie. La maggiore sottostima da parte delle agenzie di rating ha riguardato proprio i prodotti strutturati assistiti da garanzie reali dei mutui *subprime* americani.

La mancata valutazione dei rischi è stata frutto anche dei malfunzionamenti del sistema di *check and balance* interni alle *governance* societarie. A ciò aggiungasi, la mancanza da parte degli esponenti aziendali e di controllo nel comprendere le caratteristiche dei prodotti finanziari altamente complessi da essi trattati (che ha fatto sicuramente sottostimare i rischi che andavano assumendosi nella gestione dell'attività sociale).

Inoltre, le politiche remuneratorie *ante* crisi dei vertici aziendali erano strettamente correlate all'espansione ed al rendimento a breve termine degli investimenti, piuttosto che a lungo termine. Ciò ha portato alla realizzazione di operazioni poco attente all'esposizione al rischio, dovute anche alle pressioni che gli azionisti esercitavano sui dirigenti (al fine di spingerli ad aumentare il valore delle azioni e l'importo dei dividendi a favore degli investitori).

Ciò che ha maggiormente messo in evidenza la crisi finanziaria è stato, da un lato, l'inadeguatezza della supervisione sia a livello dei singoli operatori che a livello istituzionale, dall'altro una sistematica sottostima dei rischi assunti dalle società finanziarie a causa di incentivi e di modelli imprenditoriali poco prudenti.

L'estrema complessità di alcuni prodotti finanziari⁸ e l'utilizzo distorto di strumenti della finanza, quali le cartolarizzazioni o altri prodotti della finanza strutturata, che in linea di principio contribuivano a rafforzare la stabilità degli intermediari e dei sistemi, ha portato ad una sottovalutazione dei rischi.

Tramite le cartolarizzazioni, infatti, le banche sono solite «riconfezionare» i prestiti, soprattutto i mutui ipotecari, per rivenderli, liberando così capitali da destinare a nuove operazioni di finanziamento; tale processo viene considerato una evoluzione assolutamente positiva dell'innovazione finanziaria, proprio perché consente una redistribuzione dei rischi all'interno dei vari settori del mercato.

In tale ambito, il mercato dei derivati ha registrato una indiscussa espansione, con conseguente proliferare dei veicoli fuori bilancio, divenendo causa di propagazione della crisi. Se da un lato alcune tipologie di derivati hanno contribuito ad innalzare l'assunzione di rischio, altri invece hanno favorito la diffusione e distribuzione all'interno dei vari settori del mercato.

Nella recente crisi si è aggiunta, inoltre, l'incapacità delle autorità statunitensi di prevenire il deterioramento delle condizioni di concessione dei prestiti ipotecari, e la mancanza, da parte delle autorità di controllo europee, di valutare quanto i rischi dei mutui *subprime* potessero contagiare gli operatori europei; ovvero non vi è stata coscienza da parte degli operatori europei di esposizioni elevate verso attività finanziarie complesse diventate in seguito illiquide.

A seguito delle perdite registrate, la qualità e quantità del capitale degli intermediari si è rivelata insufficiente.

Gli *standards* di Basilea hanno in parte perso la propria funzione di *benchmark* riguardo la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale, spostando l'attenzione solo sul capitale ordinario.

⁸ Si veda il diffondersi del modello «*originate to distribute*». Infatti data la complessità di tali prodotti, confondendo la relazione tra mutuante e mutuatario, si distoglieva l'attenzione sulla capacità del mutuatario di pagare per un prestito. Un mutuante che sapeva sin dall'inizio del rapporto che il rischio di controparte si sarebbe trasferito tramite un titolo assistito da garanzia ipotecaria, *mortgage backed security* MBS o *collateralised debt obligations* CDO, non aveva alcun incentivo a garantire standard di debito elevati.

Va ricordato come alcuni grandi operatori, i c.d. *big five*⁹, erano soggetti a regole meno stringenti di quelle definite dagli Accordi di Basilea, in virtù di alcune caratteristiche strutturali non proprio bancarie.

Si è presa piena coscienza, quindi, dell'effettiva esistenza del rischio sistemico: la stretta interconnessione tra gli operatori ha dimostrato come le ripercussioni possano essere gravi e facilmente trasmissibili proprio in virtù dell'esistenza di particolari intermediari *cross-border*, che per le proprie dimensioni e per la propria operatività transnazionale hanno facilitato il contagio tra i vari sistemi finanziari nazionali.

Inoltre, i grandi conglomerati finanziari, che svolgono simultaneamente funzioni di banca commerciale e di *investment bank*, pongono in essere taluni aspetti critici in merito al conflitto di interessi tra le due attività, parzialmente risolto per mezzo di una "semplice" distinzione regolamentare.

In tale contesto è emersa la mancanza di una vigilanza e di una normativa capace di contenere tali pressioni.

Le politiche attente ai requisiti patrimoniali delle banche hanno fatto largo affidamento sulla capacità di gestione del rischio di queste ultime, oltre che sull'adeguatezza dei sistemi di *rating*. In realtà proprio tali operazioni si sono rivelate fonte di instabilità.

A tal riguardo si è presa coscienza di una mancata attenzione all'impatto degli *shock* finanziari sull'andamento generale dei settori di mercato, poiché le azioni di vigilanza erano per lo più incentrate sulle singole imprese.

Tali situazioni sono state chiari sintomi di una limitata capacità dell'azione di vigilanza sia a livello domestico che a livello mondiale.

Le Autorità di vigilanza finanziaria si sono rese colpevoli del fatto di non essere state sufficientemente attente alla magnitudine complessiva della leva finanziaria, non valutando esaurientemente natura ed entità dei rischi assunti dagli operatori, oltre a non condividere tali informazioni con le loro controparti degli altri Stati.

La regolamentazione e la vigilanza non orientate alla microprudenzialità dei singoli istituti finanziari, hanno poi completamente distolto l'attenzione sugli squilibri macroprudenziali, anche a causa della forte concorrenza tra gli stessi ordinamenti finanziari.

Negli anni precedenti la crisi, in molti Paesi era stato avviato un processo di *deregolamentazione* che, sotto la spinta di una eccessiva autoregolazione capace di valutare e gestire i rischi, ha generato da un lato una crescita della produttività, dall'altro una manchevole valutazione degli eventuali fallimenti del mercato.

Va osservato che la debolezza della regolazione finanziaria, a partire dagli anni Novanta, ha reso altresì possibile lo sviluppo di un sistema finanziario parallelo e non controllato (*hedge funds*, fondi monetari etc.), quale risposta elusiva agli stessi vincoli sul capitale delle banche e sulle attività tradizionali.

Alla luce di quanto accaduto si è arrivati a ritenere che una regolamentazione appropriata debba essere dettata anche per questi soggetti, visto il loro potenziale impatto sistemico, in

⁹ Delle cinque «big five» dell'*investment banking* Usa sono sopravvissute solo GOLDMANN SACHS e MORGAN STANLEY, mentre BEAR STEARNS e MERRILL LYNCH sono state assorbite rispettivamente da JP MORGAN e BANK OF AMERICA, mentre WACOVIA è stata assorbita da WELLS FARGO. Hanno resistito anche CITIGROUP e AIG.

particolare prevedendo requisiti patrimoniali in materia di negoziazione per proprio conto e di accurata informazione riguardo il *leverage* assunto.

L'esperienza della recente crisi finanziaria, frutto di una interazione dei fallimenti di mercato e degli squilibri finanziari e monetari mondiali, nonché di una regolamentazione inadeguata in un'ottica macroprudenziale, ha spinto il sistema finanziario internazionale a rafforzare la stabilità finanziaria e la tutela dei consumatori, in modo da poter fronteggiare nuove crisi sistemiche.

Concludendo sul punto, gli interventi avviati si strutturano su di una concezione della regolazione diretta a perseguire la stabilità dei sistemi finanziari e dei sistemi economici degli Stati: una stabilità che «costituisce un valore di cui beneficia tutta la collettività; rappresenta un obiettivo per un Paese civile ed una economia giusta».¹⁰

3. I nuovi assetti di regolazione e vigilanza macroprudenziale e microprudenziale.

Come evidenziato nel precedente paragrafo, la crisi è da ritenersi il frutto dell'interazione di vari fallimenti del mercato, di squilibri monetari e finanziari, ma soprattutto dell'inadeguatezza dell'assetto di regole incapaci di evitare effetti negativi che si sono ripercossi anche sull'economia reale globale.

La disamina delle cause della crisi ha portato al convincimento dei legislatori nazionali e sovranazionali della necessità di un riordino dell'architettura della vigilanza e della regolamentazione del sistema finanziario. I sistemi di riforma intrapresi da Stati Uniti ed Europa si muovono verso la necessità di una vigilanza poliarchica globale basata su un effettivo coordinamento programmatico, informativo e regolamentare.

In tale contesto, nel 2009, la Commissione Europea, grazie alle proposte formulate dalla commissione di esperti presieduta da *de Larosière*, ha dato avvio ad una serie di importanti progetti legislativi al fine di rafforzare la vigilanza sul sistema finanziario europeo. Più in particolare, le linee guida del Rapporto *de Larosière* sono state fatte confluire nella "Comunicazione della Commissione sulla vigilanza finanziaria"¹¹, poi approvate e fatte oggetto di sollecitazione a proposte normative dal Consiglio Ecofin riunitosi a Lussemburgo il 9 giugno 2009¹². Il Consiglio del 18 - 19 giugno 2009¹³ aveva confermato le comunicazioni e le conclusioni della

¹⁰ Cfr. FAZIO, *Lectio doctoralis, elogio della stabilità della moneta*, Macerata, 13 dicembre 1996.

¹¹ Si v. Comunicazione della Commissione sulla vigilanza finanziaria europea, 27 maggio 2009, COM(2009) 252def.

¹² Cfr. ECOFIN, *Council conclusions on strengthening EU financial supervision*, Lussemburgo, 9 giugno 2009.

¹³ La Commissione, inoltre, aveva condotto due consultazioni pubbliche sull'intero pacchetto di riforma. Una prima consultazione, del 10 aprile 2009, è stata effettuata a seguito del Rapporto *de Larosière* al fine di ottenere un apporto alla comunicazione della Commissione sulla vigilanza finanziaria in Europa pubblicata il 27 maggio 2009. Una seconda consultazione, condotta tra il 27 maggio ed il 15 luglio 2009, aveva invitato tutti gli operatori del sistema finanziario ed i loro organismi di rappresentanza, le Autorità di vigilanza, nonché le parti interessate, a formulare proprie osservazioni sulle riforme, presentate più nel dettaglio, nella comunicazione del maggio 2009.

Commissione, nonché il “pacchetto supervision”¹⁴ dell’Ecofin; tutto ciò aveva aperto la strada ad una stagione di riforma dell’assetto istituzionale della vigilanza finanziaria europea, con il coinvolgimento diretto della Commissione al fine di formulare proposte legislative e rendere operativo il nuovo sistema nel corso del 2010.

La Commissione europea aveva infatti presentato nell’ottobre del 2009 la proposta di direttiva *omnibus I*¹⁵, cui è seguita nel gennaio 2010 la direttiva *omnibus II*¹⁶: entrambe le direttive hanno definito le aree di intervento delle future Autorità di vigilanza europee, consentendo a ciascuna di queste di poter intervenire sul piano regolamentare nel settore di propria competenza, al fine di ricercare una effettiva armonizzazione di vigilanza regolamentare a livello comunitario. Tali proposte¹⁷ sono poi passate al vaglio del Consiglio e del Parlamento Europeo per poter poi entrare in vigore nel gennaio del 2011¹⁸.

Dal gennaio 2011, quindi, anche l’Europa si è dotata di un sistema di supervisione finanziaria

¹⁴ Votato dalla Commissione per gli Affari economici e monetari del Parlamento Europeo il 10 maggio 2010. Oltre ai regolamenti istitutivi delle Autorità componenti l’intero assetto della nuova vigilanza europea, conteneva oltre 3000 emendamenti che richiedevano, per esempio, la creazione di specifici fondi per aiutare sistematicamente le banche aventi una certa rilevanza in caso di perturbazioni, norme più rigide per obbligare le Autorità nazionali ad accogliere le raccomandazioni degli organi di supervisione europei e la possibilità per questi ultimi di imporre le proprie soluzioni in caso di conflitto.

¹⁵ Presentata dalla Commissione contestualmente ai regolamenti che istituivano le Autorità di vigilanza europee al fine di garantire il corretto funzionamento del quadro proposto in materia di Autorità di vigilanza e volta a definire l’ambito di applicazione appropriato degli standard tecnici come ulteriore strumento per la convergenza in materia di vigilanza, integrare la funzione di mediazione e di risoluzione delle controversie delle autorità, snellire e integrare i diversi testi legislativi nell’ambito di una nuova architettura della vigilanza.

I testi legislativi modificati dalla prima direttiva *omnibus* riguardano soprattutto il settore mobiliare e bancario (le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sui requisiti patrimoniali, la direttiva 2002/87/CE sui conglomerati finanziari, la direttiva 2003/41/CE sugli enti pensionistici aziendali o professionali, la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato, la direttiva 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari, la direttiva 2003/71/CE sul prospetto, la direttiva 1998/26/CE sul carattere definitivo del regolamento, la direttiva 2004/109/CE sulla trasparenza, la direttiva 2005/60/CE antiriciclaggio e la direttiva 2009/65/CE sugli organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari.

¹⁶ Introduce modifiche alle direttive 2003/71/CE (cd. Prospetto) e 2009/138/CE (cd. Solvibilità II), al fine di specificare l’esercizio di alcuni poteri dell’EIOPA (l’autorità delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell’ESMA (l’autorità degli strumenti finanziari e dei mercati). In particolare, per quanto concerne l’EIOPA, l’articolo definisce:

- le aree in cui l’Autorità potrà proporre norme tecniche tese ad accelerare la convergenza fra i controlli e in vista dello sviluppo di un “corpo unico di regole” a livello europeo;
- le modalità per dirimere le controversie tra autorità competenti in situazioni transfrontaliere;
- gli emendamenti necessari per adattare le direttive esistenti alla creazione delle nuove autorità. La proposta legislativa, inoltre, rinvia ufficialmente la data di recepimento della direttiva Solvibilità II da parte degli Stati membri al 31 dicembre 2012 e la sua entrata in vigore al 1° gennaio 2013 in coincidenza con la fine dell’esercizio finanziario per la maggior parte delle imprese assicuratrici. Tutte le misure di attuazione vengono trasformate in atti delegati (art. 290 del Trattato dell’Unione) con il conseguente maggior coinvolgimento del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹⁷ Si vedano, proposta di regolamento relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario europeo e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico COM(2009)499def; la proposta di decisione che affida alla BCE compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico COM(2009)500def; la proposta di regolamento che istituisce l’Autorità bancaria europea COM(2009)501def; proposta di regolamento che istituisce l’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali COM(2009)502def; la proposta di regolamento che istituisce l’Autorità europea degli investimenti finanziari e dei mercati COM(2009)503def.

¹⁸ G.U. n. L 331 del 15/12/2010.

volta ad individuare e gestire tempestivamente gli eventuali rischi potenziali; supervisione basata sulla cooperazione e sul coordinamento della vigilanza delle Autorità nazionali.

La nuova *governance* della vigilanza finanziaria proposta dalla Commissione si struttura su due pilastri: l'istituzione dell'*European Systemic Risk Board* (ESRB)¹⁹, deputato alla vigilanza macroprudenziale ed alla diffusione di raccomandazioni e segnalazioni, ove necessario; l'istituzione dell'*European System for Financial Supervision* (ESFS), costituito da un *network* delle Autorità nazionali al quale si aggregano tre nuove Autorità europee, ognuna competente di uno specifico settore, deputate alla salvaguardia delle singole imprese e degli investitori.

La base giuridica della riforma è stata individuata dalla Corte di Giustizia²⁰ nell'art. 114 del TFUE, *ex art.* 95 del Trattato CE. In realtà, tale interpretazione è dovuta al tentativo di dare valorizzazione alla vigilanza finanziaria a livello sovranazionale, lasciando impregiudicato il mantenimento delle competenze nazionali delle Autorità, in attuazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità dettati dall'art. 5 del Trattato.

Vigilanza sovranazionale che, ai sensi dell'art. 114 del TFUE, ricoprirebbe un ruolo volto al riavvicinamento ed alla armonizzazione delle legislazioni dei singoli Stati membri per mezzo della creazione di un *rulebook* di valenza comunitaria, il quale garantisca l'istituzione ed il buon funzionamento del mercato interno europeo.

La crisi finanziaria ha evidenziato come la disciplina comunitaria attribuisse ben poca importanza alla vigilanza macroprudenziale, essendo demandata all'esercizio delle diverse Autorità nazionali, risultando, inoltre, fin troppo frammentata e ben poco adeguata in termini di coordinamento. Non esisteva quindi un sistema atto a garantire che i rischi macroprudenziali potessero essere preventivamente individuati e che eventuali raccomandazioni o segnalazioni fossero emesse e formulate in modo da garantire, grazie al loro recepimento, una armonizzazione tra i vari ordinamenti degli Stati membri.

Lo schema *de Larosière*, nonché tutte le successive proposte, hanno previsto l'istituzione di un organismo specifico, lo *European Systemic Risk Board* (ESRB), responsabile della vigilanza macroprudenziale, competente ad identificare eventuali rischi per la stabilità finanziaria e, se del caso, emettere segnalazioni e raccomandazioni per l'adozione di provvedimenti per far fronte a tali rischi²¹.

¹⁹ Istituito con Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento Europeo del 24 novembre 2010.

²⁰ Cfr. sentenza della Corte di Giustizia nella causa C-217/04, punto 44, (Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord/Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea) disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu. La Corte di giustizia dell'Unione europea ha statuito che “*nulla nel tenore testuale dell'articolo 95 CE [attuale articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE)] permette di concludere che i provvedimenti adottati dal legislatore comunitario sul fondamento di tale disposizione debbano limitarsi, quanto ai loro destinatari, ai soli Stati membri. Può infatti rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l'istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti*”.

²¹ In merito alla valutazione del rischio sistemico la relazione del FMI, della BRI e del FSB del 28 ottobre 2009, presentata ai ministri delle finanze del G20 e ai governatori delle banche centrali, “*Orientamento per valutare l'importanza sistemica degli istituti finanziari, dei mercati e degli strumenti: considerazioni iniziali*”, ha affermato che la valutazione del rischio sistemico può variare a seconda dell'ambiente economico, dalle differenti disposizioni normative in materia di gestione delle crisi. La relazione delinea tre criteri fondamentali per l'individuazione di rischi sistemici per mercati e istituti: la dimensione (il volume dei servizi finanziari forniti dalla singola componente del sistema finanziario), la sostituibilità (la misura in cui altre componenti del sistema possono fornire gli stessi servizi in caso di guasto) e

L'istituzione del Comitato per il Rischio Sistemico deve individuarsi nell'accoglimento di quelle istanze provenienti dagli operatori ed utenti del sistema finanziario.

L'azione di vigilanza prudenziale, nel periodo *ante* crisi, si era rivolta per lo più a livello microprudenziale, nel valutare i bilanci dei singoli operatori e non aveva preso in debita considerazione quelle interconnessioni tra i singoli istituti e ed il sistema finanziario.

Ecco che l'attività che caratterizza lo ERSB è proprio la valutazione ed il monitoraggio dei rischi potenziali per la stabilità di singoli settori e del mercato nel suo complesso.

Nell'affrontare tali rischi lo ERSB, inoltre, garantirebbe una vigilanza integrata all'interno dell'Unione, in quanto ricoprirebbe il ruolo di attore necessario per la promozione di provvedimenti politici tempestivi e coerenti con gli Stati membri, garantendo altresì una armonizzazione delle legislazioni per l'instaurazione ed il buon funzionamento del mercato interno.

L'attività di vigilanza del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico dovrà poi integrarsi all'interno di una struttura di vigilanza internazionale, in particolare con il Fondo Monetario Internazionale ed il *Financial Stability Board*, nonché con tutte le Autorità di vigilanza nazionali competenti, le quali dovrebbero emettere segnalazioni tempestive al verificarsi di rischi macroprudenziali che possano quindi avere ripercussioni a livello mondiale.

Giova evidenziare come il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico sia stato istituito come organismo privo di personalità giuridica, proprio per garantire l'adozione di tutte le misure relative ad un'armonizzazione delle discipline legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri.

In realtà il mancato riconoscimento in capo al Comitato per il Rischio Sistemico di una personalità giuridica è dato dall'attribuzione della responsabilità di svolgere la vigilanza macroprudenziale alla BCE/SEBC. Infatti, ai sensi dell'art. 127 del TFUE, *ex* art. 105 TCE, si prevede la possibilità che il Consiglio abbia la facoltà, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione, previa consultazione della BCE e previo parere del Parlamento europeo, di affidare alla BCE compiti specifici in materia macroprudenziale.

Si evince come in tale contesto il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico svolga la propria azione di vigilanza sotto l'egida e con il supporto logistico amministrativo della BCE.

I poteri attribuiti allo ERSB non hanno alcuna natura vincolante, ma al contrario consentono, in virtù dell'elevata *expertise* ed autorevolezza che lo contraddistinguono, di influenzare i responsabili politici e le Autorità di vigilanza dei singoli Stati membri. A tal fine, lo ERSB fornisce valutazioni riguardanti la situazione macroprudenziale del sistema finanziario europeo, formulando, se vi sia presenza di eventuali rischi sistemici, raccomandazioni che individuino gli squilibri del sistema in grado di accrescere le instabilità ed indicare le adeguate misure correttive.

Destinatari delle segnalazioni e raccomandazioni (*ex* art. 16), aventi natura generale, possono

l'interconnessione (collegamenti con altre componenti del sistema). La valutazione strutturata su questi tre parametri dovrebbe essere temperata dalle capacità del quadro istituzionale di affrontare fallimenti finanziari e dovrebbe tener conto di un'ampia gamma di fattori aggiuntivi quali, tra gli altri, la complessità delle strutture specifiche e dei modelli di *business*, il livello di autonomia finanziaria, l'intensità e l'ambito della vigilanza, la trasparenza delle disposizioni e dei collegamenti finanziari che possono incidere sul rischio globale degli istituti.

essere l'intera Comunità, Stati membri, o gruppi di Stati membri. Tali raccomandazioni dovranno essere trasmesse attraverso il Consiglio e, se necessario attraverso le singole autorità dello *European System for Financial Supervision*.

Alla luce delle relazioni ricevute dai destinatari delle raccomandazioni lo ESRB ne verifica l'effettivo risultato, in quanto i destinatari hanno l'obbligo di agire sulla scorta delle stesse o di essere in grado di fornire adeguate giustificazioni in caso di non applicazione, in attuazione dell'obbligo dell'*act or explain* (art. 17).

L'attività di vigilanza esercitata dallo ERSB è basata sul *monitoring* di un'ampia gamma di dati ed indicatori macroeconomici e microfinanziari, i quali vengono forniti dalle Autorità europee, dalle banche centrali europee e dagli Stati membri (art. 15). L'attività di monitoraggio e di valutazione di eventuali rischi sistemici si basa su un'attività di raccolta e di scambio di flussi informativi necessari allo svolgimento delle proprie funzioni, mantenendo, se necessario, la riservatezza di tali dati.

La funzione di vigilanza risulta, quindi, essere il giusto connubio tra dati informativi provenienti dalle Autorità di vigilanza, e accoglimento delle istanze, per mezzo di consultazioni, provenienti dai soggetti del settore privato. In tal senso si cerca di rendere quanto più possibile attiva la partecipazione degli operatori finanziari al fine di meglio comprendere le evoluzioni dell'intero sistema finanziario.

L'organizzazione interna del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico si compone in un consiglio generale, un comitato direttivo, ed un segretario.

Il consiglio generale (*General Board*) di cui all'art. 6, è l'organo decisionale competente ad adottare segnalazioni e raccomandazioni. I membri con diritto di voto sono i governatori delle Autorità nazionali di vigilanza, il presidente ed il vicepresidente della BCE, un membro della Commissione Europea, i tre presidenti delle tre Autorità europee di vigilanza.

I membri privi di diritto di voto sono un rappresentante di alto livello per Stato membro delle competenti Autorità nazionali di vigilanza ed il presidente del Comitato economico e finanziario. Il Presidente del Consiglio generale è eletto tra i membri del consiglio generale dello ERSB e della BCE, rimane in carica per cinque anni, e presiede il consiglio generale ed il comitato direttivo (art. 5).

Nel loro *agere* i membri dovranno essere imparziali (art. 7), per il fatto che non sempre gli interessi degli Stati membri coincidano con la *mission* dello ERSB: perseguire la stabilità del sistema finanziario europeo.

Il Consiglio generale è assistito nel procedimento decisionale dal comitato direttivo (art. 11). Quest'ultimo ha competenza riguardo alla preparazione delle riunioni del Consiglio generale, esamina i fascicoli che saranno oggetto di discussione e sorveglierà l'andamento dei lavori in seno allo ERSB.

Esso è composto dal presidente e vicepresidente del consiglio generale, dai presidenti delle tre autorità europee di vigilanza, dal presidente del Comitato economico e finanziario, da un membro della Commissione e da cinque membri del consiglio generale, membri altresì del consiglio generale della BCE.

Il segretario dello ERSB è designato dalla BCE, esso è competente ad assicurare l'assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica necessarie allo svolgimento dei compiti dello ERSB, fornendo altresì il proprio sostegno ai lavori del comitato tecnico consultivo,

quest'ultimo, dal canto suo, assiste il Consiglio generale su questioni che rientrano nelle competenze dello ERSB.

La struttura interna dell'organismo è un fattore basilare per l'efficienza dell'azione di vigilanza esercitata dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico. Essa si sostanzia per la presenza di una significativa rappresentanza delle Banche centrali nazionali, le quali, nella maggior parte degli ordinamenti nazionali, sono investite di una responsabilità in materia di vigilanza macroprudenziale. Inoltre, la partecipazione di un membro della Commissione e del presidente del Comitato economico e finanziario evidenziano una volontà della politica di creare un legame diretto con la vigilanza macroeconomica e finanziaria volta alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario europeo.

Tale legame diretto si concretizza anche negli obblighi di *accountability* del Comitato per il Rischio Sistemico, essendo tenuto a presentare una relazione riguardante l'esercizio delle proprie funzioni macroprudenziali al Consiglio ed al Parlamento europeo almeno una volta l'anno, o qualora lo richiedano le esigenze di intervento, visto il verificarsi di eventuali instabilità finanziarie.

Il secondo pilastro su cui si fonda la riforma del sistema europeo di vigilanza è rappresentato dalla rete di supervisori finanziari *European System of Financial Supervision* (ESFS) composto da tre Autorità europee (ESAs): *European Banking Authority* (EBA)²², *European Insurance and Occupational Pension Authority* (EIOPA)²³, *European Securities and Markets Authority* (ESMA)²⁴.

L'azione esercitata dalle Autorità europee è volta a contribuire, nel complesso, al miglioramento del funzionamento del mercato interno europeo – soprattutto a livello regolamentare e di vigilanza -, a tutelare gli utenti del settore di mercato di propria competenza, a perseguire e garantire l'integrità, l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario, nonché a realizzare l'effettivo coordinamento internazionale della vigilanza.

In realtà bisogna partire dalla considerazione che il sistema finanziario è per propria natura mutevole ed in perenne evoluzione e proprio per questo, al fine di salvaguardarne la stabilità, è necessario individuare quelle che sono le tendenze, i rischi prudenziali e le vulnerabilità a livello macroprudenziale, transfrontaliero ed intersettoriale.

L'attività delle Autorità europee si sostanzia quindi nella valutazione e nella sorveglianza delle evoluzioni del mercato finanziario nel proprio settore di competenza (art. 32), dandone informazione al Parlamento europeo, al Consiglio ed alla Commissione, nonché alle altre Autorità europee e nazionali ed al Comitato per il Rischio Sistemico.

Il modello adottato per la supervisione finanziaria europea impone una collaborazione ed un coordinamento delle Autorità europee e nazionali volto a perseguire una omogeneizzazione degli ordinamenti finanziari dei singoli Stati membri (art. 31).

Le Autorità europee sono organismi dotati di personalità giuridica, esse nascono dalla

²² Istituita con Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che modifica la decisione n. 716/2009/CE ed abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

²³ Istituita con Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che modifica la decisione n. 716/2009/CE ed abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

²⁴ Istituita con Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che modifica la decisione n. 716/2009/CE ed abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

trasformazione e dal potenziamento dei vecchi comitati di terzo livello (CEBS, CEIOPS, CESR)²⁵. La loro operatività si struttura su di una rete operativa, al cui interno convogliano anche le Autorità nazionali ed un Comitato di coordinamento congiunto (c.d. *Joint Committee*), il quale ha il compito di favorire la cooperazione e la coerenza delle azioni di vigilanza poste in essere dalle tre Autorità, soprattutto riguardo a conglomerati finanziari ed a istituzioni attive sulla base transfrontaliera.

L'azione delle Autorità europee si sostanzia nell'intervento in caso di manifesta violazione dei principi sanciti dall'*acquis* comunitario in materia finanziaria per mezzo dell'emanazione di raccomandazioni e *standard* tecnici vincolanti per le Autorità nazionali. In tale contesto, la Commissione europea è chiamata a prendere parte in questo assetto di regolazione del sistema, qualora lo richiedano le ragioni istituzionali o lo impongano le competenze che le sono attribuite dal Trattato.

Le Autorità elaborano *standard* tecnici nei settori di propria competenza al fine di raggiungere una definizione ed un'applicazione armonizzata della normativa e nel contempo contribuiscono all'eliminazione di tutte quelle disomogeneità e lacune normative che si frappongono ad una effettiva omogeneità legislativa del mercato unico.

Tuttavia, tale attività elaborativa dovrebbe contribuire a rafforzare l'azione legislativa europea, che in questa materia si poggiava sulla vecchia struttura dei comitati di terzo livello e sulla procedura "Lamfalussy"²⁶, la quale pur avendo contribuito a garantire l'integrazione finanziaria europea non era stata in grado di salvaguardare la stabilità finanziaria all'interno dell'Unione. Tale nuovo assetto regolamentare si conformerebbe al compito che è stato attribuito alle tre Autorità: creazione ed applicazione uniforme di regole comuni, promozione del buon funzionamento dei collegi dei supervisori ed intervento coordinato in situazioni di emergenza. In realtà la natura delle funzioni delle Autorità europee è da identificarsi nel supporto tecnico, che le stesse danno alle funzioni di *regulation* e di *enforcement* di chiara competenza della Commissione.

Difatti l'ordinamento giuridico comunitario richiede che la Commissione approvi i progetti normativi delle Autorità per mezzo di atti delegati, *ex art.* 290 TFUE²⁷, al fine di conferir

²⁵ Cfr. CEBS, *Committee of European Banking Supervisors*, CEIOPS *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*, CESR *Committee of European Securities Regulators*. Tali comitati di terzo livello intervenivano nel processo normativo europeo fornendo pareri tecnici non vincolanti alla Commissione Europea in base a singole previsioni contenute nelle direttive ed emanando *standard* tecnici e di vigilanza non vincolanti per le Autorità nazionali. In realtà i Comitati rimangono ancora operanti, svolgendo un'attività concorrenziale all'approvazione delle misure di secondo livello proposte dalla Commissione Europea.

²⁶ La procedura "Lamfalussy" fu introdotta al fine di rendere più celere l'attività legislativa comunitaria in materia finanziaria. Essa si articolava su di un procedimento legislativo strutturato su di quattro fasi: al primo livello venivano adottati, con la classica procedura di codecisione del Consiglio e del Parlamento Europeo, i principi generali atti a regolare un determinato settore. Al secondo livello la Commissione Europea, su parere dei comitati, definiva le linee attuative delle norme di principio del I livello (comitologia). Il terzo livello consisteva in una attività di cooperazione tra le Autorità di vigilanza nazionali atte a garantire una applicazione armonica delle regole nei propri ordinamenti nazionali. Il quarto livello si sostanzia nell'attuazione e controllo, da parte della Commissione Europea, del diritto comunitario.

²⁷ Per una migliore comprensione riportiamo il testo dell'articolo in esame: «Un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo. Gli atti legislativi delimitano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto,

loro efficacia diretta. Ed invero, ad un'attenta esegesi dell'art. 290 TFUE, e dell'art. 11 dei regolamenti istitutivi le Autorità, si evince come l'attività normativa delegata alla Commissione debba espletarsi in modo da integrare o modificare determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo delegante, in quanto gli elementi essenziali di un settore sono riservati all'atto legislativo e non possono pertanto essere oggetto di delega di potere.

Per tale motivo il meccanismo di regolazione si basa su di una duplice funzione: quella di elaborazione dei progetti di norme tecniche in capo alle Autorità, e quella di conferimento di valenza giuridica a tali progetti di norme tecniche in capo alla Commissione. La natura ausiliare della funzione di elaborazione di *standard* tecnici delle Autorità è avvalorata dal fatto che nel caso in cui l'Autorità non presenti alcun progetto di norma tecnica di regolamentazione, al fine di assicurare il conseguimento del risultato dell'esercizio del potere delegato, la Commissione avrebbe il potere di dettare norme tecniche di regolamentazione anche in mancanza della presentazione di un progetto da parte dell'Autorità competente. Inoltre la Commissione avrebbe il potere di adottare norme tecniche di attuazione mediante atti di esecuzione previsti dall'art. 291 del TFUE, art. 15 regolamenti istitutivi delle Autorità europee.

Al fine di assicurare la corretta ed integrale applicazione della normativa comunitaria (art. 17), quale requisito essenziale dell'integrità e della stabilità del sistema finanziario, è stata prevista una procedura articolata su tre fasi nel caso in cui non vi sia una adeguata applicazione del diritto dell'Unione nei settori finanziari.

In primo luogo, le Autorità europee esaminano, di propria iniziativa o su istanza di Autorità nazionali, della Commissione, del Parlamento europeo, del Consiglio o del gruppo delle parti interessate, le questioni inerenti al settore di propria competenza, e se necessario indirizzano all'Autorità nazionale una raccomandazione con i provvedimenti da adottare. Quest'ultima ha da parte sua l'obbligo di conformarvi nel termine di due mesi. L'Autorità nazionale nel termine di dieci giorni dalla ricezione della raccomandazione deve informare l'Autorità di vigilanza europea e la Commissione delle misure che ha adottato o intende adottare per dare esecuzione alla decisione.

Nell'ipotesi in cui la raccomandazione non venga accolta e rispettata, la Commissione europea, dopo essere stata informata dall'Autorità europea o di propria iniziativa, e nel termine di tre mesi dall'adozione della raccomandazione, può esprimere parere formale per chiedere all'Autorità nazionale di adottare misure specifiche per conformarsi al diritto dell'Unione.

Quest'ultima nel termine di dieci giorni dalla ricezione del parere deve informare l'Autorità di vigilanza e la Commissione delle misure che ha adottato o intende adottare per conformarsi al parere formale. Infine, nel caso in cui l'Autorità di vigilanza persista nel non conformarsi alla decisione, le Autorità europee possono adottare in caso estremo una decisione nei confronti degli istituti finanziari in relazione al diritto comunitario a loro direttamente applicabile. Il

la portata e la durata della delega di potere. Gli elementi essenziali di un settore sono riservati all'atto legislativo e non possono pertanto essere oggetto di delega di potere. gli atti legislativi fissano esplicitamente le condizioni cui è soggetta la delega, che possono essere le seguenti: a) il Parlamento europeo o il Consiglio possono decidere di revocare la delega; b) l'atto delegato può entrare in vigore soltanto se, entro il termine fissato dall'atto legislativo, il Parlamento europeo o il Consiglio non sollevano obiezioni. Ai fini delle lettere a) e b), il Parlamento europeo delibera a maggioranza dei membri che lo compongono e il Consiglio delibera a maggioranza qualificata. L'aggettivo delegato o delegata è inserito nel titolo degli atti delegati».

meccanismo lascia comunque impregiudicati i poteri della Commissione ai sensi dell'art. 258 TFUE.

Per quanto riguarda quei settori di mercato ove si necessiti di una prassi di vigilanza uniforme, efficiente ed efficace, l'attività delle Autorità europee si sostanzia per il fatto che le stesse possono, al pari dei vecchi comitati di terzo livello, emettere raccomandazioni ed orientamenti non vincolanti indirizzati alle Autorità nazionali; nel caso in cui queste ultime non adottino gli *standard* individuati, sono obbligate a motivare alle Autorità di vigilanza europee i motivi di tale decisione alla luce dell'obbligo dell'*act or explain*.

Nel caso, però, tale coordinamento operativo e regolamentare non sia possibile a causa del verificarsi di situazioni di estrema urgenza, ovvero sviluppi negativi che inficino seriamente il regolare funzionamento e la stabilità del sistema finanziario (art. 18), le Autorità europee possono imporre misure congiunte per far fronte a situazioni di crisi. In questo caso la determinazione di una situazione di crisi transfrontaliera è demandata al Consiglio, il quale, in consultazione con la Commissione e con il CERS e con l'Autorità europea competente, può adottare una decisione al fine di coordinare l'azione delle Autorità nazionali per far fronte agli squilibri che possano compromettere la stabilità del sistema.

Proprio nell'ottica della funzione di armonizzazione del diritto comunitario in materia del mercato unico, è prevista la possibilità che una Autorità di vigilanza possa essere in disaccordo con la procedura seguita o con l'oggetto perseguito dalla misura adottata da un'altra Autorità o con l'assenza di intervento di quest'ultima, nel caso in cui la materia esiga la cooperazione, il coordinamento o l'adozione di decisioni congiunte (art. 19). In questi casi l'Autorità potrà, su richiesta dell'Autorità di vigilanza nazionale interessata, esercitare una funzione di *adjudication* in senso lato, garantendo la propria assistenza al fine di perseguire un approccio comune per la risoluzione della controversia.

Tale meccanismo si articola essenzialmente su tre distinte fasi.

La prima fase riguarda il caso in cui una o più Autorità di vigilanza nazionali chiedono l'assistenza dell'Autorità di vigilanza europea al fine di risolvere una controversia, quest'ultima può porre in essere, in qualità di mediatore, un'attività conciliativa al fine di far raggiungere un accordo tra le stesse.

La seconda fase si verifica nel caso in cui l'attività conciliativa di cui sopra non abbia avuto buon esito ai fini del coordinamento; in questo caso l'Autorità può risolvere la questione per mezzo di una decisione.

La terza ed ultima fase riguarda la possibilità che una delle Autorità non abbia dato applicazione alla decisione, in questo caso l'Autorità può inviare decisioni direttamente agli intermediari precisando i loro obblighi previsti dal diritto comunitario e quindi direttamente applicabili.

Il legislatore comunitario ha però dettato una deroga in merito alle decisioni dettate dalle Autorità europee. Infatti non possono in alcun modo incidere sulle competenze degli Stati membri in materia di bilancio (art. 38).

In quest'ottica è stata introdotta una clausola di salvaguardia, la quale dovrebbe garantire che nel caso in cui le decisioni vengano dettate per soluzioni di emergenza o per la risoluzione di controversie tra le Autorità nazionali, queste non incidano in materia di bilancio.

Lo Stato potrà notificare sia all'Autorità europea che alla Commissione la mancanza di volontà riguardo all'applicazione della decisione, motivando il perché quest'ultima incida con

le competenze statali in materia di bilancio. Nel termine di un mese l'Autorità informerà lo Stato membro se mantiene la propria decisione, se la modifica o la annulla. Se l'Autorità mantiene la propria decisione lo Stato membro potrà investire della questione il Consiglio, con sospensione della decisione. Nel termine di due mesi il Consiglio dovrà decidere in merito a maggioranza qualificata.

Nel sistema di vigilanza europea un ruolo peculiare è ricoperto dai collegi delle Autorità di vigilanza, i quali dovrebbero garantire un flusso informativo equilibrato di informazioni tra Autorità dello Stato di origine ed autorità dello Stato ospitante.

Le Autorità europee in detto contesto (art. 21) contribuiscono a promuovere il funzionamento efficiente del sistema di cui alla direttiva 2006/48/CE, partecipando in qualità di osservatori dei collegi, al fine anche di ottenere tutte le informazioni pertinenti al proprio settore di competenza, e promuovendo la convergenza e l'uniforme applicazione del diritto comunitario in materia finanziaria.

Appare evidente come l'attività microprudenziale si sostanzia in una vigilanza dal basso verso l'alto, e come si integri con quella esercitata dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico, che invece si caratterizza per essere una attività di vigilanza più ad ampio spettro procedente dall'alto verso il basso. Il contemperarsi delle due azioni di vigilanza, quindi, dovrebbe garantire una più efficace azione attenta alla stabilità ed integrità del mercato europeo. Una stretta cooperazione con il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico si rende necessaria per garantire la condivisione di dati informativi pertinenti, che possano dare seguito alle segnalazioni e raccomandazioni in materia di vigilanza macroprudenziale (artt. 23 e 24).

È inoltre prevista la possibilità, mediante accordi bilaterali, di delegare i compiti e responsabilità ad altre Autorità competenti (art. 28). Occorre precisare che la delega dei compiti implica che quest'ultimi siano eseguiti da un'Autorità diversa da quella realmente competente, ma la responsabilità delle decisioni in materia resta comunque in capo all'Autorità delegante. Invece con la delega delle responsabilità un'Autorità nazionale, in qualità di delegata, può decidere su talune questioni di vigilanza per proprio conto in sostituzione di un'altra Autorità di vigilanza nazionale. La delega si basa sul principio di sussidiarietà riguardo all'attribuzione di competenze in materia di vigilanza all'Autorità che si trova nella posizione migliore per adottare misure nel caso specifico.

In merito all'organizzazione interna di ciascuna delle Autorità di vigilanza europee, questa si struttura per la presenza di un consiglio delle Autorità di vigilanza, un consiglio di amministrazione, un presidente, un direttore esecutivo. Inoltre è stata istituita per tutto il Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria una unica commissione per i ricorsi.

Il consiglio delle Autorità di vigilanza è l'organo decisionale ed è competente riguardo alla definizione dei progetti degli standard tecnici, dei pareri, delle raccomandazioni e delle decisioni (art. 40 ss.).

Esso è composto dal presidente della rispettiva Autorità di vigilanza europea che presiede le riunioni del consiglio senza però avere alcun diritto di voto, dal capo dell'Autorità di vigilanza per ciascun Stato membro, un rappresentante della Commissione senza diritto di voto ed un rappresentante del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico senza diritto di voto.

Le decisioni in seno al collegio vengono adottate a maggioranza semplice, salvo le questioni riguardanti l'elaborazione di progetti di *standard* tecnici e di orientamenti e decisioni adottate

in applicazione degli articoli sulle disposizioni finanziarie, che saranno adottate a maggioranza qualificata.

È fatta, altresì, salva la possibilità per il consiglio di dotarsi dell'ausilio di gruppi di esperti ai fini di proposte riguardo alla risoluzione di controversie.

Il consiglio di amministrazione è competente per il perseguimento della *mission* dell'Autorità per mezzo delle proprie funzioni (art. 45 ss.). Esso dovrebbe preparare il programma di lavoro ed adottare il regolamento interno dell'Autorità e svolgere un ruolo centrale nella procedura di adozione del bilancio.

Il consiglio si compone del presidente dell'Autorità, un rappresentante della Commissione e di quattro membri eletti dal consiglio delle Autorità di vigilanza fra i suoi membri, i quali agiranno in piena indipendenza ed obiettività nell'interesse della Comunità. Il direttore esecutivo può partecipare alle riunioni del consiglio di amministrazione senza diritto di voto.

Le Autorità europee sono, poi, rappresentate dal presidente indipendente a tempo pieno, il quale sarà competente nella preparazione dei lavori del consiglio delle Autorità di vigilanza e di presiedere le riunioni sia del consiglio di amministrazione che del consiglio delle Autorità di vigilanza.

Le attività correnti dell'Autorità europea sono esercitate da un direttore esecutivo (art. 51 ss.), il quale, al pari del presidente, è un professionista indipendente a tempo pieno. Quest'ultimo sarà competente per l'attuazione del programma di lavoro annuale e garantirà il regolare svolgimento delle attività. Entrambi sono designati mediante procedura aperta di selezione, ed in particolare il presidente del consiglio delle Autorità di vigilanza dovrà essere confermato dal Parlamento. Entrambe le cariche hanno durata quinquennale, rinnovabili solo una volta previa valutazione del consiglio delle autorità.

La Commissione dei ricorsi (art. 58 ss.), inoltre, garantisce ad ogni persona giuridica e fisica, comprese le stesse Autorità di vigilanza nazionali, la possibilità di presentare in primo grado un ricorso contro una decisione delle Autorità europee, aventi ad oggetto l'applicazione uniforme del diritto comunitario, *ex art. 17*, gli interventi in caso di emergenza, (*ex art. 18*), e la risoluzione delle controversie (*ex art. 19*). La Commissione dei ricorsi è un organismo unico per *European System of Financial Supervision* e si compone di sei membri e sei supplenti con pertinenti conoscenze.

Saranno esclusi da tale incarico i funzionari ancora in servizio delle Autorità di vigilanza o di altre istituzioni comunitarie o nazionali. Due dei membri della commissione dei ricorsi e due supplenti sono designati dal consiglio di amministrazione a partire da una rosa di candidati proposta dalla Commissione europea.

Per garantire la completa autonomia ed indipendenza, le disposizioni comunitarie finanziarie prevedono che le Autorità europee abbiano proprie entrate che potranno provenire da varie fonti, come contributi delle Autorità nazionali, sovvenzioni della Commissione o commissioni pagate dalle Autorità nazionali e da operatori del settore.

Le Autorità, oltre ad avere obblighi di *accountability* verso Parlamento e Commissione, saranno oggetto di apposito esame triennale riguardo al loro funzionamento e sulle procedure previste dai regolamenti istitutivi.

Tale relazione, inoltre, valuterà quelli che saranno i progressi apportati dalle autorità in merito alla risoluzione e gestione delle crisi all'interno dell'Unione.

Le differenze fondamentali tra i regolamenti istitutivi delle Autorità europee di vigilanza dovranno intendersi gli obiettivi perseguiti dalle stesse, la portata delle loro azioni di vigilanza ed i relativi elementi che saranno rapportati agli ambiti di vigilanza loro riservati.

Il Consiglio Europeo ha anche previsto che le Autorità di vigilanza europee dovrebbero disporre anche di poteri di vigilanza in relazione alle agenzie di *rating* del credito. Infatti lo ESMA è incaricata della registrazione delle agenzie di rating del credito, oltre ad essere autorizzata ad adottare misure di vigilanza, come la revoca o la sospensione dell'utilizzo dei *rating* ai fini regolamentari.

4. Segue. Elementi di criticità della riforma.

È indiscusso che le conseguenze della crisi finanziaria abbiano indotto ad un *revirement* delle culture giuridiche, nazionali ed internazionali, su cui si strutturavano gli assetti della regolamentazione e della vigilanza finanziaria.

Le conseguenze della crisi hanno evidenziato il prevalere incontrollato della finanza rispetto all'economia e della capacità di autodisciplina del mercato rispetto alla regolazione²⁸, evidenziando una pericolosa e distorta autoreferenzialità dei mercati rispetto ai pubblici poteri. La riforma finanziaria europea è quindi volta alla ricerca di una armonizzazione della disciplina regolamentare, per mezzo di un *corpus* normativo uniforme, che sia in grado di garantire ed assicurare una omogeneità ordinamentale nel sistema finanziario Europeo.

In realtà una delle cause determinante la crisi finanziaria sarebbe da individuarsi nell'incapacità dei governi sovranazionali di applicare regole comuni²⁹, favorendo in questo modo la dualità normativa che tanto aveva favorito il dilagare delle instabilità finanziarie. La regolamentazione e le differenti azioni di vigilanza hanno finito per facilitare una concorrenza tra i vari ordinamenti nazionali, *competition in laxity*, al fine di attrarre business sulle piazze finanziarie nazionali favorendo le proprie imprese di punta.

Ecco che quindi il processo di riforma richiede una forte volontà politica che comporti, per quegli aspetti che possano nuocere alla stabilità generale, «la riduzione delle discrezionalità e delle competenze nazionali»³⁰ nell'ambito delle transazioni finanziarie.

²⁸ Cfr. MARENGHI, *Op. cit.*, p. 145.

²⁹ Ciò è dovuto anche dal fatto che, pur nel rispetto della primazia del diritto europeo, i giudici costituzionali si affidano alla superiorità dei principi costituzionali nazionali. Basti pensare alla decisione del Bundesverfassungsgericht, in merito alla limitazione possibile dell'indirizzo politico riservato al Bundestag in materia di vincoli di mercato, visto che l'Unione Europea propende per il consolidato orientamento verso un'economia di mercato aperta, tendenzialmente votata alla concorrenza. La sentenza, pur confermando la compatibilità del Trattato di Lisbona, nella sua interezza, con la legge fondamentale tedesca, riflettendo sul rapporto tra principio di democrazia e sovranità, richiede che il rappresentante tedesco, in seno al Consiglio europeo o nel Consiglio (rispettivamente il Cancelliere federale o un Ministro del governo federale o del governo di un Land) debba chiedere il previo consenso del Bundestag e del Bundesrat prima di esprimere la posizione nazionale e, quindi, prima di esprimere il voto.

³⁰ Cfr. CARDIA, Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi ed assicurativi, Audizione del Presidente della Consob presso la Commissione VI (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 16 dicembre 2009.

In quest'ottica di miglioramenti della qualità dell'azione di vigilanza, ovvero di sviluppo di un coerente *single rulebook* all'interno del mercato unico europeo, da un punto di vista teorico, sembra aver posto rimedi ad alcuni dei problemi evidenziatisi con l'avvento della crisi finanziaria; in concreto, però, diversi interrogativi rimangono ancora aperti.

In realtà gran parte delle criticità del sistema di vigilanza europeo sono dovute dal fatto che questo sia nato dall'intenzione di raggiungere nell'immediato effetti risolutivi delle gravi conseguenze scatenate dalla crisi. Si evidenzia, quindi, come tale assetto, e di conseguenza la propria regolazione, non sia nato dalla *voluntas legislatoris* attenta al fenomeno economico-giuridico, ma al contrario essa ha assunto una valenza interventista, trovando la propria matrice legislativa nel verificarsi di determinati eventi degeneranti, quali sono state le instabilità finanziarie.

Inoltre, la nuova riforma di vigilanza finanziaria europea risulta essere il compromesso tra le esigenze nazionali che non vogliono rinunciare ad esercitare un controllo sui propri organismi di supervisione e la rilevante eterogeneità dei vari sistemi economici degli Stati membri.

Occorre procedere quindi ad un'attenta analisi dell'assetto di riforma, istituita dalla Commissione sulla scorta delle linee guida dettate dal Rapporto *de Larosière*.

Il risultato raggiunto, frutto di una cooperazione transnazionale, ha portato ad una ridefinizione del sistema finanziario proiettando le funzioni di vigilanza e di regolamentazione verso tre principali obiettivi: contenere i rischi per la stabilità, accrescere la collaborazione tra le autorità ed ampliare l'ambito di applicazione delle regole³¹.

L'azione, oltre a prevedere la riforma in esame, si è mossa nella ricerca della massima trasparenza negli scambi e nella prevenzione dei rischi, anche negli scambi dei derivati *over the counter*; tutto ciò al fine di contenere l'assunzione di eccessivi rischi nella formazione di un "sistema bancario ombra", all'interno del quale nel periodo *ante* crisi si realizzava buona parte della leva finanziaria.

Tali misure sono indubbiamente meritevoli, in quanto volte ad eliminare tutte quelle degenerazioni e disfunzioni chiare sintomatologie di un capitalismo malato, anche se talune problematiche, soprattutto riguardo la nuova architettura di vigilanza finanziaria europea, sembrano non essere risolte.

Innanzitutto, appare evidente che il nuovo sistema di vigilanza europea, strutturato sulle funzioni macroprudenziali del Comitato per il Rischio Sistemico e sulle funzioni microprudenziali del Sistema Europeo per la Supervisione Finanziaria, presenti due problematiche generali.

In primo luogo, la complessità eccessiva dovuta al grande numero di organi coinvolti; in secondo luogo la distinzione tra vigilanza macro prudenziale e micro prudenziale non parrebbe così necessaria visto che le forti interrelazioni difficilmente potranno essere colmate da uno scambio di informazioni per quanto estensivo e cooperativo.

*"Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem"*³².

La complessità della nuova architettura di vigilanza finanziaria è dovuta al fatto che è frutto

³¹ Cfr. DRAGHI, *Considerazioni finali, Assemblea ordinaria dei Partecipanti della Banca d'Italia*, Roma 31 maggio 2011.

³² Si intende riferirsi al brocardo latino "*non multiplicare gli elementi più del necessario*", Guglielmo di Occam, frate francescano inglese vissuto nel XIV secolo. Con tale principio, alla base del pensiero scientifico moderno, il filosofo inglese soleva evidenziare l'inutilità di formulare più assunti di quelli che si siano trovati per spiegare un dato fenomeno.

del compromesso risultante dalla mancata rinuncia da parte degli ordinamenti appartenenti all'Unione di trasferire le competenze delle Autorità nazionali ad organismi pan europei, e da un bisogno di immediato intervento dovuto a causa delle gravi ripercussioni che si sono avute all'interno dei mercati, e che in casi estremi stanno portando addirittura al rischio di *default* di Paesi dell'Unione.

In realtà, tale scelta si concretizza per il fatto che l'assetto appena delineato avrebbe sicuramente richiesto un processo molto più lungo e complesso di modifica delle norme del Trattato, in quanto amplierebbe le competenze dell'Unione, alla luce di un incremento di cessione di sovranità da parte degli Stati membri. Quanto appena esposto verrebbe, inoltre, avvalorato dalla previsione di valutazioni riguardo all'operato delle nuove istituzioni con riferimento agli obiettivi raggiunti ed i progressi compiuti³³.

Si evince, dunque, che il legislatore europeo non ha abbandonato l'idea di fondo volta a conseguire una vigilanza unica europea.

Nel prosieguo del presente lavoro verranno analizzati, separatamente, il livello di vigilanza macroprudenziale e quello microprudenziale, al fine di verificare se la risposta data dal legislatore europeo sia consona o meno a colmare tutte quelle perplessità sorte in seguito al verificarsi dei recenti squilibri finanziari.

Per quanto concerne la vigilanza macroprudenziale, va rilevato che la crisi finanziaria ha fatto emergere la necessità di dotare i vari singoli sistemi finanziari, e nel complesso quello globale, di misure che tutelino i mercati dal cosiddetto rischio sistemico³⁴, proprio di quegli operatori finanziari che, per la loro complessità e grandezza operativa, vengono definiti *Systemically Important Financial Institution*.

Detti intermediari hanno avuto un ruolo principale nei terremoti finanziari susseguitisi tra il 2008 ed il 2009. Difatti, essi si caratterizzano oltre che per la loro complessità e dimensione, in termini di attivo, per svolgere attività così complesse da rendere conseguentemente articolata anche l'attività di vigilanza per i supervisori; inoltre, la naturale interconnessione operativa nei vari settori di mercato fa sì che tali istituti risultino essere esposti ad innumerevoli fattori di rischio comune.

Al riguardo autorevoli studiosi e tecnici della finanza ritengono tali operatori "*too big to fail*" a causa di aiuti pubblici nel periodo di crisi, o perché gli Stati hanno loro offerto garanzie. In realtà, si dovrebbe ipotizzare un fallimento parziale che, ricorrendo a soluzioni di tipo "*bad bank*", salvaguardi la funzione bancaria e del sistema di pagamenti; componenti, queste, che rispetto alle altre avrebbero maggiori ripercussioni sul sistema (ed anche al fine di evitare

³³ Cfr. Regolamenti (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010; nn. 1093/10, 1094/10, 1095/10; essi prevedono all'art. 81 una clausola di revisione secondo la quale la Commissione, a scadenza triennale, deve pubblicare una relazione generale sull'esperienza acquisita grazie all'operato delle Autorità. Relazione che valuterà tra l'altro: la convergenza della prassi di vigilanza delle autorità competenti, il grado di convergenza raggiunto nell'indipendenza operativa delle autorità competenti e negli *standard di governance*, l'imparzialità, l'obiettività e l'autonomia dell'Autorità, il funzionamento dei collegi di vigilanza, i progressi compiuti riguardo alla convergenza di risoluzione delle crisi; ruolo delle autorità riguardo al rischio sistemico.

³⁴ Per rischio sistemico bisogna intendere un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale. Tutti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema.

che i costi del default possano ripercuotersi sui contribuenti, dovendo questi invece essere sopportati da azionisti e creditori)³⁵.

Tale gruppo di soggetti, inoltre, pone problemi di vigilanza particolarmente complessi, in quanto né il principio della vigilanza del Paese di origine, né del Paese ospite, possono dare vita ad una vigilanza adeguata.

Sorge, quindi, l'esigenza di un effettivo coordinamento tra azioni di vigilanza nazionali e sovranazionali.

Nel delineato contesto il *Financial Stability Board* dell'aprile 2005³⁶ prima, il Gruppo dei Trenta nel gennaio del 2009³⁷ poi, avevano proposto l'adozione di misure relative alla supervisione di questi particolari organismi transnazionali, richiedendo il coordinamento delle funzioni di vigilanza di più autorità competenti. Tale cooperazione si concretizzò per mezzo dei cosiddetti "collegi di supervisori".

Questa prassi, incentrata sul principio basilare del controllo del *home country control*³⁸, si determina sull'attribuzione di poteri di vigilanza all'Autorità del paese di origine su base consolidata anche per filiali in Paesi esteri; anche se l'Autorità *host* conserva pieni poteri di vigilanza individuale riguardo alle controllate che siano state costituite come autonomi soggetti che esercitino attività creditizia sul loro territorio. È inoltre fatta salva la possibilità per l'Autorità ospite di poter delegare tali compiti all'Autorità del Paese di origine, ingenerando però conflitti di interesse nel caso vi sia un pericolo di crisi (in quanto ciascuna Autorità cercherà di favorire i propri interessi nazionali).

A tal proposito, è sorta in seguito alla crisi l'esigenza che venisse istituito un meccanismo di mediazione idoneo al fine di affrontare tali problematiche transfrontaliere e attribuendo alle tre Autorità europee compiti di natura conciliativa nel caso in cui sorgessero problematiche del genere.

Inoltre, il controllo dei *Systemically Important Financial Institution*, titolare di un elevato livello di concentrazione del sistema finanziario, garantirebbe una più efficace azione di vigilanza macroprudenziale su eventuali rischi sistemici.

Tuttavia, la recente crisi ha evidenziato proprio la mancata consapevolezza dell'esistenza di rischi sistemici comuni ad intermediari creditizi e finanziari, determinando una complessità tale da rendere le instabilità ancora più evidenti e difficili da arginare, e di certo non risolvibili con singoli interventi mirati al salvataggio di singoli operatori finanziari.

Appare, quindi, evidente che gli operatori aventi una certa rilevanza debbano essere soggetti a requisiti prudenziali ancora più specifici, vista la loro potenziale capacità propagatrice delle instabilità tra vari sistemi finanziari³⁹. Ciò permetterebbe, inoltre, di poter garantire in maniera più efficace la stabilità del sistema finanziario integrato, visto il loro elevato livello di

³⁵ Cfr. DRAGHI, *Op. cit.*, p. 6.

³⁶ Cfr. FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008.

³⁷ Cfr. GROUP OF THIRTY, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, Washington gennaio 2009.

³⁸ Previsto dalla seconda direttiva bancaria la 89/646/CEE.

³⁹ Sul punto BAIR, la quale aveva fortemente criticato la proposta del governo americano di istituire un *Financial Services Oversight Council* competente della vigilanza macroprudenziale, ma privo dei poteri sufficienti a svolgerla.

concentrazione dello stesso.

Alla luce di quanto appena esposto, si evince nuovamente la *ratio* interventista della riforma, attenta a dare una pronta risposta alle istanze dei risparmiatori, i quali non erano più fiduciosi del sistema e dei suoi controlli, rispetto ad una ricerca della stabilità del sistema.

Bisogna ricordare che se la stabilità è assicurata da efficienti funzioni di controllo e di vigilanza, correlata ad essa è la fiducia nel sistema degli investitori⁴⁰, in quanto la stabilità dei sistemi economici «costituisce un valore di cui beneficia tutta la collettività; rappresenta un obiettivo per un Paese civile e una democrazia giusta».

Questa considerazione è stata motivo di spunto, prima per il gruppo di studi *de Larosière*, e poi per la stessa Commissione, i quali hanno incentrato la loro attenzione riconoscendo una valenza estensiva, e se vogliamo decisiva, alla vigilanza macroprudenziale conferendo mandato al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico. Quest'ultimo, come abbiamo visto, è competente ad emanare raccomandazioni in virtù dell'elevata reputazione morale e tecnica accordatagli.

In particolare, da un'attenta interpretazione della disciplina in esame emerge che le funzioni di vigilanza macroprudenziale del Comitato per il Rischio Sistemico siano il frutto di accorgimenti tecnico giuridici che garantiscano un coordinamento del flusso informativo relativamente alla sussistenza o meno di rischi sistemici all'interno del sistema europeo, ma che d'altro canto, non assicurano un'attribuzione di poteri che possano garantire un'effettiva applicazione delle strategie di intervento.

Ciò che la crisi ha maggiormente messo in evidenza è stata la necessità di una più efficace vigilanza prudenziale all'interno del mercato finanziario integrato dell'Unione Europea.

Già il Rapporto *de Larosière* prendeva in considerazione la possibilità di attribuire in capo alla BCE un ruolo di primo piano, con riguardo alla vigilanza macroprudenziale, in quanto la BCE/SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti Autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.

In realtà la stessa BCE, quale istituzione centrale del SEBC, viene a ricoprire un ruolo ancora più decisivo in materia macroprudenziale rispetto alle altre Autorità nazionali; ad essa infatti, in virtù del TFUE, art. 127, oltre a ricoprire un ruolo primario nella corretta conduzione delle politiche per la stabilità finanziaria nell'area dell'Eurozona, può essere attribuito esplicitamente un mandato ufficiale per valutare i rischi macroprudenziali, anche se non riguardo alla compagine assicurativa.

Tuttavia in un settore finanziario, dove le operazioni bancarie ed assicurative hanno una notevole rilevanza, il prevedere un sistema di vigilanza macrofinanziario che non tenesse conto delle attività assicurative avrebbe avuto come conseguenza una frammentarizzazione delle funzioni stesse.

Al fine di fuoriuscire da tale *impasse* legislativa, che non garantiva un meccanismo di vigilanza che comprendesse la totalità dei vari settori di mercato, il Legislatore europeo, grazie alle proposte avanzate dal gruppo *de Larosière*, ha optato per l'istituzione del Comitato Europeo

⁴⁰ Cfr. BORIO, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, in *Bis Working Papers* n. 128, 2003.

per il Rischio Sistemico.

In tal modo è stata attribuita, di fatto, la responsabilità della vigilanza macroprudenziale alla BCE, sussistendo un coinvolgimento istituzionale tra i due organismi.

Quanto detto lo si evince dalla composizione organizzativa⁴¹ dello ESRB, composta: dai membri del consiglio generale della BCE, dai presidenti delle tre Autorità europee e da un rappresentante della Commissione europea. Inoltre, la presidenza dello ESRB spetta al presidente della BCE e l'attività di segreteria è garantita dalla stessa BCE.

La scelta compiuta dal legislatore europeo di attribuire funzioni di vigilanza macroprudenziale allo ESRB non trova conferma nell'applicazione del principio di indipendenza⁴², quale requisito essenziale per il corretto svolgimento delle proprie funzioni.

Il regolamento che istituisce il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico sancisce all'art. 7 il principio di imparzialità, secondo il quale "nel partecipare alle attività del consiglio generale e del comitato direttivo o nello svolgere qualsiasi altra attività connessa allo ESRB, i membri dello ESRB eseguono i loro compiti in tutta imparzialità e soltanto nell'interesse dell'Unione in generale. Essi non chiedono né accettano istruzioni da Stati membri, istituzioni dell'Unione o altri soggetti pubblici o privati". Tale disposizione risulta essere analoga con quelle previste dal TFUE, art. 108, e dallo Statuto del SEBC, art. 14.2, secondo le quali la BCE e le banche centrali nazionali ed i singoli membri dei rispettivi organi decisionali non possono sollecitare o ricevere istruzioni né da governi degli Stati membri né da organi comunitari, sancendone così un'indipendenza istituzionale.

L'indipendenza va distinta dall'imparzialità. Il principio d'indipendenza si rivela molto simile a quello di imparzialità, ma quest'ultimo è da ritenere criterio per lo svolgimento della funzione, in quanto rivolto alla tutela dell'attuazione di quegli scopi determinati per legge e in tutti quei casi in cui vi possa essere il rischio di una distorsione da essi a causa di interessi diversi da quelli che si devono considerare.

Inoltre il principio di indipendenza, da ritenersi essenziale per il corretto svolgimento delle funzioni di vigilanza, è rivolto a riconoscere piena autonomia nell'assunzione delle decisioni di *policy* ed, altresì, riconosce uno status di piena indipendenza rispetto a qualsiasi altra istituzione, nazionale e comunitaria⁴³.

Ciò appare, quindi, una contraddizione fondamentale in quanto allo ESRB di fatto non verrebbe riconosciuta alcuna indipendenza, vista anche l'assegnazione di un posto nel *Board* con diritto di voto ad un esponente della Commissione europea, ed un posto senza diritto di voto ad un rappresentante dei ministri delle finanze, attraverso il Presidente del Comitato Economico e Finanziario. Tale ingerenza della politica nell'organo tecnico spiega la scelta del legislatore europeo di applicare allo ESRB il principio di imparzialità rispetto a quello di indipendenza.

⁴¹ Artt. 5 e 6 del Regolamento (UE) 1092 del 2010.

⁴² Principio richiamato, in particolare, nei *Core Principles for banking supervision* redatti dal Comitato di Basilea, e di cui ne è stata più volte invocata l'applicazione dal FMI e dalla BCE.

⁴³ Cfr. SACCOMANNI, *Indagine conoscitiva sulle Autorità Amministrative Indipendenti*, Audizione del Direttore Generale della Banca d'Italia alla Commissione I della Camera dei Deputati (Affari Costituzionali della Presidenza del Consiglio e Interni), Roma, 27 ottobre 2010.

Inoltre la mancanza di indipendenza dello ESRB è indubbiamente data, oltre che dal mancato riconoscimento di personalità giuridica, anche dalla mancata adeguatezza delle risorse finanziarie e umane, che invece dovrebbero essere presenti in un organo di vigilanza. Il regolamento istitutivo lo ERSB assegna alla BCE il compito di fornire allo stesso Comitato il servizio di segreteria tecnica senza oneri per il bilancio della Commissione.

Ciò indubbiamente influenza, oltre che l'efficienza dell'azione di vigilanza svolta dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico, anche l'indipendenza della stessa BCE, la quale si troverebbe ad essere soggetta di influenze di altri pubblici poteri, che potrebbero indirizzarne l'azione verso obiettivi economici di breve periodo.

Sotto tale profilo relativamente al mancato riconoscimento dello status di piena indipendenza all'ESRB, rispetto a qualsiasi altra istituzione, si sottolinea una ingerenza della politica rispetto alle funzioni di vigilanza esercitate dallo stesso Comitato.

In realtà tale riforma non assicurerebbe quel rapporto tra politica e tecnica basato su di una connessione che fa salva la separatezza tra l'una e l'altra, strutturando così un sistema basato su una politica che tiene conto degli elaborati della tecnica. In assenza di tale interdipendenza il sistema risulterebbe sfornito «delle garanzie derivanti dalla presenza di un adeguato sistema di *check and balances*, che nei paesi anglosassoni assicura la dialettica necessaria al funzionamento della democrazia di mercato»⁴⁴.

In realtà il tentativo di ingerenza della politica, poc'anzi delineato, risulta essere la reazione a quella «fagocitazione della politica da parte dell'economia»⁴⁵, tanto enfatizzata in anni precedenti, che aveva portato a quella autoreferenzialità dei mercati dimostratasi incapace di determinare, da sola, assetti che potessero ritenersi soddisfacenti sul piano della stabilità dell'intero sistema finanziario.

Dalla disciplina in esame si rileva come il Comitato per il Rischio Sistemico non sia dotato di un adeguato sistema informativo, ma al contrario esso è subordinato alle tre Autorità di vigilanza europee ed al SEBC, le quali dovrebbero garantire un adeguato accesso alle informazioni necessarie per lo svolgimento delle proprie funzioni.

In questo modo si viene a delineare un quadro informativo rischiosamente limitato per lo svolgimento di funzioni di vigilanza macroprudenziale, che invece dovrebbe essere svolta grazie ad una struttura informativa consona, ed in grado di supplire alle innumerevoli asimmetrie informative presenti nel sistema finanziario.

Riguardo alla vigilanza microprudenziale, questa viene esercitata dalle tre Autorità europee per i settori bancario assicurativo e mobiliare del mercato finanziario.

In un quadro di integrazione europea dove, oltre alla moneta unica, uno degli obiettivi primariamente perseguiti è l'effettiva costituzione di un mercato integrato europeo, si evidenzia il bisogno di ovviare a quella vigilanza frammentata che caratterizzava il sistema e che non ha saputo far fronte alle ripercussioni generate della crisi sull'intero sistema.

In realtà anche tale secondo pilastro della riforma della vigilanza finanziaria europea risulta essere il compromesso tra differenti interessi; quello di dotare il mercato europeo di un

⁴⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *Struttura ordinamentale del settore finanziario*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.

⁴⁵ Cfr. MANETTI, *Poteri Neutrali e Costituzione*, Milano, 1994.

assetto istituzionale che sia in grado di coordinare la vigilanza su scala europea, riguardo soprattutto a quegli operatori rilevanti sistematicamente, e quello di cercare di ridurre al minimo l'opposizione politica che Governi ed Autorità nazionali avrebbero mosso vista la resistenza al trasferimento parziale di sovranità in materia finanziaria.

Ciò ha determinato la scelta della Commissione di trasformare i comitati di 3° livello nelle tre Autorità europee (EBA, EIOPA, ESMA), competenti per due funzioni fondamentali: in primo luogo favorire la coerenza regolamentare all'interno dell'Unione per mezzo della costituzione di un *single rulebook*, anche attraverso la pratica del *peer review* in modo da rafforzarne l'uniformità; in secondo luogo rafforzare l'operato dei "Collegi dei supervisor".

Con l'istituzione di questa nuova *governance* della vigilanza finanziaria europea, ci si trova dinanzi ad un peculiare processo di *agencification*⁴⁶ dell'ordinamento dell'Unione, dove sembra che la stessa Comunità Europea abbia abbandonato il proprio ruolo neutrale rispetto all'economia. Tali nuovi organismi rappresentano una evoluzione di quel concerto regolamentare rappresentato dalla procedura Lamfalussy, che si caratterizzava per la coesistenza di due regolatori: da un lato i vecchi comitati, quali organi collegiali composti da rappresentanti delle Autorità nazionali di regolazione, dall'altro il potere della Commissione. Questo assetto era nato nel 2000 dall'esigenza di trovare un meccanismo legislativo efficiente in materia finanziaria, senza che venissero modificate le norme del Trattato e senza che venissero limitate le competenze degli Stati membri.

Purtroppo però, come la stessa crisi finanziaria ci ha insegnato, l'efficienza non è sinonimo di stabilità.

In realtà già lo stesso Lamfalussy aveva ammonito la Comunità Europea dichiarando nel rapporto che diede vita alla omonima procedura legislativa, che "pur essendo fermamente convinto che la creazione di un mercato finanziario ampio, innovativo, dotato di profondità e di liquidità, determinerà incrementi di efficienza considerevoli ed apporterà pertanto vantaggi ai cittadini europei, il Comitato è anche del parere che una maggiore efficienza non necessariamente va di pari passo con una maggiore stabilità".

La crisi finanziaria ha rilevato proprio l'incapacità del metodo "Lamfalussy" di garantire quella coerenza tra la realtà di un mercato integrato europeo e l'organizzazione della vigilanza. I comitati di terzo livello non si sono dimostrati in grado di far convergere le proprie attività in misura sufficiente a causa del fatto che alcune direttive di primo e secondo livello consentivano una partecipazione facoltativa, e l'aggiunta di regole supplementari, risultando in tal modo superflui gli apporti degli stessi⁴⁷. Si è riscontrata, quindi, una poca efficace cooperazione delle Autorità nazionali, incapaci di far convergere le proprie azioni di vigilanza al fine di favorire le proprie economie.

L'esigenza di rendere effettiva la coerenza regolamentare all'interno del mercato integrato europeo ha portato la Commissione europea a riconoscere alle tre Autorità di vigilanza europee personalità giuridica ed uno status di indipendenza.

In primo luogo si individua nella vigilanza microprudenziale europea una natura composita e

⁴⁶ Cfr. CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2010, n. 57.

⁴⁷ Rapporto del gruppo *de Larosière*, Bruxelles 29 febbraio 2009.

plurale del regolatore: da un lato troviamo le tre Autorità europee competenti all'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione vista la loro elevata *expertise*, dall'altro troviamo la Commissione competente a sua volta per l'*endorsement* (*rectius* approvazione) delle norme tecniche regolamentari elaborate dalle Autorità.

Appare chiaro che il tentativo della riforma sia stato quello di istituire delle Autorità che godessero di una effettiva indipendenza rispetto ai privati ed alle altre istituzioni europee, sulla scorta del modello delle *Independent Regulatory agencies*⁴⁸ americane, seguito nella maggioranza degli ordinamenti europei.

In realtà questo tentativo è da ritenersi fallito per i motivi che di seguito verranno illustrati.

In primo luogo non si può ritenere che alle tre Autorità europee sia stata attribuita una funzione di *regulation*, intesa come forma d'intervento amministrativo, in quanto la disciplina regolamentare che le ha istituite prevede chiaramente che la Commissione approvi, per mezzo della propria funzione di *endorsement*, i progetti di norme regolamentari.

In secondo luogo, la funzione di regolamentazione non è esercitata sulla scorta di un'attribuzione legislativa attuata mediante *vague statutory standards*⁴⁹, cioè disposizioni generiche che rimandano alla discrezionalità amministrativa di tali organismi, bensì sulla scorta di atti delegati ai sensi dell'art. 290 del TFUE alla Commissione, la quale ha altresì la competenza di potere modificare tali norme tecniche nel caso queste si rilevassero incompatibili con il diritto dell'Unione, o violassero i principi sanciti nell'*acquis* dell'Unione in materia finanziaria. Il legislatore europeo ha riconosciuto in capo alla Commissione la competenza ad adottare norme tecniche di attuazione, in caso l'Autorità europea non le abbia presentate entro i termini stabiliti (il tutto mediante un atto di esecuzione previsto dall'art. 291 TFUE).

A tal proposito, è bene ricordare che la base giuridica su cui si fonda la istituzione delle tre Autorità di vigilanza europea è stata individuata nella funzione di armonizzazione delle legislazioni nazionali, funzione che partecipa all'esercizio della funzione esecutiva comunitaria della Commissione, la quale è volta all'equilibrato rispetto dei principi fondamentali di unità ed integrità dell'ordinamento comunitario.

Quanto sopra esposto è avvalorato dal dispositivo dell'art. 11 dei regolamenti istitutivi delle tre Autorità, secondo i quali il potere di adozione delle norme di regolamentazione è conferito alla Commissione per un periodo di quattro anni, la quale ha un obbligo di *accountability* tramite la presentazione di una relazione allo scadere del quadriennio.

Si evince come in realtà questi organismi conservino la natura di fondo propria dei comitati di livello (ovvero meramente tecnica-strumentale all'attività normativa della Commissione), essendo questi attori che operano a stretto contatto con i mercati finanziari e che ne conoscono il funzionamento quotidiano.

Si spiega, inoltre, la scelta del legislatore europeo di istituire questi organismi per mezzo di normative secondarie, e non per mezzo di disposizioni del Trattato, in quanto la mancata

⁴⁸ Le *Independent Regulatory Agencies* sono nate alla fine dell'Ottocento con l'istituzione a livello federale dell'*Interstate Commerce Commission*, incaricata della sorveglianza sulla gestione delle ferrovie, creata nel 1887 e resa indipendente nel 1889. L'istituzione delle I.R.C. è avvenuta in settori economici aperti all'iniziativa economica privata e alla coincidente *regulation* di tali settori.

⁴⁹ Cfr. MANETTI, *Op. cit.*, p. 63.

“costituzionalizzazione” di questi organismi, da un lato, garantisce alla Commissione di avere un ruolo primario ed incisivo nella funzione di regolazione, dall’altro non si oppone alla resistenza di Governi ed Autorità nazionali riguardo alla possibile cessione di sovranità in ambito finanziario.

Da ciò ne deriverebbe, inoltre, anche la mancanza di una indipendenza funzionale delle tre Autorità, a cui si è cercato di ovviare, in modo insufficiente, per mezzo del riconoscimento formale di uno *status* di indipendenza personale agli esponenti dei propri organi amministrativi⁵⁰. Va rilevato che l’indipendenza nel settore della vigilanza finanziaria è diversa da quella delle banche centrali, in quanto «il Governo rimane politicamente responsabile della stabilità del sistema finanziario e le carenze di uno o più istituti finanziari, mercati o infrastrutture può avere gravi ripercussioni per l’economia ed il denaro del contribuente; per questo l’Autorità di vigilanza dovrebbe operare nell’ambito di alcune responsabilità ed in base ad una delega che esplicita i poteri sottoforma di atti legislativi adottati»⁵¹.

Per quanto riguarda i Collegi dei supervisori, bisogna osservare come la crisi finanziaria abbia rilevato la mancanza di una efficace azione di coordinamento e di scambio informativo a causa dell’assenza di regole che ne determinassero i poteri, con la conseguenza che i costi delle crisi dei gruppi aventi una operatività transfrontaliera ricadessero sui soli Paesi di origine⁵².

Alla luce dell’esperienza maturata, è stato prefigurato un potenziamento degli stessi collegi attribuendo alle nuove Autorità europee la competenza a parteciparvi come osservatori.

La crisi finanziaria aveva mostrato che il sistema di cooperazione tra Autorità nazionali, le cui competenze comunque rimangono limitate ai singoli Stati membri, era assolutamente insufficiente per gli operatori che operavano su scala transfrontaliera.

Ecco che la scelta del legislatore europeo ha accolto la soluzione avanzata dal Gruppo *de Larosière*, adottando un sistema improntato su di una cooperazione pragmatica che desse effettivo beneficio a tutti gli operatori finanziari e che preservi l’economia mondiale. Con ciò si è cercato di evitare il verificarsi di nuove forme di arbitraggio regolamentare che potessero minare la stabilità finanziaria, a causa dell’incentivo a trasferire attività finanziarie verso paesi con una vigilanza meno rigorosa.

È tuttavia legittimo dubitare come il semplice ruolo di mediatore riconosciuto alle tre Autorità nei Collegi di supervisori possa essere effettivamente capace di garantire una coerenza della vigilanza riguardo agli istituti finanziari che operano in un contesto transfrontaliero.

Inoltre questi rappresentano il chiaro compromesso per mezzo del quale, da un lato, le Autorità nazionali ed i Governi non hanno voluto cedere la propria sovranità ad organismi di vigilanza paneuropea e dall’altro la mancanza di una maggiore integrazione politica dell’Unione che avrebbe in parte risolto la problematica riguardante la condivisione degli oneri transfrontalieri.

⁵⁰ Al riguardo, si v. gli artt. 42 (indipendenza consiglio delle autorità di vigilanza), 46 (indipendenza consiglio di amministrazione), 49 (indipendenza del Presidente dell’Autorità), 52 (indipendenza del direttore esecutivo).

⁵¹ Rapporto del gruppo *de Larosière*, Bruxelles 29 febbraio 2009.

⁵² Cfr. TARANTOLA, *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, Università degli Studi Roma Tre, 8 aprile 2011.

5. Conclusioni

La dimensione mondiale della crisi finanziaria ha evidenziato la necessità di rafforzare la vigilanza a livello macroprudenziale, anche per alcuni aspetti a livello microprudenziale.

In tal senso, le indicazioni formulate dal Rapporto *de Larosière* e le scelte legislative fatte dalla Commissione europea rappresentano un notevole passo in avanti; tuttavia, molti aspetti devono ancora essere meglio definiti.

In particolare, la nuova regolamentazione europea cerca di dare risposte ai disequilibri del sistema finanziario, come ad esempio la regolazione delle azioni speculative o l'azione volta alla ricerca di uniformità degli *standard* normativi, nonché al coordinamento tra le autorità di regolamentazione e vigilanza.

Il nuovo assetto di *governance* della vigilanza finanziaria europea risulta, dunque, essere il frutto del compromesso di esigenze differenti che hanno determinato talune ambiguità, sia istituzionali che operative, dell'intera architettura di vigilanza.

In primo luogo, le implicazioni politiche e le difficoltà in merito alla condivisibilità degli oneri transfrontalieri, nonché la problematica riguardante il coordinamento dei poteri esercitati tra Autorità nazionali e sovranazionali, evidenziano come la riforma di vigilanza europea non possa trovare la piena applicabilità in mancanza di una effettiva integrazione politica dell'Unione Europea.

La mancata *costituzionalizzazione* dello ESRB e dello ESFS all'interno del TFUE lascia aperti ulteriori interrogativi riguardo l'identificazione istituzionale di tali organismi ed il loro rapporto con la politica. In effetti la mancanza di un riconoscimento formale nel Trattato riconosce un ruolo più incisivo in capo alla Commissione Europea, la quale è l'unico soggetto legittimato all'emanazione di misure regolamentari e di *endorsement*.

Alla luce di quanto analizzato nei paragrafi che precedono, si sottolinea l'impossibilità di individuare all'interno della nuova *governance* finanziaria europea un policentrismo autoritativo; e ciò visto il ruolo primario ricoperto dalle funzioni di *regulation* e di *enforcement* della Commissione.

In tale ottica, le funzioni di vigilanza attribuite alle nuove istituzioni di supervisione consentirebbero di individuare una sorta di differenziazione delle stesse, che permetterebbe, in senso lato, vista l'assenza di un potere autoritativo, di individuare un sistema di vigilanza per soggetti, riguardo alle tre Autorità europee, e per funzioni, riguardo alle competenze attribuite allo ERSB.

Questo sistema, strutturato in applicazione del rispetto del principio di sussidiarietà, confermerebbe il ruolo di regolazione e supervisione delle Autorità indipendenti, pur sempre in armonia con l'attività delle altre Autorità europee.

In caso contrario, il riconoscimento di una legittimazione operativa a queste istituzioni, al pari delle Autorità amministrative indipendenti domestiche, correrebbe il rischio di una delegittimazione operativa degli arbitri dei singoli ordinamenti finanziari domestici. In effetti, l'accentramento decisionale ed operativo avrebbe inevitabilmente effetti negativi sull'efficacia dell'azione di vigilanza, in quanto il decentramento (in questo senso burocratico vista la centralità che andrebbe a ricoprire il sistema di vigilanza) permetterebbe una meno certa efficacia ed efficienza dell'azione di vigilanza sia sui singoli intermediari, che sui singoli sistemi economici.

Va evidenziato, infatti, come la stessa crisi finanziaria ed i conseguenti *default* statali abbiano rilevato ed accentuato la vasta eterogeneità tra i singoli sistemi economici statali e di come conseguentemente la capillare attività di vigilanza delle Autorità domestiche abbia avuto un ruolo primario e necessario di intervento al verificarsi di tali crisi.

Tra gli aspetti positivi della nuova *governance* finanziaria europea vi è sicuramente l'istituzione di un governo sovranazionale e globale nel rispetto del principio di poliarchia, capace, per mezzo di meccanismi di allarme preventivo basati su di una rapida individuazione delle vulnerabilità sistemiche, di garantire un controllo sulla stabilità finanziaria globale.

In tale contesto, la globalizzazione, nel processo di internazionalizzazione economica, ha svolto un ruolo cruciale per l'espansione dei mercati. Da tale interconnessione dei mercati internazionali si profila la nascita di un mercato globale del credito e della finanza. A tale interconnessione ha contribuito la regolazione comunitaria di settore.

Si auspica, quindi, che la nuova architettura finanziaria europea sia comunque in grado di migliorare il sistema di controlli sul libero mercato e di porre rimedio alle sue imperfezioni. Tuttavia, la necessità di una politica economica europea, al pari delle politiche economiche nazionali, alla luce dei fattori critici evidenziati dalle crisi ed al fine di ottenere l'efficienza dell'intero sistema, dovrebbe essere caratterizzata da una duplice azione.

In primo luogo, vi è la necessità di garantire che l'*agere* economico degli operatori tramite un'attività di vigilanza regolamentare assicuri la tutela del risparmio e la salvaguardia della stabilità del sistema. In secondo luogo, l'azione di vigilanza delle Autorità deve essere svolta nella piena autonomia, ovvero deve essere incentrata sul raggiungimento di quegli obiettivi di stabilità e trasparenza.

In conclusione, una più efficace allocazione delle risorse dovrebbe essere accompagnata da una puntuale azione di vigilanza. Pertanto, le recenti riforme che stanno interessando l'architettura della vigilanza finanziaria vanno nella direzione di favorire il corretto *agere* degli operatori economici, in modo tale da garantire una adeguata trasparenza operativa ed informativa a vantaggio dei soggetti partecipanti al mercato⁵³.

⁵³ Trattasi dello "*Ius primoimpositum est ad significandum ipsam rem iustam*": per San Tommaso il termine *ius* stava ad indicare la cosa giusta in se stessa. Per la Scolastica vi era identificazione tra diritto, *ius*, e giusto, *iustum*, tanto da poterli usare indifferentemente: «*ius sive iustum*».

Bibliografia

- ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009.
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, numero 1 del dicembre 2010.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti*, Roma 31 maggio 2011.
- BINI SMAGHI, *Quale Europa dopo la crisi?*, discorso all'Inaugurazione dell'Anno Accademico 2011, IMT, Lucca 11 marzo 2011.
- BERTEZZOLO, *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2010.
- BORIO, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, in *Bis Working Papers* n. 128, feb. 2003.
- BRIASCO, *Atti comunitari n. 42, 43, 44, 45, 46; pacchetti sulla vigilanza finanziaria*, dossier Ufficio per i rapporti con le Istituzioni dell'Unione Europea (XVI legislatura), 26 ottobre 2009.
- CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, CEDAM, Padova, 2009.
- CARDIA, *Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi ed assicurativi*, Audizione del Presidente della Consob presso la Commissione VI (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 16 dicembre 2009.
- CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2010.
- DRAGHI, *Considerazioni finali, Assemblea ordinaria dei Partecipanti della Banca d'Italia*, Roma 31 maggio 2011.
- DRAGHI, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia alla Giornata mondiale del Risparmio del 2010*, Roma 28 ottobre 2010.
- ECOFIN, *Council conclusions on strengthening EU financial supervision*, Lussemburgo, 9 giugno 2009.
- ENRIA, *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa*, intervento al Congresso annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), Napoli 13 febbraio 2010.
- FASSIOLA, *Indagine conoscitiva sulla crisi internazionale e i suoi effetti sull'economia italiana*, Audizione del Presidente dell'ABI presso il Senato della Repubblica, Roma, 28 ottobre 2008.
- FAZIO, *Globalizzazione. Politica economica e Dottrina sociale della Chiesa*, Tau Editrice, Todi, 2008.
- FAZIO, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, testimonianza del Governatore della Banca d'Italia al Senato della Repubblica, 27 gennaio 2004.
- FINOCCHIARO, *Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi. Vigilanza finanziaria europea*, Audizione del Presidente della COVIP presso la Commissione VI (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 13 gennaio 2010.
- GODANO, *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Dir. un. eur.*, 2010.
- MANETTI, *Poteri Neutrali e Costituzione*, Milano, 1994.
- MARENGHI, *Il diritto ai tempi della crisi: la regolazione possibile*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2010.

-
- MASERA, *Per una migliore vigilanza finanziaria in Europa*, 2010, in corso di pubblicazione.
- MASERA, *Global finance, regulation and supervision in the light of the de Larosière report*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2009.
- MASERA, *The Great Financial Crisis – Economics, Regulation and Risk*, Bancaria Editrice, Roma, 2009.
- NAPOLITANO, *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009.
- ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, Milano, 2010, e disponibile al sito www.bancaria.it.
- RAPPORTO DE LAROSIÈRE, *The high level group on financial supervision in the EU*, Bruxelles, febbraio 2009, disponibile al sito www.ec.europa.eu.
- REGOLAMENTO (UE) n. 1092/2010 del Parlamento Europeo del 24 novembre 2010, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.
- REGOLAMENTO (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.
- REGOLAMENTO (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.
- REGOLAMENTO (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, disponibile sul sito www.eur-lex.europa.eu.
- SACCOMANNI, *Indagine conoscitiva sulle Autorità Amministrative Indipendenti*, Audizione del Direttore Generale della Banca d'Italia alla Commissione I della Camera dei Deputati (Affari Costituzionali della Presidenza del Consiglio e Interni), Roma 27 ottobre 2010.
- SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009.
- TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, in Convegno inaugurale del Master di Finanza avanzata della Scuola di Alta Formazione dell' I.P.E., Napoli, 2011.
- TARANTOLA, *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, Università degli Studi Roma Tre, 8 aprile 2011.
- VISCO, *La governance economica europea: riforma ed implicazioni*, Intervento tenuto all'Università dell'Aquila, 8 marzo 2011.

SISTEMI DI CONTROLLO E PROSPETTIVE DI SVILUPPO DELL'INTERMEDIAZIONE CROSS BORDER

Margherita Gagliardi

Abstract: The paper tries to address the impact of SIFIs and their cross-border activities on systemic risks, both on financial and regulatory perspectives. In this context, there is specific a «need of protection» to avoid speculative scenarios with potentially severe challenges for market efficiency in Europe.

This essay starts investigating SIFIs as trans-national financial institutions, whose disorderly failures or distress signals would cause important disruption to the whole financial system because of their cross-border activity, organizational complexity and operating interconnectedness. In this context, their status of 'too big to fail' – or 'too connected to fail' - earn SIFIs the possibility to constrain the incorporation State to bail-in through public support.

Globalization, market finance and derivatives are the key factors of the new cross-border transactions' paradigm. An accurate analysis of the risks surroundings this scenario will clarify the subdued underlying pace of regulatory expansion. A new European system of financial supervision (and the banking union perspective), two new European treaties (on 'European stability mechanism' and 'stability, coordination and governance'), the development of capital adequacy regulation are the drivers of a European institution-building process which focuses on a «Single supervisory mechanism», involving ECB, as one of the fundamental pillars of a new financial market able to avoid both opportunistic behaviors and systemic crisis.

Sommario: 1. Dalla deregolamentazione alla crescita dimensionale degli operatori bancari – 2. Finanza di mercato, finanza intermediata e derivati – 3. La crisi e le SIFIs – 4. Criticità attuali e la prospettiva di Basilea 3 – 5. Controllo microeconomico e patrimonio di vigilanza – 6. (segue) *Ratios e leverage* in una prospettiva di ripresa economica – 7. *Systemic liquidity charges* e standard minimi di liquidità – 8. Provvedimenti macroprudenziali nell'intermediazione *cross-border* – 9. Nuove prospettive di controllo dei rischi – 10. Conclusioni.

A mo' di premessa.

Un giorno Lehman Brothers fallisce...

o viene lasciata fallire.

Evento unico, terrificante e deflagrante.

Evento che

provoca nell'industria finanziaria un violento terremoto,

aggravando uno stato di emergenza già preoccupante,

e che costituisce la logica e quanto meno naturale conclusione

di un "credo" nel Mercato.

1. Dalla deregolamentazione alla crescita dimensionale degli operatori bancari.

È dato di comune acquisizione la crisi dell'efficienza allocativa. Non solo per il facile riscontro dell'attuale situazione di stagnazione dell'economia, ma soprattutto per l'incapacità del mercato di trovare soluzioni in grado di superare le gravi carenze delle pratiche finanziarie più diffuse e, quindi, adatte a promuovere una nuova crescita qualitativa del benessere sociale.

Numerose, infatti, sono le analisi che - nel chiarire la natura finanziaria della crisi in atto - hanno evidenziato l'incapacità degli Stati di governare la crisi, l'insufficienza dell'azione di vigilanza (nazionale e sovranazionale).

Resta ora da affrontare il problema dei soggetti che, per loro natura e dimensioni, non sono sottoposti al potere sovrano di uno Stato. Soggetti che, sul piano qualitativo, dislocano i loro centri decisionali in sedi estere, anche *off-shore* o in *paradisi legali*, al fine di operare senza restrizioni regolamentari. Sul piano quantitativo, gli stessi sono in grado di competere con gli Stati sovrani, attaccando le loro riserve e, in taluni casi, arrivando a depredarne le risorse attraverso attacchi speculativi di tipo finanziario (intervenedo sul mercato del debito sovrano) o monetario (aggredendo il tasso di cambio).

È questa una fragilità di sistema che - con un buono spirito di immaginazione - può esser ricollegata alle incursioni piratesche che, talvolta, sono valse titoli di *baronetto*. Anche oggi, insomma, 'singoli senza patria' possono assaltare riserve di ricchezza accumulate da uno Stato o da singoli cittadini. Le nuove armi sono i derivati (e la leva), i nuovi mari sono i mercati finanziari, i nuovi pirati (che salpano da Paesi caraibici) sono gli intermediari *cross-border* (che operano da paradisi legali, privi di forme di vigilanza).

O almeno, questo emerge dal lavoro che segue.

È noto che l'esperienza delle crisi bancarie degli anni Trenta ha indotto molti paesi ad adottare legislazioni molto severe al fine di garantire e tutelare la stabilità dei sistemi bancari. Ne è

un forte esempio la legge bancaria del 1936 varata in Italia e il Glass-Steagall Act del 1933 negli Stati Uniti. Si tratta di una disciplina specifica, dedicata alle istituzioni finanziarie di maggior rilievo sistemico (all'epoca, le banche) e costruita su norme volte al contenimento di inefficienze e distorsioni.

A seguito di tali interventi e fino agli anni Ottanta, i sistemi finanziari si sono caratterizzati per una sostanziale stabilità, fondata sull'esistenza di segmentazioni strutturali dei mercati, prodotte da barriere e vincoli regolamentari che hanno contribuito ad accrescere i costi del sistema in termini di efficienza e sviluppo competitivo-concorrenziale; ed è stata proprio tale presenza - diretta e incisiva - dello Stato a costituire la maggiore causa di distorsioni nell'allocazione delle risorse.

Dagli anni Ottanta in poi, sulla scia dell'esempio dei paesi anglosassoni, si è assistito ad un sostanziale cambiamento di direzione nelle politiche economiche dei Paesi maggiormente sviluppati, segnate da una graduale riduzione del peso dello Stato nell'economia e dall'attribuzione alle forze di mercato di un ruolo più incisivo nei meccanismi di allocazione delle risorse¹.

Va considerato che, nel mercato dei capitali, l'istanza per la revisione delle regole in vigore rispondeva, soprattutto, all'esigenza di innalzare il livello di efficienza dell'industria bancaria e finanziaria, anche al fine di promuovere la crescita dimensionale degli intermediari e l'integrazione dei mercati regolamentati². A fronte dei primi cambiamenti e prima della crisi in atto, sono stati numerosi i risultati dello sviluppo dell'economia e della finanza, conseguendo i meriti qui di seguito indicati. Tra essi, rileva il processo di *deregolamentazione* in molti comparti dell'industria finanziaria degli Stati Uniti e del Regno Unito, divenuti sede degli operatori più dinamici ed innovativi.

Sul piano deterministico, va segnalato che l'avvio di tal processo ha condotto a sostanziali risultati in termini di produttività e di crescita.

Inoltre, per il sistema finanziario internazionale, la liberalizzazione ha portato ad una intensificazione della pressione concorrenziale, ottenuta sia grazie al superamento delle segmentazioni nazionali, sia attraverso l'erosione delle posizioni di rendita di talune banche in determinati comparti del mercato dei capitali. A ciò si aggiungano, poi, le innovazioni di prodotto e di processo, rivenienti dallo sviluppo di avanzati modelli di valutazione e di nuovi strumenti finanziari, legati alla possibilità di sfruttare le nuove tecnologie.

Non va sottaciuto, infine, un ulteriore pregio laddove, alla liberalizzazione delle modalità di scambio sui mercati organizzati, è seguito l'ampliamento delle fonti di finanziamento (con le nuove formule del *mezzanine finance*, del *venture capital* e del *private equity*) e degli impieghi (ora valutati in base alla loro capacità di finanziarizzarsi). Ciò, anche in ragione dell'apertura internazionale dei mercati e della libera circolazione di capitali (conseguita in ambito europeo). È chiaro che sono numerose le conseguenze della deregolamentazione del mercato finanziario. Prima tra tutte, per quanto di nostro interesse, è l'ondata di fusioni ed acquisizioni avvenuta

¹ Cfr. VISCO, *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento tenuto nell'ambito del seminario su "Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contest di sana concorrenza", Perugia, 13 marzo 2010.

² Cfr. CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Giappichelli 2010

tra intermediari e gruppi finanziari di nazionalità e paesi diversi. È questa, infatti, la dinamica che ha portato all'emersione di soggetti di notevoli dimensioni, e con un'operatività talmente ampia e globale da influenzare l'andamento dell'intero sistema finanziario.

Oggi, dopo l'avvio della crisi, è provato che i Paesi hanno sottovalutato questo aspetto della deregolamentazione; non si sono, infatti, previsti presidi per il controllo integrale e congiunto degli operatori di più grande dimensione, né si sono disposti rimedi atti a prevenire eventuali fallimenti (anche di mercato) di un'operatività di tal genere (quantitativamente significativa e *cross-border*). Ciò spiega, almeno in parte, la nota degenerazione delle prime situazioni di instabilità del sistema finanziario.

2. Finanza di mercato, finanza intermediata e derivati.

Sotto altro profilo va considerato che, in seguito alla diffusione di processi di deregolamentazione, si sono progressivamente erosi i confini tra 'finanza di mercato' e 'finanza *intermediata* dalle banche³. Se, negli scorsi decenni, si discuteva della disintermediazione bancaria del risparmio (per favorire l'accesso del risparmio delle famiglie verso le imprese), ora si assiste ad una trasformazione dell'attività bancaria in attività di mercato, nella quale si offrono ai risparmiatori servizi evoluti, quasi creando un mercato a sé, articolato tra contratti bancari, strumenti finanziari e derivati.

Per cui, si è andato affermando un sistema bancario caratterizzato da nuovi segmenti di mercato (ABS, CDS e altri titoli strutturati), da un elevato livello di opacità e complessità; ciò, in quanto all'intermediazione creditizia si affianca l'attività di *investment banking*, che si presenta come "fabbrica" di prodotti e servizi che agiscono da collante tra banche e mercati. Anche da tale prospettiva, dunque, si intravede lo *shadow banking system* da tempo riscontrato a latere dei mercati regolamentari.

A fronte di tale realtà internazionale, si registra nel nostro paese l'avvio di processi di liberalizzazione del mercato bancario che hanno portato ad una revisione della normativa di settore. Già da tempo, v'è stata l'eliminazione di tutte le barriere territoriali e delle limitazioni all'offerta di prodotti creditizi. Ancor prima, con la privatizzazione del sistema bancario, si sono eliminate le distorsioni preesistenti dovute alla natura pubblica degli operatori. È noto che tale istanza non si è originata nel nostro ordinamento, ma è stata recepita dal processo di integrazione europea, conformato a modelli privatistici di banca e di mercato⁴.

Tali cambiamenti sono stati accompagnati dal perseverare di una vigile attività di supervisione pubblica, che ha difeso il modello di operatività bancaria tradizionale e ha determinato conseguenze più contenute, per le banche italiane, della crisi finanziaria globale. Ciò non vuol ridimensionare la critica al ruolo della supervisione nel consentire l'insorgere e, almeno in

³ Cfr. VISCO, *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento tenuto nell'ambito del seminario su "Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contest di sana concorrenza", Perugia, 13 marzo 2010.

⁴ Sepe, *I mercati regolamentati* in AA.VV., *L'Ordinamento finanziario Italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.

parte, il proliferare della crisi globale. Si aderisce, infatti, alle ipotesi che hanno valutato come eccessiva la misura dei rischi ammessi per le banche e si evidenziano i seguenti limiti rinvenuti nel *framework* regolamentare: “l’inadeguatezza del perimetro delle regole; la debolezza della definizione di capitale utilizzata ai fini della vigilanza; la totale mancanza di regole condivise in tema di liquidità, nonché la tendenza della regolamentazione prudenziale e degli standard contabili ad accentuare la prociclicità del settore finanziario”⁵.

In particolare, ai fini della presente indagine, si ritiene di dover evidenziare che segmenti rilevanti dell’intermediazione finanziaria o non erano sottoposti a regole adeguate o non erano di fatto regolati. Questa criticità, come vedremo, si amplifica nel riferimento ai soggetti di dimensione sovranazionale.

La discrezionalità lasciata dai *global regulators* ai singoli ordinamenti nazionali ha contribuito a determinare un “level playing field” non uniforme, a vantaggio soprattutto dei grandi gruppi, operativi su base transfrontaliera.

A livello comunitario, ci si è trovati di fronte ad applicazioni difformi della normativa in vigore delle autorità nazionali, in particolare sul trasferimento del rischio nelle operazioni di *securitization* e, spesso, lo strumento regolamentare è stato utilizzato per attrarre *business* sulle piazze finanziarie locali e per sostenere i propri campioni nazionali (*competition in laxity*)⁶.

La crisi ha reso chiaro più che mai quanto possano essere gravose le ripercussioni sul sistema finanziario globale del fallimento di singoli operatori “*cross-border*”, reciprocamente interconnessi e di dimensioni elevate.

In tale contesto, il sostegno prestato da governi e banche centrali a favore di considerevoli istituzioni per circoscrivere l’impatto dei relativi fallimenti ha reso il tema del *moral hazard* eccezionalmente attuale, sottolineando la necessità di intervenire per limitare la probabilità di tali fallimenti e l’entità delle esternalità negative che essi possono produrre.

3. La crisi e le SIFIs

Sono state ampiamente criticate le istituzioni finanziarie di rilievo sistemico che hanno costantemente impiegato con disinvoltura le tecniche di cartolarizzazione, le innovazioni dell’ingegneria finanziaria, le emissioni obbligazionarie sofisticate, i derivati e gli strumenti di trasferimento del rischio di credito⁷. Tutto ciò, attraverso il ricorso prevalente a mercati *over the counter* (OTC), nei quali non si applicano le tecniche di *risk management* e, quindi, non si contengono le modalità estreme di trasformazione, amplificazione e dispersione del rischio. Ai fini di comprendere il rapporto tra SIFIs e la crisi, l’identificazione dell’epicentro è

⁵ Cfr. VISCO, *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento tenuto nell’ambito del seminario su “Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contest di sana concorrenza”, Perugia, 13 marzo 2010.

⁶ Cfr. BLACK W.C., *Those Who Forget the Regulatory Successes of the Past are Condemned to Failure*, in Working Papers, 2009.

⁷ Cfr. CAPRIGLIONE F., SEMERARO G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, UTET 2012; LEMMA V. “La riforma degli intermediari finanziari non bancari nella prospettiva di Basilea 3”, in Rivista elettronica di diritto, economia e management, 2011, pp. 184 – 198.

sicuramente importante, ma ciò che ancor più importa è la rapidità e l'intensità con cui la seconda si è propagata e, quindi, la sua connotazione «sistemica»⁸.

L'instabilità diffusa e globale, ha trovato sentieri e modalità di trasmissione nei mercati finanziari e, in modo particolare, nelle interdipendenze esistenti tra intermediari finanziari, banche ed imprese assicurative.

Dinamiche di svalutazione degli attivi presenti nei bilanci degli intermediari e una dura crisi di liquidità hanno provocato, in un breve arco temporale, una concatenazione di tutti i rischi finanziari rilevanti, facendo registrare aumenti, resi eccessivi dalla presenza di forti correlazioni interne, del rischio di controparte, di credito, di *funding*, del *market liquidity risk*, e del rischio di *default*.

In virtù di ciò, il sistema finanziario, nonostante la sua solida articolazione di mercati, intermediari e strumenti, non è stato più in grado di elaborare, trasformare, gestire e contenere il rischio al proprio interno⁹. Neutralizzata la capacità sistemica di assorbire il rischio da parte del sistema finanziario, i segmenti bancari hanno iniziato a produrre *esternalità* negative, coinvolgendo infine anche l'economia reale e trasformando l'originaria instabilità finanziaria in una crisi di fiducia globale¹⁰.

A tal fine, si è reso necessario l'intervento pubblico, con l'adozione di misure urgenti e massicce per salvaguardare la fiducia, componente fondamentale della funzionalità delle transazioni economico-finanziarie e condizione necessaria per la stabilità di tutti i sistemi socioeconomico-politici¹¹. È noto il generale apprezzamento per la reazione delle banche centrali, che hanno immesso nei rispettivi sistemi bancari grandi quantità di liquidità, donde lo specifico rilievo dell'ampliamento dei requisiti di stanziabilità per le operazioni di *repurchase agreement* e attraverso interventi di *quantitative easing*.

Analoga considerazione assiste, in generale, l'azione dei governi nazionali, i quali sono dovuti intervenire assicurando il sostegno degli attivi problematici e del *funding* degli intermediari creditizi, l'estensione delle garanzie pubbliche, la creazione di strutture di *bad banking*, le agevolazioni per operazioni di *bail-out*, il supporto alla ricapitalizzazione degli intermediari o interventi diretti di ricapitalizzazione degli stessi e, in casi particolarmente gravi, la nazionalizzazione di banche¹².

Si perviene, dunque, ad una prima conclusione secondo cui il default di *Lehman* ha rischiato di indurre il fallimento totale del sistema finanziario, con assoluta conferma della definizione di *too big to fail*, e delle sue più precise declinazioni che si riferiscono oltre che alle dimensioni operative degli intermediari, anche alla loro centralità sistemica e all'intensità delle loro interconnessioni reciproche, sottolineando la tesi della *regulatory supervision failure*¹³ e segnalando l'inizio di una nuova fase di regolamentazione.

⁸ Cfr. MOTTURA, *Per una ri-regolamentazione efficace*, cit., p. 4.

⁹ Cfr. CALOMIRIS *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next*, in Working Papers, October, 2008.

¹⁰ Cfr. STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the Global Economy*, Norton & Company, 2010.

¹¹ Cfr. RONIGER, *La fiducia nelle società moderne*, Rubbettino Editore, 1992.

¹² Cfr. MOTTURA, *Per una ri-regolamentazione efficace*, cit.

¹³ Sull'argomento RUSSO, *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di «Regulatory Failure»*, in *Banca Impresa e Società*, 2009, n. 2.

4. Criticità attuali e la prospettiva di Basilea 3.

Il ruolo delle SIFIs nel mercato finanziario e l'incapacità del sistema di frenarne le turbolenze portano a guardare con maggiore preoccupazione al patrimonio di questa tipologia di banche, riconoscendo l'importanza della sua adeguatezza e della qualità dei componenti (incluse le riserve di liquidità e la ponderazione della leva finanziaria). Alla luce di tale scenario, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS)¹⁴ ha proposto una serie di riforme che hanno l'obiettivo di rafforzare la capacità del sistema bancario di assorbire shock derivanti da tensioni sul mercato dei capitali, riducendo così il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale¹⁵.

Durante la crisi il sistema bancario mondiale si è trovato "disarmato" di fronte al propagarsi degli squilibri, con un livello insufficiente di patrimonio di qualità elevata; questo è avvenuto in quanto le perdite su crediti e le svalutazioni subite hanno impattato direttamente sugli utili non distribuiti (quota parte del patrimonio "core") e le banche si sono trovate costrette a dover ricostituire la propria dotazione di patrimonio in pieno stato di crisi, ovvero quando ciò risultava particolarmente più difficile.

Inoltre, la maggior parte degli intermediari creditizi che ha sofferto consistenti perdite durante la crisi, o che è stata "salvata" da interventi pubblici, presentava un coefficiente patrimoniale ante-crisi al di sopra del minimo imposto da Basilea¹⁶, ma la maggioranza degli strumenti ibridi e innovativi, computati all'interno del loro patrimonio di vigilanza, si sono rivelati inefficaci meccanismi di assorbimento delle perdite¹⁷.

Come è noto, infatti, ad oggi, esiste la possibilità per le banche di computare nel patrimonio di vigilanza un'ampia varietà di strumenti¹⁸ – ibridi e innovativi¹⁹ – che non posseggono le stessa

¹⁴ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria costituisce un'assise per la cooperazione in materia di vigilanza bancaria. Esso si propone di migliorare e rafforzare le prassi di vigilanza e di gestione del rischio a livello mondiale. Il Comitato è composto da rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza di Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italia, Lussemburgo, Messico, Paesi Bassi, Regno Unito, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Turchia. Il Segretariato del Comitato ha sede presso la Banca dei Regolamenti Internazionali a Basilea, Svizzera.

Il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza è l'organo direttivo del Comitato di Basilea e si compone dei Governatori delle banche centrali e dei responsabili degli organi di vigilanza (diversi dalle banche centrali) dei paesi membri.

¹⁵ Cfr. BIS, *La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: rapporto al G20*, Ottobre 2010.

¹⁶ Per esempio, il coefficiente patrimoniale di base (*tier 1*) dei grandi gruppi bancari europei a fine 2006, poco prima dello scoppio della crisi, era in media pari all'8%, ben al di sopra del minimo regolamentare stabilito al 4%. Al riguardo Sironi, *Crisi finanziaria e riforma delle regole: quali implicazioni per le banche e il sistema economico?*, in *Economia & Management*, 2010, n. 3.

¹⁷ Più in generale, circa il significato e gli effetti della natura ibrida degli strumenti finanziari previsti, anche per le banche, con la riforma del diritto societario del 2003 cfr., tra gli altri, MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 433 ss.

¹⁸ Si v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Giugno 2006.

¹⁹ Per intervenire sul Patrimonio di base, in aggiunta o in alternativa all'aumento di capitale, si possono emettere strumenti innovativi di capitale (cd. *Preference Shares*), i quali sono uno strumento ibrido in quanto titoli obbligazionari, ma computabili nel Patrimonio di Vigilanza come *Tier 1 Capital*, insieme con le azioni, per un importo non eccedente

valenza, in termini di capacità di assorbire perdite del *common equity*, definito come la somma del capitale sociale versato e delle riserve utili.

Inoltre, a livello internazionale non sussiste una definizione univoca di capitale, soprattutto con riferimento alle modalità con le quali questi strumenti ibridi possono essere computati nel patrimonio supplementare; ne consegue che un gran numero di banche ha raggiunto un aumento del proprio coefficiente patrimoniale soprattutto facendo ricorso all'emissione di questi strumenti e, solo in via marginale, con un aumento vero e proprio della componente di capitale "core".

Dunque, il sistema bancario mondiale si è trovato ad affrontare la crisi con un livello insufficiente di patrimonio di elevata qualità, non in grado di assorbire gli *shock*, e lo stato di crisi ha evidenziato la mancanza di informazioni che consentissero agli operatori di valutare e confrontare in modo appropriato la qualità del capitale tra le diverse istituzioni e l'esistenza di differenze, nella definizione di patrimonio, tra le varie giurisdizioni.

Pertanto, la crisi ha posto in evidenza come una più elevata qualità del capitale, che sperimenti l'utilizzo diffuso di strumenti di qualità primaria, il più possibile assimilabili al capitale versato dai soci per quanto attiene alla stabilità nel tempo e all'effettiva disponibilità, implichi una maggiore capacità di assorbire le perdite e ciò significa avere banche più solide e resilienti alle fasi di tensione.

Risulta, quindi, necessario giungere ad una definizione di capitale comune a livello internazionale, così da evitare impianti regolamentari difformi, soprattutto per quegli intermediari che operano, a livello *cross-border*, nei medesimi mercati (c.d. *level playing field*).

Si è comunque dell'avviso che il semplice incremento della dotazione patrimoniale regolamentare e una sua definizione univoca, non possano, da sole, essere sufficienti a rimuovere i profili critici di inadeguatezza del capitale regolamentare, essendo opportuna anche una più significativa attività di revisione, al fine di ri-allineare il capitale delle banche ai profili di rischio assunti.

I nuovi standard globali promossi per affrontare i rischi a livello di singole istituzioni e di sistema vanno sotto il nome di "Basilea 3" e vengono implementati in Europa con la c.d. *Capital Requirements Directive 4* (per ora solo "*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms*")²⁰, pubblicata

il 15% del patrimonio di base (calcolato comprendendo detti titoli) e a seguito dell'autorizzazione della Banca d'Italia, concessa comunque solo per le somme effettivamente ricevute e a disposizione della banca al momento della segnalazione. (la quota eventualmente eccedente il 15% può essere inserita nel patrimonio supplementare fra gli strumenti ibridi di patrimonializzazione).

²⁰ La proposta, che andrà a sostituire le precedenti direttive sui requisiti di capitale, la 2006/48/CE e la 2006/49/CE, è stata ideata per contenere al suo interno due strumenti legislativi distinti e correlati: una Direttiva ed un Regolamento.

La Direttiva disciplina l'accesso alle "attività di deposit-taking" nelle aree dove il grado di prescrizione è minore e dove i collegamenti con le normative nazionali sono particolarmente importanti. Può essere recepita in maniera differente dai diversi Stati dell'UE e copre aree dell'attuale CRD (I-II e III) dove le disposizioni dell'UE necessitano la trasposizione nella normativa nazionale dei singoli Stati Membri, in modo compatibile con gli ordinamenti interni di ciascuno, tra cui rilevano in primo luogo i *Capital buffers* (la direttiva introduce 2 buffers di capitale in aggiunta ai requisiti minimi: un buffer di conservazione del capitale identico per tutte le banche dell'UE e un buffer di capitale anticiclico la cui determinazione avviene a livello nazionale); In secondo luogo il *Leverage ratio* (l'introduzione di

sotto forma di proposta e non in versione definitiva, dalla Commissione Europea il 20 Luglio 2011.

Alla luce di quanto precede si comprende che il lavoro del Comitato di Basilea e della Commissione Europea è orientato verso la tenuta del sistema bancario, tramite il rafforzamento dello schema di adeguatezza patrimoniale, rifacendosi integralmente ai tre pilastri di Basilea 2²¹.

Più in particolare, le riforme sinora proposte ambiscono alla copertura dei rischi innalzando sia la qualità che la quantità della base patrimoniale. Va notato che laddove Basilea 2 si concentrava soprattutto sull' "asset-side" dei bilanci bancari, Basilea 3 si focalizza maggiormente sul lato delle passività di bilancio, capitale e liquidità.

Si perviene ad una prima conclusione in ordine alla capacità delle riforme in atto. Esse potenziano, al contempo, la dimensione microprudenziale, contribuendo ad aumentare la capacità di resistenza dei singoli istituti di credito a forti periodi di stress, e quella macroprudenziale, affrontando i rischi sistemici che possono generarsi e accumularsi nel settore bancario e l'amplificazione prociclica di tali rischi nel tempo. A ben considerare, questi strumenti di vigilanza, micro e macroprudenziale, sembrano complementari e interconnessi; ci si aspetta, dunque, che da una migliore tenuta a livello di singola banca si possa ridurre il rischio di shock di portata sistemica²².

un indice di leva finanziaria allo scopo di limitare una crescita eccessiva dell'indebitamento nei bilanci di banche e imprese di investimento); in terzo luogo una migliore gestione della liquidità (con l'introduzione di un nuovo quadro regolamentare per la gestione della liquidità che include 2 livelli minimi di *liquidity risk ratio* (30 day LCR e 1 year NSFR) e introduzione di un set standard di misurazioni comuni per il loro monitoraggio). In definitiva, può dirsi che la CRD 4 apporta alcune piccole modifiche alle regole descritte in Basilea 3, allo scopo di prendere in considerazione le peculiari diversità del sistema bancario europeo. La proposta della Commissione rispetta sia l'equilibrio sia il livello di ambizione di Basilea 3, ma ci sono almeno 2 ragioni del perché non sia stato possibile fare un semplice "copy/paste" di Basilea 3 all'interno della proposta: 1) Basilea 3 necessita di essere assoggettata al controllo democratico; 2) Basilea 3 è studiata per essere applicata alle "internationally active banks", mentre nell'UE la CRD4 verrà applicata a tutte le banche (circa 8.300) e a tutte le imprese d'investimento .

²¹ I Tre Pilastri dell'Accordo riguardano:

- I requisiti patrimoniali minimi: il primo pilastro illustra le regole per calcolare i requisiti di capitale minimo richiesto a fronte delle attività bancarie e i criteri per misurare l'esposizione delle banche alle tre categorie di rischio: di credito, di mercato e operativo.
- Il controllo prudenziale: il secondo pilastro promuove la collaborazione attiva tra le banche e le Autorità di Vigilanza Nazionali chiamate a esprimere un giudizio sull'adeguatezza del controllo dei rischi messo a punto in ciascuna banca. La Banca d'Italia, Autorità di Vigilanza preposta per l'Italia, verifica la compatibilità dei metodi di calcolo adottati dalle singole banche, il rispetto dei vincoli organizzativi e le procedure di gestione del rischio con quanto previsto dal Comitato di Basilea Basilea II prevede per le Banche Centrali un maggiore potere discrezionale nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche, legata all'evenienza di imporre una copertura superiore ai requisiti minimi.
- Disciplina del Mercato e Trasparenza: il terzo pilastro definisce le modalità e i contenuti della comunicazione delle banche al mercato sui livelli patrimoniali e sui metodi usati nella misurazione, valutazione e gestione dei rischi assunti.

²² Cfr. ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, 2009, n. 10.

5. Controllo microprudenziale e patrimonio di vigilanza.

Alla luce delle considerazioni che precedono, sembra possibile ritenere che bella nuova definizione della vigilanza prudenziale, il controllo del capitale di rischio che supporta gli intermediari finanziari assume rinnovata centralità, donde il maggior peso che viene assegnato al *common equity*²³, e quindi alla componente di migliore qualità del patrimonio di una banca.

In tal senso orientano le presenti indicazioni dell'EBA, che all'indomani della sua costituzione ha incrementato i requisiti patrimoniali richiesti alle banche²⁴.

Sicché, in particolare, si comprende la ragione per cui l'obiettivo della riforma è la ricomposizione dei requisiti patrimoniali delle banche verso strumenti di più elevata qualità con potenziamento del *Common Equity Tier 1*²⁵. Inoltre, si ha una semplificazione strutturale della definizione di patrimonio di vigilanza come somma di patrimonio di base (*Tier 1*) e patrimonio supplementare (*Tier 2*)²⁶, focalizzando l'attenzione sulla loro reale capacità di assorbire perdite “on a going concern basis” o sulla loro funzionalità in caso di crisi “on a gone concern basis”.

Per quanto riguarda il *Common Equity*, il Comitato di Basilea e la Commissione hanno deciso di adottare una definizione più “restrittiva” rispetto a quella di “core tier 1” presente in Basilea 2, prescrivendo che le deduzioni regolamentari siano applicate a tale componente anziché al patrimonio di base (*Tier 1*) o a quello supplementare (*Tier 2*), come attualmente avviene. Di conseguenza, non sarà più possibile per le banche esibire un coefficiente tier 1 elevato insieme

²³ Nel documento “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari”, aggiornato al giugno 2011, Il BCBS, al paragrafo n. 52, definisce il *Common Equity Tier 1* come composto dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- azioni ordinarie emesse dalla banca che soddisfano i criteri di classificazione come azioni ordinarie a fini regolamentari (o gli strumenti equivalenti per le banche costituite in forma diversa dalla società per azioni);
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel *Common Equity Tier 1*;
- riserve di utili;
- riserve da valutazione e altre riserve palesi¹⁰;
- azioni ordinarie emesse da filiazioni consolidate della banca e detenute da soggetti terzi (ossia interessi di minoranza) che soddisfano i criteri di computabilità nel *Common Equity Tier 1*. Cfr. la sezione 4 per i criteri pertinenti;
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del *Common Equity Tier 1*”.

²⁴ EBA *consultation paper on draft regulatory technical standards on Own Funds*, April 2012.

²⁵ L'art. 23, Parte 1, Titolo 2 della *Capital Requirements Directive 4* definisce il Tier 1 Capital come quella parte di patrimonio base di una banca, o impresa d'investimento, in grado di assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa o *going concern*, costituita dalla somma di *Common Equity Tier 1* e *Additional Tier 1*. Agli artt. successivi elenca le componenti di alta qualità che vanno a formare il *common equity tier 1*, cioè il patrimonio di qualità primaria, come segue (art. 24, co. 1 - “Common Equity Tier 1 items”).

Dagli artt. 29 a 46, prendono posto invece le disposizioni relative ai filtri prudenziali, alle deduzioni e agli aggiustamenti regolamentari relativi al *Common Equity Tier 1*, rese molto più rigide e stringenti rispetto alla normativa precedente. Patrimonio supplementare o Tier 2 (in grado di assorbire le perdite in caso di crisi – gone concern).

²⁶ Per quanto concerne il Tier 2 Capital, questo viene definito come quella forma di capitale supplementare in grado di assorbire le perdite in caso di liquidazione della banca, o impresa d'investimento, (on gone concern) ed è composto da quegli strumenti di capitale e relativi sovrapprezzo delle azioni (art. 59 e ss. della proposta alla Direttiva CRD 4) che rispettano le seguenti caratteristiche (art. 60 – Tier 2 Instruments CRD 4): ad esempio, alcune banche detenevano ingenti volumi di prodotti creditizi complessi e illiquidi nei propri portafogli di negoziazione senza disporre di una quantità di capitale proporzionale al rischio assunto.

a un modesto livello di *common equity* al netto delle deduzioni regolamentari.

Inoltre, il Comitato di Basilea ha disposto che la nuova definizione di capitale venga applicata a tutte le “internationally active banks”²⁷, perseguendo l’obiettivo di omogeneizzazione della definizione a livello globale, mentre a livello europeo, con la “CRD 4”, si cerca di confluire tutta la legislazione in materia in un unico corpus normativo che disciplina l’attività bancaria con l’obiettivo di migliorare la trasparenza e l’effettiva applicazione delle misure adottate²⁸.

Gli Accordi di Basilea 3 introducono anche livelli di capitale più elevati: il requisito minimo per il *common equity* viene innalzato dall’attuale livello del 2%, al 4,5% dopo l’introduzione dei più rigidi criteri. Viene anche prevista la costituzione di 2 *buffers* patrimoniali: il *capital conservation buffer* nella misura del 2,5%, aggiuntivo rispetto ai minimi di capitale, da utilizzarsi in caso di recessione generale; e il *counter cyclical buffer*, un cuscinetto nella misura del 0% – 2.5% di *Common Equity Tier 1* o “fully loss absorbing capital” che potrà essere imposto alle singole banche dalle autorità nazionali per una loro maggiore patrimonializzazione nelle fasi economiche favorevoli. Più specificamente tenendo conto del *capital conservation buffer*, il requisito totale per il *common equity* sale al 7%²⁹.

L’aumento della quantità di capitale si aggiunge alla definizione più stringente di *common equity* e al rafforzamento dei requisiti patrimoniali a fronte delle attività di *trading*, del rischio di controparte e di altre operazioni connesse ai mercati dei capitali. Considerate nel loro insieme, tali misure rappresentano un significativo innalzamento del requisito patrimoniale minimo per assicurare che le banche siano in grado di resistere a situazioni di stress come quelle sperimentate durante l’ultima crisi.

Come verrà esaminato più approfonditamente in seguito, le autorità di vigilanza potranno imporre *buffer* patrimoniali aggiuntivi in periodi di eccessiva espansione del credito e, nel caso delle banche di importanza sistemica, potranno richiedere una maggiore capacità di assorbimento delle perdite. Il requisito relativo al patrimonio di base (tier 1), che oltre al *common equity* comprende altri strumenti finanziari computabili secondo criteri più stringenti rispetto agli attuali, sarà elevato dal 4 al 6% (senza considerare il *conservation buffer*).

Sicché, la nuova definizione di patrimonio finisce col rappresentare di per sé un significativo miglioramento del regime patrimoniale globale, che viene però ulteriormente potenziato da

²⁷ BIS – Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari” Dicembre 2010 (aggiornamento al giugno 2011).

²⁸ La proposta si pone l’obiettivo di raggiungere un “Single Rule book” e cioè requisiti prudenziali omogenei all’interno dell’UE.

²⁹ Si v. il Consiglio ECOFIN (22 Ottobre 2011) “*Consenso sul pacchetto per il settore bancario*”. Al par. 4 – Capitalizzazione delle banche, il Consiglio, riguardo agli obiettivi di capitale afferma che «il consenso è ampio sul requisito di un coefficiente patrimoniale decisamente più elevato pari al 9% di capitale di elevatissima qualità dopo aver considerato la valutazione di mercato delle esposizioni di debito sovrano, entrambi dal 30 settembre 2011, al fine di creare una riserva temporanea che è giustificata dall’eccezionalità delle circostanze. Questo obiettivo di capitale in termini quantitativi dovrà essere raggiunto entro il 30 giugno 2012, in base a piani concordati con le autorità di vigilanza nazionali e coordinati dall’ABE. La valutazione prudente non inciderebbe sulle pertinenti norme di rendicontazione finanziaria. Le autorità di vigilanza nazionali, sotto l’egida dell’ABE, devono assicurare che i piani delle banche intesi a rafforzarne il capitale non comportino un’eccessiva riduzione della leva finanziaria, mantenendo tra l’altro il flusso di credito per l’economia reale e tenendo conto degli attuali livelli di esposizione del gruppo - filiali comprese in tutti gli Stati membri- nella consapevolezza che occorre evitare un’indebita pressione sull’estensione del credito nei paesi ospitanti o sui mercati del debito sovrano».

una maggiore copertura dei rischi, dall'introduzione di riserve precauzionali aggiuntive e da più elevati requisiti patrimoniali minimi.

Per quanto riguarda, invece, la necessità di un aumento dei requisiti di capitale a fronte di operazioni di cartolarizzazioni complesse, di esposizioni nel *trading book* e per il rischio di controparte, la loro ragione d'essere è ravvisabile nel fare in modo che il nuovo *framework* regolamentare sia in grado di identificare e catturare tutti i rischi rilevanti, oltre ad innalzare la qualità e il livello della base patrimoniale.

Va tuttavia ricordato che negli ultimi periodi di crisi molti di questi rischi non hanno trovato una copertura adeguata nell'approccio *risk-based*³⁰ e l'incapacità di cogliere la presenza di questi rischi, in bilancio e fuori bilancio, così come quelli rivenienti da esposizioni relative a strumenti derivati, ha concorso in misura significativa ad accentuare lo stato di criticità.

Alla luce di ciò, appare condivisibile la scelta del del legislatore comunitario che ha introdotto modifiche volte a migliorare lo schema patrimoniale legato a queste posizioni, ad esempio inasprendo considerevolmente i requisiti patrimoniali minimi per le cartolarizzazioni complesse. A tal fine sono state elevate le ponderazioni al rischio sulle esposizioni connesse a operazioni di ri-cartolarizzazione,³¹ per riflettere meglio il rischio nascosto in questi prodotti, e sono stati innalzati i requisiti patrimoniali per le esposizioni nei confronti di veicoli fuori bilancio.

Elemento fondamentale del programma di riforme è, dunque, il potenziamento del patrimonio di vigilanza a fronte del portafoglio di negoziazione. Infatti, sono stati sensibilmente rafforzate le norme che disciplinano i “minima” patrimoniali per le esposizioni nel *trading book* e, tra i cambiamenti, figurano anche un requisito per il VaR in condizioni di *stress (stressed VaR)*³² e un *incremental risk charge (IRC)* per i rischi di migrazione e di insolvenza³³.

In definitiva, con il nuovo schema applicato al *trading book* le banche dovranno mediamente detenere capitale aggiuntivo in misura da tre a quattro volte superiore al precedente requisito, portando gli standard prudenziali più in linea con i rischi connessi ai portafogli di negoziazione delle banche³⁴. L'inasprimento dei requisiti patrimoniali per le attività di trading, attività in derivati e per le operazioni di cartolarizzazione, rafforza la definizione più rigorosa di patrimonio.

Concludendo sul punto, rileva l'*altro* fattore di rischio che si identifica nel deterioramento della qualità creditizia delle controparti, che è stato parimenti un'importante causa di perdite su crediti. Di conseguenza, il Comitato ha concentrato la propria attenzione sull'innalzamento dei requisiti prudenziali per il rischio di controparte e sul miglioramento della gestione di tale rischio.

³⁰ Ad esempio, alcune banche detenevano ingenti volumi di prodotti creditizi complessi e illiquidi nei propri portafogli di negoziazione senza disporre di una quantità di capitale proporzionale al rischio assunto.

³¹ ad esempio, CDO di ABS.

³² CRD 4, Parte 3, Titolo 4 “Own funds requirements for Market Risk”, Capitolo 5 “Use of internal models to calculate own funds requirements”, Sezione 2 “General Requirements”, art. 354 “*VaR and stressed VaR Calculation*”.

³³ CRD 4, Parte 3, Titolo 4 “Own funds requirements for market risk”, Capitolo 5 “Use of internal models to calculate own funds requirements”, Sezione 4 – Internal model for Incremental default and migration risk”, Art. 361 e ss.

³⁴ Cfr. BIS, “La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: rapporto al G20”, ottobre 2010.

È stato, infine, previsto l'impiego di input in condizioni di *stress* per determinare il requisito a fronte del rischio di insolvenza e nuovi standard patrimoniali per proteggere le banche contro il rischio di degrado del merito di credito di una controparte³⁵.

6. (segue): Ratios e leverage in una prospettiva di ripresa economica

Un ulteriore elemento chiave dello schema di Basilea 3 è l'introduzione di un indice di leva finanziaria non basato sul rischio (*non-risk-based leverage ratio*) ad integrazione dei requisiti patrimoniali "risk-based".

Alla vigilia della crisi, molte banche segnalavano per la componente patrimoniale *tier 1* robusti coefficienti ponderati per il rischio, ma, allo stesso tempo, accumulavano elevati rapporti di indebitamento sia in bilancio che fuori bilancio. L'utilizzo di questo indice supplementare viene messo a presidio di una eccessiva crescita del grado di leva nel sistema e serve anche da freno aggiuntivo contro i tentativi di "aggirare" i requisiti basati sul rischio.

Quindi viene imposto agli istituti di credito un *leverage ratio* che non contempli la ponderazione per il rischio, ma che comprenda tutte le poste sotto la linea. Nel luglio 2010 il Comitato ha definito la struttura e la calibrazione dell'indice di leva, che costituirà la base per i test da effettuare durante il periodo di sperimentazione. Esso propone di testare un indice di leva minimo *tier 1* del 3% a partire dal 1° Gennaio 2013³⁶.

Ne consegue che il *leverage ratio* comprenderà le posizioni in bilancio e fuori bilancio e quelle in derivati. Il trattamento dei derivati sarà armonizzato tra i vari regimi contabili utilizzando la definizione regolamentare di compensazione (c.d. *netting*)³⁷. Per le banche globali con significativa operatività nei mercati dei capitali la calibrazione al 3% potrebbe risultare

³⁵ In particolare, il nuovo trattamento previsto per il rischio di controparte entrerà in vigore il 1 gennaio 2013. I principali obiettivi relativi al *Counterparty Credit Risk* (CCR) sono l'aumento delle ipotesi di correlazione e quindi delle ponderazioni per il rischio delle SIFIs; l'aumento del *Risk weight* del CCR per le banche che usano modelli interni (*expected positive exposures*, or EPE) attraverso un set di specifiche misure come lo stressed EPE; e, infine, l'aggiunta di un nuovo requisito di 1° pilastro, volto a catturare il potenziale aumento nel CVA, durante un orizzonte temporale di 1 anno, dovuto all'incremento dello spread creditizio delle controparti. Il CVA (*Credit Valuation Adjustment*) è identificabile come il rischio di perdite causato da variazioni del "credit spread" della controparte, dovuto al deterioramento del suo standing creditizio ("*market value of counterparty credit risk*").

La regolamentazione di Basilea 2 tiene conto solo del rischio di inadempimento (default) della controparte, ma non prevede una rettifica dei requisiti patrimoniali per tenere conto del deterioramento delle esposizioni derivante da un peggioramento delle condizioni di mercato (ad es. un innalzamento dello spread sui CDS). Mentre la crisi finanziaria ha messo in evidenza che le perdite prodotte dal fenomeno del deterioramento del merito di credito della controparte si sono rivelate di importo ben più rilevante (circa i 2/3) di quelle derivanti dai veri e propri default della controparte. Per questo, nell'ottica di Basilea 3 e della CRD 4, le banche devono calcolare un requisito patrimoniale specifico per il rischio di controparte inerente alle perdite potenziali derivanti dalla valutazione al *mark-to-market* dei crediti (CVA).

³⁶ Si v. CRD 4, Parte 7 "Leverage" art. 416 "Calculation of the leverage ratio".

³⁷ Si v. CRD 4, Parte 3, Titolo 4 "Own funds requirements for market risk", Capitolo 2 "Own funds requirements for position risk", Sezione 1 – General provisions and specific instruments, Art. 316 – Netting.

più prudente rispetto alle tradizionali misure di leva finora esistenti in alcuni paesi. Ciò è principalmente il risultato riveniente dall'applicazione della nuova definizione di patrimonio e dall'inclusione delle poste fuori bilancio nel calcolo dell'indice di leva.

7. Systemic liquidity charges e standard minimi di liquidità

Altra evidenza della crisi finanziaria è il deterioramento di banche dotate di un buon livello di patrimonializzazione, le quali sono incorse in gravissime situazioni di difficoltà a causa di squilibri strutturali di liquidità.

Da qui l'esigenza di assicurare una adeguata dotazione di risorse liquide (o quanto meno la possibilità di un facile accesso alle medesime) quale condizione necessaria per la stabilità del settore bancario³⁸.

In altri termini, è ormai chiaro che le difficoltà riscontrate da alcune banche sono imputabili al mancato rispetto dei principi basilari di gestione del rischio di liquidità³⁹. Alla luce di ciò, nel settembre 2008 il Comitato di Basilea ha pubblicato il documento *"Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision"*, annunciando nuovi standard per la liquidità che si sono aggiunti alla gestione del livello del rischio di liquidità proprio di ogni banca e all'attuale set di norme prudenziali.

Rileva, in proposito, che il documento in parola fornisce linee guida per la gestione e la supervisione del rischio di provvista (rischio di *funding*); impone agli intermediari più stringenti criteri di "liquidity management", con riferimenti che vanno dalla gestione infragiornaliera, alla conduzione di esercizi di stress sufficientemente severi, alla predisposizione di un *Contingency Funding Plan* ed alla costituzione di buffer di liquidità adeguati.

Pur essendo del tutto simili ai coefficienti patrimoniali, va notato che tali requisiti di liquidità stabiliscono livelli minimi e promuovono condizioni di parità concorrenziale; ciò, al fine di contribuire ad evitare una competizione verso standard meno prudenti e possono, altresì, limitare la volontà di un'istituzione di intraprendere strategie di raccolta rischiose.

Detti standard risultano utili a risolvere il problema del rischio sistemico di liquidità, innalzandone i cuscinetti individuali di ciascun intermediario e riducendo così il *mismatching* nelle scadenze; penalizzando le esposizioni verso altre controparti finanziarie, essi contribuiscono alla riduzione delle interconnessioni del sistema finanziario e della probabilità di perdite di liquidità⁴⁰.

³⁸ Cfr. RESTI, SIRONI, *Comprendere e misurare il rischio di liquidità*, in *Bancaria*, 2007, n. 11.

³⁹ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANKING, *Liquidity Risk Management of cross-border banking groups in the EU*, Ottobre 2007.

⁴⁰ Tuttavia, i nuovi requisiti di liquidità non sono concepiti per mitigare il *liquidity risk* sistemico. La tendenza delle istituzioni finanziarie è quella di sottostimare il rischio di liquidità in tempi favorevoli con l'aspettativa di un supporto di liquidità da parte delle banche centrali in caso di difficoltà. I *policy makers* non sono stati capaci di mettere in atto un quadro regolamentare per fare questo e l'assenza di una robusta metodologia per misurare il rischio di liquidità

Inoltre, il Comitato di Basilea ha rafforzato la regolamentazione della liquidità elaborando due requisiti quantitativi *minimi* integrati da un insieme di strumenti di monitoraggio volti a migliorare la coerenza dell'attività di vigilanza a livello internazionale⁴¹.

Le nuove regole sono state sviluppate per conseguire due obiettivi distinti, ma complementari. Il primo è promuovere la resilienza a breve termine del profilo di rischio di liquidità degli intermediari creditizi, assicurando che essi dispongano di sufficienti risorse liquide di alta qualità per superare una situazione di stress acuto della durata di un mese attraverso la fissazione di un *Liquidity Coverage Ratio* (LCR).

Quanto precede ascrive peculiare rilievo al secondo obiettivo dell'intervento in esame, che trova compendio con la resistenza a più lungo termine fornendo alle banche maggiori incentivi a finanziare la loro attività (e, dunque, attingendo su base strutturale a fonti di provvista più stabili) attraverso il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR)⁴².

Si arriva, pertanto, ad ascrivere peculiare rilievo alla *provvista stabile*, intesa quale tipo e importo di capitale (di rischio e di prestito) che - si ritiene - costituisca fonte affidabile di risorse e di liquidità (anche se valutata in un orizzonte temporale di un anno e in condizioni di stress prolungato).⁴³

8. Provvedimenti macroprudenziali nell'intermediazione cross border

A fonte dell'esigenza di assicurare una solidità delle banche di rilievo sistemico sono rese necessarie misure regolamentari di più ampia portata, capaci di mitigare la prociclicità e rafforzare la tenuta del sistema bancario. In tale ambito, di particolare importanza sono le iniziative volte ad affrontare i rischi derivanti dalle interconnessioni tra banche globali con rilevanza sistemica, oltre alle problematiche legate alla risoluzione degli istituti a livello nazionale e internazionale e il *moral hazard* associato alle istituzioni considerate troppo grandi per fallire ("too big to fail").

Va infatti ricordato che, in passato, l'azione di vigilanza è stata orientata a contenere i rischi dei singoli intermediari o dei gruppi bancari e finanziari in un'ottica microprudenziale; proprio per questo non riesce a cogliere e a contenere l'esposizione al rischio sistemico, tranne quando questa non risulti dalla semplice aggregazione e somma dei rischi individuali delle singole istituzioni. Invece, un'ottica di vigilanza macroprudenziale è inevitabile per raccogliere

sistemico ha indebolito gli sforzi fatti per proporre un liquidity surcharge. Il FMI (2011) suggerisce 3 potenziali misure per il rischio di liquidità sistemico con l'obiettivo di sviluppare uno strumento macroprudenziale utilizzabile per aiutare a mitigare tale tipologia di rischio.

⁴¹ Cfr. BIS, *Basilea 3 – Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*, dicembre 2010.

⁴² Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms – Part I*, luglio 2011.

a. 43

informazioni, analizzare le potenziali esposizioni a shock comuni da parte degli intermediari e valutarne l'interconnessione, con il fine ultimo di contenerne il rischio sistemico.

Per converso, è ora, necessario contenere i rischi che derivano dalla prociclicità⁴⁴ della finanza, che si genera dalla tendenza, congenita nel settore bancario, di accumulare rischi e debito quando le condizioni economiche sono favorevoli, per poi ridurli drasticamente al mutare della congiuntura economica.

A ben considerare, nel nuovo contesto regolamentare dovranno essere riconsiderati anche alcuni effetti prociclici generati dalle stesse regole di vigilanza (Basilea 2 in particolare), inserendo nella normativa strumenti che mirano ad evitare l'eccessiva crescita dell'indebitamento nelle fasi di euforia dei mercati. Per far ciò deve essere richiesto alle singole banche di costituire risorse patrimoniali aggiuntive nelle fasi favorevoli, cioè quando il rischio si accumula nei loro bilanci, per poi utilizzarle quando le condizioni economiche si deteriorano e il rischio si concretizza materialmente⁴⁵.

Ne consegue l'esigenza di un intervento che nel valutare gli aspetti problematici della prociclicità, affronti in modalità innovative il problema della quantificazione dei requisiti minimi di capitale, della previsione di accantonamenti forward looking, dell'agevolazione di buffer di capitale e del contenimento del credito erogato nelle fasi di espansione del ciclo economico. In primo luogo, i requisiti patrimoniali introdotti con Basilea 2, essendo per definizione "risk-sensitive", non possono che risultare prociclici per natura. La prima componente del "toolkit" anticiclico predisposta dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS) su misura per ogni singolo intermediario, consiste nell'utilizzare il processo del secondo pilastro per rettificare le probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD) calcolate dalle banche che utilizzano il metodo basato sui rating interni (*internal ratings-based*, IRB) durante periodi del ciclo favorevoli con quelle stimate in condizioni recessive⁴⁶.

⁴⁴ Con il termine ciclicità si intende la tendenza dei requisiti patrimoniali della banca a fluttuare in dipendenza del ciclo economico e, segnatamente, a ridursi nelle fasi di crescita ed aumentare in quelle recessive. Meritevole di attenzione è la situazione in cui il meccanismo appena descritto non si limiti ad effetti di primo livello, ma – attraverso un fenomeno di "avvitamento" – inneschi una fase di ulteriore retroazione dal settore finanziario a quello reale, esasperando gli effetti di primo "round". In dottrina cfr. RESTI E SIRONI, cit.

In particolare, in una fase di recessione, il peggioramento dell'economia reale determina un peggioramento della qualità del portafoglio prestiti di una banca; questa, a sua volta, è costretta a reperire sul mercato nuove fonti di capitale al fine di lasciare immutata l'offerta di credito, o – alternativamente – a contrarre le attività ponderate. Considerato che in una fase recessiva non risulta sempre agevole reperire immediatamente nuovo capitale di rischio, tale seconda circostanza sembra più probabile (Comunque, anche nel caso in cui la banca riuscisse a reperire tempestivamente nuovo capitale, la flessione dell'utile lascerebbe, nella migliore delle ipotesi, invariato il PdV, non permettendo alla banca di aumentare l'offerta di credito in una fase congiunturale in cui il supporto all'economia sarebbe particolarmente necessario); considerando l'effetto a livello aggregato, si avrà quindi la contrazione dell'offerta di credito, con la conseguente retroazione nel settore reale (MANZELLI, in *Bancaria*, 2009).

⁴⁵ Poiché queste riforme sono destinate a trasformare il quadro regolamentare globale e a promuovere un sistema bancario più robusto, il Comitato ha compiuto un'accurata valutazione dei potenziali effetti di Basilea 3, sia sul settore bancario sia sull'economia nel suo complesso. Tale studio è giunto alla conclusione che il passaggio a requisiti patrimoniali e di liquidità più stringenti dovrebbe avere un impatto modesto sulla crescita economica. Inoltre, i benefici economici di lungo periodo supereranno ampiamente i costi associati agli standard più severi. In prospettiva, il Comitato intende concentrare i propri sforzi sull'applicazione di Basilea 3 e delle connesse prassi di vigilanza ottimali.

⁴⁶ Cfr. CEBS, *Position paper on a countercyclical capital buffer* (luglio 2009), consultabile all'indirizzo www.cebs.org/getdoc/715bd0f9-7af9-47d9-98a8-778a4d20a880/CEBS-position-paper-on-a-countercyclical-capital-b.aspx.

Per le banche che hanno sviluppato sistemi di *rating* “point-in-time” e che, dunque, potrebbero giungere a stime del rischio maggiormente influenzate dalle oscillazioni economiche cicliche, si prevede l’applicazione di un fattore di scala che converta i risultati dei modelli di PD in stime *through-the-cycle*, permettendo di contenere l’aumento delle PD nelle fasi recessive ed evitando potenziali effetti negativi sull’offerta di credito⁴⁷.

Tuttavia, così concepito, tale fattore di scala non determina il rilascio di quantità di capitale per sostenere la ripresa. In questo senso, si tratta di una misura che, da un lato, limita la ciclicità, ma che, dall’altro, non ha funzionalità anticiclica né, tanto meno, di controllo del ciclo del credito.

In secondo luogo, si prevedono *politiche di accantonamento anticicliche*. Il Comitato intende promuovere metodologie più robuste di stima degli accantonamenti da parte delle banche soprattutto attraverso un cambiamento, all’interno dei principi contabili, a favore di un approccio basato sulle perdite attese (*expected loss*, EL).

Il Comitato è favorevole ad un approccio EL che rilevi le perdite effettive in modo più trasparente e sia altresì meno prociclico rispetto all’attuale approccio basato sulle perdite sostenute (*incurred loss*)⁴⁸.

Secondo tali logiche, gli accantonamenti devono essere basati sulla valutazione delle perdite attese derivanti dalla misurazione del profilo di rischio degli impieghi. Si tratta, quindi, di superare l’approccio basato sul concetto di perdite realizzate – retrospettivo e quindi molto prociclico – ammettendo rettifiche a fronte delle perdite attese.

In terzo luogo, rileva la costituzione di riserve addizionali nelle fasi espansive cui poter attingere in periodi di tensione, con l’obiettivo di attenuare la prociclicità nel sistema bancario e in quello finanziario in generale. Tale misura prevede la fissazione di un *ratio* patrimoniale di conservazione del capitale per assicurare che tutte le banche costituiscano e conservino, in espansione, cuscinetti di patrimonio al di sopra del minimo regolamentare.

Al fine di perseguire l’obiettivo di una vera conservazione del capitale viene stabilito un legame tra la capacità della banca nell’adempimento del *ratio* e le possibilità di pagamento dei dividendi, o di acquisto di azioni proprie o di compensi straordinari al personale: quando il livello del patrimonio di una banca si avvicina al requisito minimo, il *conservation buffer* impone un vincolo alle distribuzioni discrezionali dell’istituto e quanto più l’intermediario è lontano dal raggiungimento del *ratio*, tanto minore è la quota di utili che può utilizzare agli scopi sopra elencati⁴⁹.

Così facendo, si intende evitare il ripetersi di casi nei quali politiche di distribuzione di utili

⁴⁷ Si v. il documento del FSA, *Variable Scalar Approaches to Estimating Through the cycle PDs* (febbraio 2009), consultabile all’indirizzo: www.fsa.gov.uk/pubs/international/variable_scalars.pdf.

⁴⁸ Il Comitato sostiene fermamente l’iniziativa dello IASB volta a passare all’approccio EL, con l’obiettivo di migliorare l’utilità e la rilevanza della rendicontazione finanziaria a beneficio degli *stakeholder*, incluse le autorità di vigilanza prudenziale. Al riguardo ha pubblicato e trasmesso allo IASB un insieme di principi guida di alto livello che dovrebbero ispirare le riforme per la sostituzione dello IAS 39 (*Guiding principles for the revision of accounting standards for financial instruments issued by the Basel Committee* (agosto 2009) consultabile all’indirizzo www.bis.org/press/p090827.htm.)

⁴⁹ Si ritiene che il sacrificio richiesto agli azionisti, in termini di minori utili distribuibili, possa essere ampiamente compensato dalla maggiore robustezza patrimoniale che la banca acquisirebbe e tale fattore potrebbe risultare decisivo in periodi recessivi particolarmente severi.

particolarmente generose hanno determinato la contrazione della base patrimoniale; del resto una maggiore quota di utili, non distribuiti (*retained earnings*) nelle fasi recessive, consentirà di disporre di capitale a sostegno dell'operatività corrente della banca in periodi di tensione.

Questo schema regolamentare permette di rafforzare l'obiettivo di una solida vigilanza sulla governance bancaria e affronta il problema dei comportamenti collettivi che hanno impedito ad alcune banche di ridurre le distribuzioni di *bonus* discrezionali e di più alti dividendi anche in presenza di un deterioramento della situazione patrimoniale.

Infine, alla conservazione del capitale viene affiancato un *buffer* macroprudenziale, il cui scopo è conseguire il più ampio obiettivo di proteggere il settore bancario da fasi di eccessiva espansione del credito totale.

E' stato disposto un *buffer* anticiclico di capitale (*countercyclical buffer*), variabile dallo 0 al 2,5%, costituito da *common equity* o altri strumenti di capitale capaci di assorbire pienamente le perdite; la sua applicazione dipenderà dalle specifiche situazioni nazionali, in quanto, per un dato paese, il meccanismo del *buffer* entra in funzione solo quando condizioni di eccessiva espansione creditizia si traducono in un'accumulazione di rischio a livello di sistema.

Il *buffer* anticiclico, quando operante, funzionerebbe come un'estensione del *capital conservation buffer*. Viceversa, sarebbe possibile attingere a queste risorse qualora i rischi si materializzassero durante una fase di recessione e quando, a giudizio delle autorità di vigilanza, il capitale liberato contribuirebbe ad assorbire perdite nel sistema bancario che rappresenterebbero una minaccia per la stabilità finanziaria. Diminuirebbe, altresì, il rischio che il credito disponibile all'economia sia limitato solo ai requisiti di adeguatezza patrimoniale.

9. Nuove prospettive di controllo dei rischi

Se, di certo, la prociclicità ha amplificato gli *shock* nella loro dimensione temporale, con tutta probabilità l'interconnessione tra banche sistemicamente rilevanti ha contribuito alla trasmissione degli *shock* dal sistema finanziario all'economia reale.

In tale contesto, la presenza di operatori *cross-border* di dimensioni rilevanti rispetto alle capacità di intervento governativo degli stati d'origine, ha contribuito a rendere più onerosi gli effetti della crisi e a complicarne la gestione⁵⁰.

In sintesi, il problema è, ad oggi, ampiamente dibattuto e le principali questioni si riscontrano innanzitutto nella definizione e nell'identificazione delle istituzioni sistemiche. Per molto tempo, la rilevanza sistemica è stata fatta coincidere con la dimensione dell'intermediario, definito per l'appunto "too-big-to-fail", criterio parziale e insoddisfacente.

La crisi ha reso, infatti, evidente che il fallimento di intermediari relativamente piccoli può determinare ripercussioni sull'intero sistema finanziario e che, a parità di dimensione, operatori diversi pongono rischi sistemici differenti a seconda del loro grado di interconnessione (*too-interconnected-to-fail*) o del modello di business da essi adottato.

⁵⁰ Cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*, maggio 2011.

Esistono poi intermediari le cui crisi, se considerate a livello individuale, non porrebbero minacce alla stabilità complessiva del sistema, ma che hanno la tendenza a comportarsi in modo simile, e cioè ad essere sensibili agli stessi fattori di rischio e ad entrare in crisi simultaneamente (*too-many-to-fail*).

Nonostante i passi avanti compiuti nella individuazione di un indicatore sintetico della rilevanza sistemica di un intermediario, è onesto riconoscere che l'obiettivo non è stato ancora centrato. Anche le più rigorose tecniche statistiche, che tentano di sviluppare indicatori continui di "sistemicità", hanno mostrato limiti nel momento in cui si è cercato di trasporle nella regolamentazione finanziaria.

Al riguardo, appare più realistico orientarsi verso approcci basati su una più ampia valutazione di quei fattori chiave, quali la dimensione, l'interconnessione, la composizione dell'attivo e del passivo, lo sfruttamento della leva finanziaria, il grado di trasformazione delle scadenze, che possono determinare la rilevanza sistemica di una istituzione⁵¹.

La seconda questione concerne la riduzione del rischio generato dagli intermediari sistemici. La soluzione più evidente è quella di impedirne la formazione, attraverso vincoli di tipo strutturale ovvero operando una distinzione tra le attività bancarie tradizionali, più sicure e da sottoporre a regolamentazione, e quelle, invece, più rischiose, poco regolamentate per le quali non sarebbero previsti salvataggi pubblici.

Tra le misure definibili di "vigilanza strutturale", vengono proposte alcune regole che cercano di limitare la dimensione, la rischiosità, o la complessità degli intermediari in parola o la gamma di attività da loro svolte (cioè tutte quelle caratteristiche che li rendono "*too big or too interconnected to fail*"). Alla base di tali misure c'è la convinzione che sia le limitazioni relative ad una regolamentazione prudenziale più severa, volta a prevenire le crisi e ad eliminare le esternalità negative associate con la grandezza, la complessità e l'interconnessione degli intermediari, sia l'imposizione di vincoli per garantire che le risoluzioni avvengano in modo ordinato, siano in qualche modo necessari⁵².

Proposte concrete per la limitazione della dimensione delle istituzioni finanziarie includono sia l'imposizione di un tetto di crescita, dimensionale ed operativo, sia eventuali restrizioni circa la trasferibilità degli *asset* e della liquidità "domestica", all'interno degli intermediari appartenenti al gruppo con attività *cross-border*, sia lo *spin-off* delle istituzioni in entità più piccole e più facili da gestire⁵³.

Un esempio di questo genere di proposte è sintetizzato dal recente Dodd Frank Act, elaborato dai regulators statunitensi, che fissa un tetto alla dimensione dei depositi garantiti e delle istituzioni sistemiche non bancarie, proibendo i processi di fusione nel caso in cui le passività consolidate dell'entità risultante costituiscano più del 10% dell'aggregato formato dalle

⁵¹ Cfr. CAROSIO, *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale*, Intervento al Convegno ADEIMF, "Crisi finanziaria e capital adequacy degli intermediari: aspetti regolamentari, gestionali e di governance", gennaio 2010.

⁵² Cfr. CARMASSI, LUCHETTI, MICOSI, Report of the CEPS-Assonime Task Force on bank crisis resolution, *Overcoming Too Big To Fail: a regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector*, 2010.

⁵³ Al riguardo, i salvataggi avvenuti in Europa durante la crisi sono stati coadiuvati da attività di *deleveraging*, che hanno ridotto l'entità dei bilanci e con la dismissione di unità di *business*. Questo approccio ha cercato di risolvere i problemi di competizione e di ridurre il rischio che i salvataggi aggravassero il problema del *moral hazard*.

passività consolidate dell'intero sistema finanziario.

Le proposte volte invece a limitare la gamma delle attività esercitate dagli intermediari assumono svariate forme: misure per separare le banche commerciali dalle banche d'investimento, come il Glass-Steagall Act del 1933, che includono la costruzione di "firewalls" per arginare l'attività di *retail banking (utility bank)* da quella di *wholesale/investment banking (casino bank)* all'interno dei medesimi gruppi bancari⁵⁴, o la Volcker Rule⁵⁵, che impone vincoli nell'attività di "proprietary trading" della banca e negli investimenti in *hedge funds* o fondi di *private equity*.

Va, altresì, considerato che l'insieme delle misure dirette a risolvere il problema del "*too big to fail*" hanno la capacità di ridurre la probabilità che le istituzioni generino rischio sistemico, ma ci sono alcune significative difficoltà nella loro implementazione. Si può argomentare che tali proposte sono retrograde ed inefficienti e che possano contrastare l'innovazione finanziaria e lo sviluppo del settore.

In particolare, i limiti alla crescita dimensionale e il "*downsizing*" delle banche, hanno guadagnato il supporto dei collegi dei supervisori internazionali, ma il loro impatto sulle economie di scala non risulta ad oggi valutabile⁵⁶.

Per quanto riguarda, invece, i limiti alla gamma di attività delle banche regolate, questi vengono guardati con favore in quanto contribuiscono a renderle strutturalmente più semplici e a facilitare l'identificazione e la gestione dei rischi al loro interno. Ed ancora, chiedere alle banche di separare le attività rischiose dalla gestione tradizionale potrebbe comportare lo spostamento dei rischi al di là della portata dei regolatori e il loro trasferimento altrove, ma sempre all'interno del sistema finanziario⁵⁷.

In presenza di innovazione finanziaria, inoltre, interventi di tipo strutturale si prestano ad aggiramenti della normativa, con la conseguenza di espandere, invece che di eliminare, lo *shadow banking system*, che favorisce ampi spazi per forme di arbitraggio regolamentare.

Del resto, le nuove regole prudenziali sui rischi di mercato e di controparte dovrebbero già essere un forte disincentivo all'eccessiva crescita delle attività diverse dall'intermediazione tradizionale. Infatti, le attività considerate "più rischiose", quali ad esempio le attività di *trading* in derivati, le cartolarizzazioni complesse e le esposizioni fuori bilancio, già possono essere limitate attraverso le misure prudenziali e l'imposizione di più elevati coefficienti ponderati per il rischio, come dettato dall'Accordo di Basilea.

Vengono anche introdotti ulteriori requisiti patrimoniali per attenuare i rischi derivanti dall'interconnessione di singole istituzioni finanziarie globali, attraverso esposizioni reciproche, e che dovrebbero contribuire ad una riduzione del rischio sistemico.

Rientrano in tale ambito gli incentivi patrimoniali per le banche ad avvalersi di controparti centrali per i derivati *over-the-counter*; i requisiti patrimoniali più alti a fronte di esposizioni

⁵⁴ Per approfondimenti sull'argomento, si v. AVGOULEAS, *The reform of 'too big to fail' bank: a new regulatory model for the institutional separation of casino from utility banking*, 2010.

⁵⁵ Sull'argomento BANI, *Il diritto dell'Economia ai tempi della crisi: la Volcker Rule come risposta degli USA*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2011, n. 2.

⁵⁶ Cfr. DERMINE, SCHOENMAKER, *In Banking, Is Small Beautiful?*, 2010.

⁵⁷ Cfr. STERN, "Better Late Than Never: Addressing Too-Big-To-Fail", marzo 2009 e "Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts", 2004.

all'interno del settore finanziario; l'introduzione di requisiti di liquidità che penalizzino l'eccessivo ricorso alla raccolta interbancaria a breve termine per finanziare impieghi a medio/lungo periodo.

Analogamente, le proposte che prevedono di chiedere ai gruppi bancari *cross-border* di riorganizzare la propria attività all'estero nella forma di filiazioni autonome potrebbero avere ripercussioni negative sul processo di integrazione dei mercati e sui benefici che esso produce. Si tratta di soluzioni che potrebbero limitare i vantaggi della diversificazione e lo sfruttamento delle economie di scala, fattori determinanti nella decisione di operare al di là dei confini nazionali, nonché essere di ostacolo allo sviluppo di sistemi di controllo e gestione dei rischi integrati, in grado di consentire una visione d'insieme dei rischi ai quali l'intermediario è esposto⁵⁸.

Ne conseguirebbe un insieme di filiazioni, giuridicamente separate ma economicamente e strettamente interconnesse, e una capogruppo non in condizione di controllarne adeguatamente le esposizioni e i potenziali rischi.

10. Conclusioni

È ormai comune il desiderio di interventi diretti alla definizione di un nuovo assetto di vertice della supervisione che prenda a riferimento l'ambito globale dell'operatività finanziaria e, quindi, la natura sovranazionale degli intermediari finanziari di rilievo sistemico. Ovviamente, ogni valutazione in merito deve muovere da quanto si è appreso durante la recente crisi e, quindi, dalla considerazione che gli *shock* si propagano molto facilmente e rapidamente da intermediari non regolati a quelli regolati, sicché appare condivisibile l'opinione secondo cui lo *shadow banking system* assume rilevanza sistemica.

Altrettanto condivisa appare l'idea di un sistema integrato di controllo che – a livello regionale europeo – ha raggiunto un traguardo concreto con la costituzione del «Sistema europeo di vigilanza finanziaria», nel quale la compresenza di un Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS) e di nuove autorità competenti in materia assicurativa, bancaria e finanziaria (EIOPA, ESMA ed EBA) appare idonea a supportare un primo livello di regolazione e controllo transfrontaliero.

Nonostante appaia prematuro esprimere giudizi sulla efficacia dei poteri rimessi a questo nuovo complesso autoritativo, i nuovi interventi, per il momento, non riescono ad escludere l'intervento emergenziale della BCE, che ancora oggi è impegnata con misure non convenzionali, *long term financial operations* e *Outright monetary transaction*, al fine di assicurare il corretto funzionamento dei mercati dei capitali. In definitiva, sembrano ancora preferibili i tradizionali strumenti di vigilanza prudenziale, nei quali l'autorità monetaria assolve anche a compiti di vigilanza (sugli intermediari) e di garanzia (del funzionamento del sistema di mercato).

Sul piano tecnico, le soluzioni prospettate nel corso dell'indagine si compendiano nel

⁵⁸ Cfr. DERMINE, SCHOENMAKER, *In Banking, Is Small Beautiful?*, cit.

rispondere all'esigenza di un maggiore allineamento tra il costo sociale e quello privato che sono connessi con il fallimento di un intermediario finanziario; costi che – ovviamente - travalicano i confini di un singolo ordinamento nazionale quando si trova in difficoltà una SIFIs. Sicché, in concreto, l' eventuale intervento di sottoscrittori di *contingent capital*⁵⁹ - in luogo di denaro pubblico – eviterebbe che l'onere del salvataggio ricada su un solo sistema paese.⁶⁰

Nel capitale si identifica, infatti, il presidio più importante che un intermediario possiede per fronteggiare le perdite derivanti dal verificarsi dei rischi assunti nell'esercizio delle sue funzioni. Quantificare, mantenere e ripristinare un'adeguata dotazione patrimoniale è un compito fondamentale per assicurarne funzionalità e sopravvivenza. Tuttavia, se - come ampiamente discusso nel presente lavoro - si può ritenere che vi sia un ampio consenso circa l'esigenza di prevedere un ammontare minimo di capitale (proprio, di pieno rischio), molto più controverse appaiono le modalità pratiche volte a soddisfare tale esigenza.

Definire in modo concreto un assetto regolamentare che disciplini l'adeguatezza patrimoniale è esercizio non agevole, né scevro di conseguenze visto che si compendia nella necessità di conciliare le esternalità rilevanti dell'attività finanziaria (e, dunque, gli interessi che verrebbero irreparabilmente lesi in caso di suo fallimento) con il costo della loro garanzia (in termini di remunerazione del capitale).

Nonostante ciò, permangono specifici dubbi sulla reale efficacia del capitale proprio (e, dunque, anche del *contingent capital*), nonché sulla capacità del mercato di trovare in sé le risorse per fronteggiare una crisi di illiquidità di una SIFIs.

Appare chiaro, infatti, che il manifestarsi di una crisi di un intermediario, di un comparto, di un mercato genera un impatto tale da richiedere l'intervento di poteri sovraordinati rispetto a quelli degli operatori. Al presente, infatti, l'autoregolazione appare sufficiente solo a predisporre, prima che il dissesto si manifesti, procedure interne efficienti per una ordinata gestione del rischio di liquidità.⁶¹

⁵⁹ L'impiego del *contingent capital* in situazioni in cui non possa essere assicurata la continuità operativa ("gone concern") accrescerebbe il contributo del settore privato alla risoluzione di future crisi bancarie, riducendo così il *moral hazard*. Il Comitato ha pubblicato di recente una proposta secondo cui i termini contrattuali degli strumenti di capitale dovrebbero comprendere una clausola che consenta, a discrezione dell'autorità competente, di svalutare o convertire tali strumenti in azioni ordinarie qualora la banca sia giudicata dall'autorità non più in grado di preservare la propria integrità finanziaria o qualora sia stata oggetto di una ricapitalizzazione da parte del settore pubblico (o di una misura di sostegno equivalente) senza la quale avrebbe dovuto essere liquidata. Il Comitato sta altresì valutando la possibilità di impiegare il *contingent capital* e il *bail-in debt* in ipotesi di continuità aziendale quali strumenti aggiuntivi per rafforzare la capacità di assorbimento delle perdite di banche sistemicamente rilevanti.

⁶⁰ Il Comitato di Basilea, in collaborazione con il Financial Stability Board (FSB), ha sviluppato un approccio integrato alle istituzioni finanziarie sistemicamente rilevanti che può includere combinazioni di misure quali requisiti aggiuntivi di capitale (*capital surcharges*), *contingent capital* e *bail-in debt*. Nell'ambito di questa iniziativa, il Comitato sta elaborando una proposta su una metodologia provvisoria comprendente indicatori sia quantitativi che qualitativi per valutare la rilevanza sistemica delle istituzioni finanziarie su scala mondiale.

⁶¹ La liquidazione di una banca internazionale è un'operazione complessa, e la crisi finanziaria ha messo in luce ampie lacune nelle tecniche di intervento e negli strumenti necessari per una risoluzione ordinata. L'ordinata liquidazione di una banca internazionale è un fattore cruciale per far fronte al rischio sistemico e al problema degli istituti "too big to fail". Basandosi sugli insegnamenti forniti dalla crisi e su un'analisi delle procedure nazionali di liquidazione, nel marzo 2010 il Comitato ha pubblicato il documento "Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group", che presenta misure concrete per migliorare la gestione delle crisi e delle risoluzioni internazionali.

In tale contesto, infatti, la soluzione delle crisi degli intermediari di rilievo sistemico non esaurisce i suoi effetti con riguardo agli interessi che si accentrano nel singolo operatore (anche quando essi hanno articolate ramificazioni *cross-border*), ma si estende sino a migliorare le condizioni generali del mercato finanziario. Ne consegue il riscontro di un interesse generale che necessariamente deve essere, sul piano ordinamentale, affidato alle *cure* di una pubblica autorità e, sul piano dell'efficacia, inquadrato in un'ottica che non sia esclusivamente nazionale, ma riferita ad una prospettiva europea o globale.

Sicché, in conclusione, le prospettive di sviluppo dell'intermediazione *cross-border* - e, dunque, l'emergere dell'esigenza di prevenire l'esposizione ai rischi (*derisking*) - suggeriscono l'implementazione - quantomeno a livello regionale europeo - di meccanismi unitari (o meglio, *singoli*) per la risoluzione delle crisi sistemiche, i quali siano in grado di operare sul mercato finanziario globale al fine di promuovere le condizioni di regolarità necessarie per assicurare lo sviluppo sostenibile dell'economia. Donde l'ipotesi di un'Unione bancaria che, concentrando istituzionalmente il nuovo Sistema europeo di vigilanza finanziaria e la BCE, assommi la responsabilità della gestione della politica monetaria e dell'esercizio della supervisione sugli intermediari che, nell'esercizio della loro attività, mettono a rischio il sistema economico comunitario ⁶².

⁶² Cfr. *Commission proposal* del 12 settembre 2012 per un «Single supervisory mechanism» (SSM) e il favorevole commento di Draghi, *Introductory statement to the press conference*, Brdo pri Kranju, 4 ottobre 2012, pubblicato sul sito www.ecb.int

Bibliografia

- Avgouleas, *The reform of 'too big to fail' bank: a new regulatory model for the institutional separation of casino from utility banking*, 2010.
- Avgouleas, Goodhart, Schoenmaker, *Living Wills as a Catalyst for Action*, in DSF Policy Paper, No. 4, Maggio 2010.
- Beck, Coyle, Dewatripont, Freixas, Seabright, *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition. An analysis of state-supported schemes for financial institutions*, in Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2010.
- Bani, *Il diritto dell'Economia ai tempi della crisi: la Volcker Rule come risposta degli USA*, in *Rivista Trimestrale del Diritto dell'Economia*, 2011, n. 2.
- Black W.K., *Those Who Forget the Regulatory Successes of the Past are Condemned to Failure*, in Working Papers, 2009.
- Calomiris, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next*, in Working Papers, october 2008.
- Capriglione, *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale* in AA.VV., *L'Ordinamento finanziario Italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.
- Capriglione, Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Utet, 2012
- Carmassi, Luchetti, Micossi, Report of the CEPS-Assonime Task Force on bank crisis resolution, *Overcoming Too Big To Fail: a regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector*, 2010.
- Carosio, *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale* intervento al Convegno ADEIMF: "Crisi finanziaria e capital adequacy degli intermediari: aspetti regolamentari, gestionali e di governance", gennaio 2010.
- Dermine, Schoenmaker, *In Banking, Is Small Beautiful?*, 2010.
- Lemma, *Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*, in AA.VV. *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova 2010.
- Lemma, *La riforma degli intermediari finanziari non bancari nella prospettiva di Basilea 3*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, 2011, pp. 184 – 198.
- Manzelli, *Il nuovo accordo sul capitale (Basilea II). un inquadramento generale e talune proposte di modifica*, in *Bancaria*, 2009.
- Miola, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I.
- Mottura, *Per una ri-regolamentazione efficace*, in *Bancaria*, 2010, n. 4.
- Onado, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, 2009, n. 10.
- Roniger, *La fiducia nelle società moderne*, Rubbettino Editore, 1992.
- Russo, *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di «Regulatory Failure»*, in *Banca Impresa e*

Società, 2009, n. 2.

Resti, Sironi, *Comprendere e misurare il rischio di liquidità*, in *Bancaria*, 2007, n. 11.

Sepe, *I mercati regolamentati* in AA.VV., *L'Ordinamento finanziario Italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.

Sironi, *Crisi finanziaria e riforma delle regole: quali implicazioni per le banche e il sistema economico?*, in *Economia&Management*, 2010, n. 3.

Stern, President Federal Reserve Bank of Minneapolis “*Better Late Than Never: Addressing Too-Big-To-Fail*”, marzo 2009.

- *Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, 2004.

Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the Global Economy*, Norton & Company, 2010.

Visco, *Banche, regole e vigilanza dopo la crisi*, Intervento tenuto nell’ambito del seminario su “Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contest di sana concorrenza”, Perugia, 13 marzo 2010.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Giugno 2006.

“*La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: rapporto al G20*”, Ottobre 2010.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS), *Basilea 3 – Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*, dicembre 2010.

Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, dicembre 2010.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS), *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*, luglio 2011.

European Central Banking, *Liquidity Risk Management of cross-border banking groups in the EU*, ottobre 2007.

European Commission, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms*, 20 luglio 2011.

International Monetary Fund, *The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*, maggio 2011.

- *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, Interim report to G20 Leaders, giugno 2010.

CEBS, *Position paper on a countercyclical capital buffer*, luglio 2009,

Fsa, *Variable Scalar Approaches to Estimating Through the cycle PDs*, febbraio 2009.

LA FINANZA VATICANA: OBIETTIVI ISTITUZIONALI E PROFILI ORDINAMENTALI

Isabella Cortesi

Abstract: Il presente articolo affronta la tematica della finanza vaticana, collegando la disamina dei profili rilevanti alle ragioni storiche che hanno determinato la nascita delle istituzioni finanziarie della Sede Apostolica. Tale analisi permette di approfondire il quadro giuridico all'interno del quale dette amministrazioni debbono essere riguardate, stante la caratteristica di strumentalità dello Stato della Città del Vaticano (SCV) rispetto all'organismo sovrano della Santa Sede. Ai fini della presente indagine (ed alla luce dell'impegno assunto dallo SCV nella lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo), tali considerazioni costituiscono il fondamento giuridico alla base del peculiare rapporto intercorrente tra la finanza vaticana e la regolamentazione finanziaria internazionale.

This paper is aimed at addressing the subject of the Vatican finance with regard to the historical reasons that contributed to the institution of the financial administrations of the Holy See. The analysis involves the legal framework concerning the mentioned entities, whose regulation seems deeply impacted by the *instrumental* character of the Vatican City State (VCS), functional to the safeguarding of the Holy See. In this regard – and in the effort of the VCS to be compliant with the AML/CTF discipline – it is possible to provide a general framework of the legal standards which inevitably tend to impact on the peculiar relationship between the Vatican finance and the international financial regulation.

Sommario: 1. Introduzione. – 2. Le peculiari finalità perseguite dalla finanza pontificia. – 3. *Segue*. ...e dallo SCV. – 4. L'Istituto per le Opere di Religione. – 5. L'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica. – 6. La Santa Sede e la regolamentazione finanziaria internazionale.

1. Introduzione.

La regolazione della materia finanziaria nell'ordinamento vaticano ripete lo schema gerarchico (ed istituzionale) che caratterizza l'assetto giuridico dello "Stato della Città del Vaticano"; significativo al riguardo è il riferimento, alle indicazioni della *legge canonica*, paradigma interpretativo dei criteri disciplinari ivi adottati.¹

Il momento in cui il legislatore vaticano comincia ad interessarsi dell'organizzazione economica dello Stato coincide con il giorno stesso della sua nascita, avvenuta il 7 giugno 1929, contestualmente allo scambio delle ratifiche dei protocolli costituenti i *Patti Lateranensi*², laddove venne fissato l'asse portante dell'ordinamento vaticano, vale a dire le sei Leggi organiche atte a provvedere alla sua organizzazione interna ed alla regolamentazione delle funzioni legislative, esecutive e giudiziarie.³ In detta sede si registra, infatti, l'introduzione di un "monopolio pubblico" nei settori economico-finanziario e professionale; donde la configurabilità di una costruzione ordinamentale che, ove riferita al mercato, denota carenza di socialità e libera concorrenza.⁴

Viene per tal via introdotta una forma di staticità disciplinare connessa vuoi all' "immobilismo normativo" determinato dalla tendenziale immodificabilità dei Patti sopra menzionati, vuoi all'esigenza di tener ferme nel tempo le strutture rispondenti alle finalità istituzionali dello Stato vaticano. Si spiega, quindi, la configurabilità di un complesso dispositivo che prescinde dalla natura di per sé magmatica della materia economica; ciò con ovvia interazione sulla capacità di apertura dello SCV verso forme di regolazione volte ad arricchire (e razionalizzare) il suo assetto disciplinare. Tuttavia, non può negarsi che, sotto il profilo organizzativo interno, le formulazioni normative susseguitesi nel tempo abbiano teso ad inglobare alcuni seppur minimi elementi di modernità (o quantomeno, di novità), ferma restando la conformità alle esigenze *in fieri* del "governo universale" della Chiesa.

Di fondamentale importanza, nel delineato contesto, è il ruolo svolto dalle istituzioni finanziarie aventi sede nello SCV, anch'esso strumentale alle necessità perseguite da detto Stato e, dunque, finalizzato all'espletamento di determinate funzioni. Dette strutture, invero, supportano lo snodo operativo attraverso il quale avviene il finanziamento dell'attività della Chiesa cattolica e sono riconducibili, come avremo modo di evidenziare, all'Organo di governo della Chiesa (Santa Sede) la cui azione trova nella Legge canonica la propria fonte primaria di regolazione.⁵

¹ Il sistema delle fonti del diritto vaticano è attualmente disciplinato dalla Legge n. LXXI sulle fonti del diritto, promulgata con *Motu proprio* del Sommo Pontefice Benedetto XVI il 1° ottobre 2008 ed entrata in vigore il 1° gennaio 2009 (ad integrale sostituzione della Legge n. II di eguale denominazione). L'impianto normativo in esame stabilisce che "l'ordinamento giuridico vaticano riconosce nell'ordinamento canonico la prima fonte normativa e il primo criterio di riferimento interpretativo" (art. 1). Vedi Atti di BENEDETTO XVI, Legge n. LXXI, *Legge sulle fonti del diritto*, in *A.A.S. Suppl. 79 (2008)*, p. 65 e ss.

² Cfr. Atti di PIO XI, *Trattato fra la Santa Sede e l'Italia*, in *A.A.S.*, 21 (1929), p. 208. Il Trattato lateranense ed il Concordato lateranense, sottoscritti il 22 febbraio 1929, furono ratificati con un unico atto ed entrarono in vigore contemporaneamente per l'Italia (con la legge 27 maggio 1929, n. 810) e per la S. Sede (con la pubblicazione sugli *A.A.S.* il 7 giugno 1929).

³ Atti di PIO XI, *Supplemento per le leggi e disposizioni dello Stato della Città del Vaticano*, cit.. A riguardo si veda, per tutti, CAMMEO, *Ordinamento giuridico dello Stato della Città del Vaticano*, Firenze, 1932.

⁴ Atti di PIO XI, *Supplemento per le leggi e disposizioni dello Stato della Città del Vaticano*, cit., in particolare: Legge n. V, *Legge sull'ordinamento economico, commerciale e professionale*, 7 giugno 1929, loc. cit., pp. 25 – 28.

⁵ Le istituzioni finanziarie della S. Sede (I.O.R. e A.P.S.A.) sono classificabili all'interno della categoria "enti

2. Le peculiari finalità perseguite dalla finanza pontificia

Gli avvenimenti che, nella seconda metà del secolo XIX, segnarono il definitivo tramonto dello Stato Pontificio, sono stati determinanti nella definizione dei profili ordinamentali degli apparati finanziari della Santa Sede, chiamati, per la prima volta, a confrontarsi con la realtà storica della società “contemporanea”.

In tale processo si individuano, infatti, i presupposti per l’attivazione, sotto il Pontificato di Leone XIII, di una gestione finanziaria maggiormente efficiente, connessa all’introduzione di alcuni elementi di novità nella predisposizione di un assetto strutturale adeguato a sostenere un impianto sistemico di tipo capitalistico, quale si era affermato a fine ‘800 nell’area occidentale del pianeta. Ci si riferisce, in particolare, al progressivo decentramento nella gestione del (residuo) patrimonio della Sede Apostolica, all’apertura degli apparati finanziari nei confronti di professionalità esterne di stampo non ecclesiastico, all’instaurarsi di un sostanziale regime di riservatezza sull’andamento degli affari e sulla gestione delle amministrazioni.

Consequenziale, sotto il primo profilo, la scelta di Leone XIII di coniugare l’inderogabile necessità di costituire strutture appositamente dedicate alla gestione finanziaria con forme di supervisione da parte di organismi pontifici, ravvisandosi l’opportunità di una gestione fruttifera (e maggiormente razionale) del ricostituito patrimonio della Chiesa. Ciò senza dare spazio ad una eccessiva discrezionalità d’intervento (quale tipicamente propria della funzione svolta dal Prefetto dei Sacri Palazzi Apostolici durante il pontificato di Pio IX).

Tale opera riformatrice, preordinata ad un sostanziale “decentramento” della funzione finanziaria, è alla base della costruzione istituzionale degli enti che diventeranno l’Istituto per le Opere di Religione (I.O.R.) e l’Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica (A.P.S.A.), seppur in uno stato embrionale. Come si dirà, la nascita di tali organismi divenne motore e simbolo, all’interno delle mura leonine non solo di una ricostituita autonomia finanziaria, bensì della stessa rinascita della struttura organizzativa della Santa Sede, dando contenuto ad un ampio processo di rinnovamento della stessa (volto a conciliare e *riconciare* la Sede Apostolica con i repentini sviluppi sociali, economici e giuridici del mondo circostante).

Sullo sfondo di tale processo si individua la volontà del Pontefice di partecipare direttamente alla gestione della Sede Apostolica e delle amministrazioni finanziarie di quest’ultima, secondo modalità d’intervento che, nel corso del secolo scorso, sono state progressivamente ridimensionate, in ragione delle accresciute responsabilità rivenienti dalle “sollecitudini crescenti” poste dagli impegni magisteriali della Chiesa del mondo.

E’ bene, al riguardo, far presente che la S. Sede in passato ha tenuto un atteggiamento particolarmente restio alla divulgazione di informazioni relative all’andamento delle sue amministrazioni, con

centrali della Chiesa?”. Tali enti, pertanto, rispondono direttamente al soggetto sovrano Santa Sede “che li utilizza con funzioni strumentali ed ausiliarie, per il perseguimento dei propri fini istituzionali”. Trattasi, cioè, di enti “che traggono vita dall’ordinamento canonico, dal quale sono interamente disciplinati grazie a leggi speciali derogatorie del diritto canonico comune, che esprimono quella libertà di organizzazione dei poteri di governo che è uno degli attributi tipici della sovranità”. Così DALLA TORRE, *Lezioni di diritto ecclesiastico*, Torino, 2011, p. 347. Sul carattere di originarietà dell’ordinamento canonico vedi ROMANO, *L’ordinamento giuridico*, III ed., Firenze 1977, pp. 106 e 120 e CAPITINI – LACAITA, *Stato sovrano e ipoteca clericale, Gli atti dell’Assemblea Costituente sull’art. 7*, Perugia, 1959.

particolare riferimento alla gestione delle finanze; linea comportamentale connessa alla specifica riservatezza che da sempre circonda lo svolgimento dell'attività in parola.

Ed invero, il “segreto pontificio” ha rappresentato l'unico meccanismo di (tacita) difesa con cui la Chiesa ha fronteggiato il clima di ostilità antecedente alla risoluzione della cosiddetta “questione romana”: durante il periodo che va dal 1870 al 1929, la S. Sede divenne, infatti, “in un mondo (...) ostile, parte fra parti”, non solo nei confronti del Regno d'Italia (il quale era proteso ad intercettarne gli scambi finanziari), ma anche a livello internazionale, caratterizzato da politiche orientate dalla “influenza di dottrine illuministiche e liberali” e, dunque, mirate anche a “mortificare il papato ed emarginare la Chiesa e il suo magistero”.⁶

Non deve destare meraviglia, pertanto, se profili di riservatezza ancora oggi caratterizzano l'operatività di tali istituti: essi affondano le radici nel periodo di transizione politico istituzionale che ebbe inizio sotto il Pontificato di Pio IX e si è sedimentato durante quello di Leone XIII.

3. Segue:... e dallo SCV.

Le circostanze storiche che determinarono la fine del potere temporale del Papato contribuirono - unitamente al clima di ostilità nei confronti della Chiesa riscontrabile nel periodo della cd. “questione romana” - a ridefinire l'organizzazione economico - finanziaria della Sede Apostolica, cui si accompagnò l'adozione di significative modifiche della relativa amministrazione interna.

Più in generale, rileva la stretta connessione riscontrabile tra la transizione politica del periodo 1870 - 1929 e la riorganizzazione degli apparati statali dediti alla gestione delle finanze, stante la presenza di una qualche potestà temporale, sia pur limitata al territorio che prenderà la denominazione di “Stato della Città del Vaticano”.

Al riguardo, necessita ricordare che il regime giuridico introdotto dalla legge delle Guarentigie disponeva, in maniera unilaterale, dei diritti di un soggetto riconosciuto come “sovrano”, senza tuttavia che questo fosse stato interpellato; d'altra parte, la *sovranità* che veniva riconosciuta al Pontefice non aveva concrete forme di estrinsecazione (non contemplando neanche il diritto di proprietà dei palazzi nei quali abitava).⁷

Tale periodo di *cattività* fu interrotto con l'istituzione dello Stato della Città del Vaticano, avvenuta il 7 giugno 1929 contestualmente allo scambio delle ratifiche dei protocolli costituenti i cd. *Patti lateranensi*, preordinati al fine precipuo di “assicurare alla Santa Sede l'assoluta e visibile indipendenza, [e] garantirLe una sovranità indiscutibile pur nel campo internazionale”.⁸ Sin dalle

⁶ Cfr. CARDIA, *La soggettività internazionale della S. Sede e i processi di integrazione europea*, in *Rivista Europa e diritto privato*, 1999, 4, p. 960 e BARBERINI, *La partecipazione della S. Sede a convenzioni, trattati ed accordi internazionali*, in *Quaderni di diritto e politica ecclesiastica*, 2, 2011, p. 405. Vedi anche MATTIOLI, *Dallo Stato Pontificio allo Stato della Città del Vaticano*, *Revista Brasileira de estudos políticos*, n. 92, Junho - Dezembro de 2005, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte - Brasil, pp. 9 - 42.

⁷ L'art. 5 della legge delle Guarentigie disponeva il godimento, ma non la proprietà, per i Palazzi Apostolici del Vaticano e del Laterano con tutti gli edifici, i giardini, ed i terreni annessi, considerati inalienabili.

⁸ Cfr. Atti di PIO XI, *Trattato fra la Santa Sede e l'Italia, Premessa, cit.*. La stipula del Trattato Lateranense segnò il momento della definitiva risoluzione della cosiddetta “questione romana”, essendo inteso “ad assicurare alla Santa Sede una vera e propria e reale sovranità territoriale (non conoscendosi nel mondo, almeno fino ad oggi, altra forma di sovranità vera e propria se

origini, pertanto, veniva riconosciuta alla Sede Apostolica la piena proprietà, nonché l'esclusiva ed assoluta potestà e giurisdizione sovrana sullo Stato di nuova costituzione; da qui la restaurazione della sovranità temporale del Pontefice e l'avvio di un ordinamento giuridico capace di "rapportarsi (...) in posizione di parità al suo esterno e di supremazia al suo interno".⁹

Contestualmente, venne fissato l'asse portante dell'ordinamento vaticano, vale a dire le sei leggi atte a provvedere alla regolamentazione dell'esercizio delle funzioni legislative, esecutive, giudiziarie, nonché della materia finanziaria e professionale. Al riguardo, è bene far presente che, nello SCV, la legislazione economica si sia cristallizzata in forme idonee al raggiungimento di determinati obiettivi; donde il suo inquadramento in senso funzionale al perseguimento della missione della Chiesa nel mondo. Conseguisce la mancata predisposizione di forme disciplinari idonee a svolgere la funzione di elemento catalizzatore dei mutamenti corrispondenti al rapido divenire economico (contrariamente ai processi evolutivi che, storicamente, hanno coinvolto gli assetti ordinamentali dei sistemi finanziari moderni).

Si è in presenza, invero, di una realtà che offre lo spunto a considerazioni di specifico rilievo incentrate sulla definizione della *Città del Vaticano* quale "Stato – apparato". Viene in primo luogo in considerazione la attribuzione alla Santa Sede della sovranità spettante ad un organismo politico territoriale avente "la natura, i caratteri e gli attributi di un effettivo Stato indipendente e sovrano"¹⁰; prerogativa che va analizzata nel riferimento alla circostanza che gli elementi costitutivi di uno Stato (territorio, popolo e potestà sovrana) denotano nella fattispecie alcune peculiarità.¹¹

E' appena il caso di ricordare che lo Stato della Città del Vaticano - il cui organo supremo di governo è costituito dalla Santa Sede (secondo il senso più ristretto di "persona o ufficio del Pontefice", come disposto dal can. 361) - è un territorio neutrale ed inviolabile (art. 24, secondo comma, Trattato Lateranense), privo di un sistema economico – produttivo proprio e di una popolazione "virtualmente in espansione". Trattasi di uno Stato in cui l'elemento confessionale assume primario rilievo in quanto, pur non pervenendo alla qualificazione del medesimo come "Stato teocratico", ribadisce la funzione (ontologica) di garanzia della indipendenza e sovranità della S. Sede; ovviamente esso è di impedimento a qualsivoglia forma di adesione all'Unione Europea, ritenuta da autorevole dottrina "istituzionalmente impossibile".¹² Nella realtà in esame la cittadinanza viene attribuita in ragione del servizio prestato alla S. Sede e non in base ai criteri solitamente presi in considerazione dagli altri Stati (*ius sanguinis, ius soli*); donde la mancanza di riferibilità ad una "popolazione", nel senso tradizionale del termine e, più in generale, l'assenza di motivazioni a base di una tutela delle forme di produzione e di sviluppo riscontrabili in via ordinaria.

La mancata possibilità di aderire alla Comunità europea è, poi, alla base dell'assenza dei vincoli

non appunto territoriale)". PIO XI, *Allocuzione in occasione della firma del Trattato e del Concordato nel Palazzo Lateranense*, "Il nostro più cordiale", 11 febbraio 1929, in *A.A.S.* 21 (1929), p. 105.

⁹ Così G. DALLA TORRE, *Lezioni di diritto ecclesiastico*, Torino, 2011, p. 361. L'A. rimanda, a proposito, alla Premessa del Trattato lateranense e all'art. 1 della Legge fondamentale vaticana del 7 giugno 1929, n. I.

¹⁰ D'AVACK, *Chiesa, Santa Sede e Città del Vaticano nello jus publicum ecclesiasticum*, Firenze, 1937, p. 182.

¹¹ "Nello Stato della Città del Vaticano si riscontrano parecchie assai gravi e vistose anomalie rispetto a quelli che comunemente si ritengono elementi costitutivi di uno Stato: territorio popolazione sovranità". Così RUFFINI, *Lo Stato della Città del Vaticano (considerazioni critiche)*, in *Atti della R. Accademia delle scienze di Torino*, Vol. LXVI, disp. 15, pp. 300 – 301.

¹² CARDIA, *La soggettività internazionale della S. Sede e i processi di integrazione europea*, in *Rivista Europa e diritto privato*, 1999, 4.

sociali connessi alla tutela del risparmio; ad essa consegue l'insussistenza di motivazioni volte a promuovere istanze favorevoli allo sviluppo competitivo, nonché la mancanza di un sistema produttivo proprio (dove permane l'intraducibilità di istanze preordinate al *finanziamento* allo sviluppo). La Città del Vaticano, per vero, denota "un'insormontabile peculiarità": il suo fine "non è il bene individuale e comune dei cittadini, ma la garanzia dell'indipendenza della S. Sede da ogni civile potestà".¹³

In tale contesto risulta inevitabilmente ridimensionata la socialità o, più esattamente, il fondamento economico di quest'ultima, di certo non riconducibile al fenomeno della interconnessione dei mercati e, dunque, alla responsabilità della loro gestione in linea con forme di regolazione idonee a tutelare il risparmio e l'iniziativa economica, nell'ambito di un quadro interventistico posto a garanzia di obiettivi di interesse generale.

Da qui il netto distacco (storico – evolutivo) che ha interessato da una parte le strutture della Sede Apostolica, preposte al "mero" soddisfacimento finanziario della Chiesa nel mondo, dall'altro, l'ampio novero di funzioni economiche, ma soprattutto sociali, svolte dagli enti creditizi e finanziari dei cosiddetti "Stati – nazione" della Comunità Europea.

E' questa una determinante fondamentale che consente di motivare il percorso *latu sensu* "parallelo" che questa piccola realtà statale ha seguito rispetto al processo di integrazione economica europea e, più in generale, alla internazionalizzazione dei sistemi finanziari. Si comprende, altresì, come la legislazione finanziaria vaticana appare disancorata dai due parametri che, nella materia che ci occupa, sono considerati specificamente significativi nel promuovere forme di sviluppo economico stabile: vale a dire il criterio della concorrenza del mercato ed il principio di socialità, riguardati nella loro estrinsecazione di libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi.

In tale angolazione diviene possibile rappresentare una realtà chiamata *istituzionalmente* a seguire le necessità (*in fieri*) legate al Governo della Chiesa e non anche quelle connesse con l'evoluzione del sistema economico.

Ciò posto, si chiariscono le ragioni in grado di evidenziare il difficile raccordo tra la normativa finanziaria europea e le istituzioni finanziarie operanti sotto l'autorità della Sede Apostolica, rintracciabili, sostanzialmente, nei divergenti obiettivi perseguiti dai rispettivi contesti di riferimento. Si delinea, quindi, una problematica complessa soprattutto a causa del carattere di immutabilità delle disposizioni sulla natura dello Stato della Città del Vaticano (che si presenta come istituzionalmente strumentale rispetto alla S. Sede); ragion per cui, come è stato autorevolmente sottolineato, "il giorno in cui, per impossibile ipotesi, questo Stato *oggetto* di sovranità si arrogasse di rivendicare una sovranità propria, distinta e contrastante con quella della Santa Sede, lo Stato italiano riacquisterebbe *ipso jure* la sovranità sulla particella di territorio e di popolazione a cui ha rinunciato".¹⁴

¹³ Così G. DALLA TORRE, *La nuova Legge fondamentale dello Stato della Città del Vaticano*, in *Archivio Giuridico Filippo Serafini*, Volume CCXXII, fascicolo I, 2002, p. 42.

¹⁴ Così JEMOLO, *Carattere dello Stato della Città del Vaticano*, in *Rivista di diritto internazionale*, 1929, XXXI, p. 193.

4. L'Istituto per le Opere di Religione.

È ormai un dato di acquisita e generalizzata conoscenza che il nucleo embrionale dell'Istituto per le Opere di Religione sia stato costituito l'11 febbraio 1887, sotto la denominazione di Commissione *ad pias causas*.¹⁵

E' bene precisare, peraltro, che il ricorso ad una 'Commissione amministratrice del denaro di San Pietro' (nella cui sfera d'interessi rientrano *anche* le opere di carità) affonda le sue radici in epoca antecedente alla data comunemente accolta come momento iniziale della sua costituzione, essendo questa riconducibile agli anni Settanta dell'Ottocento, vale a dire all'inizio del Pontificato di Leone XIII.

Ed invero, la distinzione tra "denaro (*ad pias causas*)" e "patrimonio" della Santa Sede (in base alla quale sono state suddivise, anche storicamente, le diverse sfere di competenza riservate, rispettivamente, all'I.O.R. e all'A.P.S.A) non rappresentava in origine una barriera, né tantomeno un discrimine tale da giustificare la costituzione di due diversi organismi, dedicati distintamente all'una o all'altra tipologia di attività; ciò, anche in una logica coerente con l'esiguità delle competenze a disposizione dell'apparato amministrativo pontificio e con la scarsità dei mezzi finanziari in quel periodo reperibili.

L'azione riformatrice di Leone XIII, in tale contesto, muove dall'esigenza di rimettere direttamente al Pontefice il governo della materia finanziaria, sì da poterla regolamentare, attraverso la costituzione *motu proprio* di Commissioni cardinalizie appositamente dedicate, operanti alle sue "immediate dipendenze". Tale opzione viene motivata, come si è anticipato, dall'esigenza di un *ritorno all'ordine*, in linea con la necessità di sostenere importanti riforme strutturali interne, nonché di riorganizzare le modalità di supporto finanziario della Curia Romana e della Chiesa nel mondo. Da qui la costituzione della Commissione Cardinalizia consultiva per l'«Amministrazione del Denaro di San Pietro e dei Beni della S. Sede», istituita con biglietto della Segreteria di Stato il 15 marzo 1878, pochi giorni dopo l'elezione di Leone XIII al soglio pontificio.¹⁶ Tale organismo si poneva quale naturale prosecuzione della Commissione istituita in precedenza da Papa Pio IX in seguito alla morte del Segretario di Stato card. Antonelli (avvenuta nel 1876), nelle cui mani, fino a quel momento, era stata accentrata la gestione della materia economica. Leone XIII affidò, quindi, ampi poteri all'indicata Commissione Cardinalizia, dando contenuto alla prima amministrazione finanziaria della Sede Apostolica.

Appare dunque necessario approfondire i poteri affidati a tale Commissione, ritenendo che, a base della riforma in parola, vi sia l'intento di introdurre meccanismi in grado di separare la gestione fruttifera del Patrimonio e del Denaro dall'ordinaria direzione dei Palazzi Apostolici (la quale comprendeva la gestione dei Musei e della Biblioteca, la manutenzione dei giardini e dei Palazzi, nonché le spese ordinarie direttamente imputabili alla persona del Sommo Pontefice), funzioni che, fino a quel momento, erano state svolte dalla Prefettura dei Sacri Palazzi.

Occorre premettere che al vaglio della nominata Commissione è stata posta non solo la

15 Per una breve illustrazione dell'Istituto, si vedano le *Note storiche* dell'*Annuario Pontificio*, 2010, p. 1919.

16 *Regolamento per l'amministrazione del Patrimonio della S. Sede approvato con chirografo del 23 maggio 1882*, in ASV, Palazzo Ap., Titoli 1, f. 2. Cfr. anche *L'Osservatore Romano*, 17 marzo 1878.

gestione diretta delle somme per tal via depositate ma anche l'approvazione dei bilanci di tutte le amministrazioni pontificie, progressivamente estendendo tali competenze, negli anni che seguirono, alla verifica della corretta gestione finanziaria della Segreteria di Stato, degli istituti scolastici, della stampa cattolica, fino alla disamina delle consistenze patrimoniali spese a supporto dei cardinali, delle diocesi bisognose, di sussidi ed elargizioni, degli impiegati pontifici e delle ordinarie spese d'ufficio. In altri termini, nella fase antecedente all'avvio della Commissione *ad pias causas* (e parallelamente all'implementazione delle funzioni svolte dalla Commissione cardinalizia del 1878), si avverte la necessità all'interno della Sede Apostolica di fornire una maggiore tutela nei confronti dei beni ecclesiastici, in particolare quelli frutto di lasciti e donazioni.

La *ratio* alla base dell'istituzione del nucleo embrionale dell'Istituto appare rintracciabile, pertanto, nella precisa volontà di costituire un'organizzazione (ed un relativo fondo) esclusivamente votata alla gestione delle offerte destinate ad opere di carità ed a congregazioni religiose, al fine di sottrarre tali disponibilità dalle confische disposte da parte del Regno d'Italia. Tali effetti, a ben considerare, consentono di giustificare (sul piano logico, come su quello fattuale) la scelta di scindere l'amministrazione del patrimonio e del denaro *già* di proprietà della S. Sede dalla gestione particolare delle disposizioni (testamentarie, di lasciti o donazioni) riguardanti la trasmissione dei beni particolari ad opere di religione, delegando la funzione in parola ad una Commissione di tre cardinali.¹⁷

L'ipotesi ricostruttiva muove dal riconoscimento di un ambito circoscritto dagli interventi normativi del legislatore italiano che, a partire dal 1862, si era affiancato con vivo interesse alla materia delle cosiddette "opere pie". È evidente come, l'istituzione della suddetta Commissione anticipò l'emanazione della nota Legge Crispi del 1890 la quale, per l'appunto, riguardava i beni e le disponibilità gestiti dalle opere pie senza considerare la particolare destinazione prescelta da donatori e fondatori, procedendo ad inglobare, progressivamente, la rete di opere sociali di matrice cattolica sparsa in tutto il territorio italiano.¹⁸ Ciò trova conferma nel preambolo del chirografo dell'11 febbraio 1887 il quale, istituendo la Commissione, ne approva, altresì, il Regolamento "ad istanza di cospicui e pii oblato" e nell'intento di "tutelare in qualche guisa i beni ecclesiastici e le pie cause da altre eversioni ed incameramenti".¹⁹

Se ne deduce che la scelta di predisporre un organismo preordinato all'allocazione dei beni e delle

¹⁷ È evidente, pertanto, come l'introduzione del nucleo originario dell'Istituto per le Opere di Religione abbia contribuito a delimitare quelle che, nel tempo, diventeranno le competenze e le attribuzioni dell'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica (A.P.S.A.). *Regolamento per l'interna direzione dell'Ufficio dell'Obolo e del Patrimonio della S. Sede*, 1 aprile 1887, in ASV, Segr. Stato, Anno 1887, Rubricella 466.

¹⁸ La legge Crispi sulle opere pie del 1890 "con il pretesto di voler creare una rete pubblica di assistenza, non fece altro che espropriare, laicizzare e rendere pubblica la rete di opere sociali in gran parte di matrice cattolica, non creando però alcunché, giacché quella rete era già esistente, viva e vegeta espressione della società civile". Così G. DALLA TORRE, *C'è del vecchio nelle falsità sull'ICI*, in *Avenire*, 28 dicembre 2011.

¹⁹ In un dispaccio dell'epoca si segnalava come tale legge disponesse in maniera unilaterale della "personalità giuridica di cui questi enti soppressi legalmente godevano da lungo tempo", senza "niun rispetto (...) alla volontà di fondatori e testatori"; anzi, si dichiararono nulle "non solo le private disposizioni e convenzioni contrarie alla legge, ma anche i divieti fatti dagli istitutori di mutare il fine delle istituzioni e le clausole di rescissione apposte dai testatori ai lasciti di beneficenza, nel caso che si mutasse il fine dell'opera da essi istituita (...) converrebbe quindi dire che niuno può disporre dei suoi beni a favore dei non indigenti (con che avrebbero a rescindersi i testamenti fatti a opere pie di chi non versa in bisogno) e che ogni più utile istituzione dovrebbe abolirsi appena ne sorge un'altra diretta allo stesso scopo". *Circolare ai Nunzi*, 5 gennaio 1890, in ASV, Segr. Stato, Anno 1890, Rubr. 241, Fasc. 1, f. 21.

disponibilità derivanti dai “pii oblatori” (da trasformare in tipologie di investimento più facilmente dismissibili, quali titoli o partecipazioni al capitale industriale dell’epoca), si correla alle limitate possibilità di difesa e reazione della Sede Apostolica nei confronti della “sovranità dimezzata” disposta dalla Legge delle Guarentigie, per il cui regime “*verius in aliena potestate sumus, quam Nostra*”, come ripeteva Leone XIII in un dispaccio privato con il suo Segretario di Stato, pochi mesi dopo l’istituzione della Commissione.²⁰

L’attuale configurazione dell’Istituto è frutto, pertanto, di modifiche successivamente intervenute le quali si proposero, lungo il corso del XX secolo, di realizzare un assetto di gestione meglio rispondente alle mutate necessità della Sede Apostolica. In tale logica si spiega come l’attività dell’Istituto, dall’originaria amministrazione dei beni disposti a favore delle opere pie, si orienterà progressivamente verso la gestione del finanziamento della Chiesa nel mondo.

Significativi in tal senso taluni Regolamenti concernenti l’organizzazione interna della Sede Apostolica, come quello del 10 agosto 1904, sostitutivo del Chirografo del 1887, a cui seguì una riformulazione della Commissione che, il 24 novembre 1904, prese il nome di Commissione Cardinalizia per le Opere di Religione²¹; mutamento di denominazione coerente, tra l’altro, con la modifica della operatività verso finalità più ampiamente riconducibili alla gestione delle disponibilità delle Congregazioni e degli Ordini Religiosi, oltre che delle Fondazioni ed Opere Pie. E’ in tale angolazione che, nel 1908, la Commissione da Cardinalizia divenne Prelazia e posta sotto la tutela e la sorveglianza della Sacra Congregazione del Concilio, a norma della Costituzione Pontificia *Sapientii Consilio*.²² In questa prospettiva, si collocano i regolamenti della Sacra Congregazione del Concilio, emanati su mandato di Pio XI: trattasi dello Statuto per la Commissione Prelazia Amministratrice delle Opere di Religione del 10 febbraio 1934 e di quello per l’Amministrazione delle Opere di Religione del 17 marzo 1941.²³

L’attuale denominazione dell’Istituto deriva dal Chirografo di Papa Pio XII risalente al 27 giugno 1942, il quale fonda ed erige nella Città del Vaticano l’«Istituto per le Opere di Religione», avente personalità giuridica, il cui scopo rimane quello di “provvedere alla custodia e all’amministrazione di capitali (in titoli od in contanti) e di immobili, gli uni e gli altri trasferiti od affidati all’Istituto medesimo da persone fisiche o giuridiche e destinati ad opere di religione e di cristiana pietà” (art. 2). Tali finalità rimangono sostanzialmente immutate nel Chirografo di Papa Giovanni Paolo II il quale “allo scopo di meglio adeguare le strutture e l’attività dell’Istituto alle esigenze dei tempi

²⁰ Lettera di S.S. Papa Leone XIII al cardinale Mariano Rampolla, Suo Segretario di Stato, in ASV, Segr. Stato, Anno 1887, Rubr. 1, Fasc. 7, f. 103 e ss..

²¹ Tali riferimenti, come quelli che seguono, sono tratti, chiaramente, da Acta PII Pp. XII, Chirographus, In Civitate Vaticana Institutum Caritatis Religionisque Operitus tutandis conditur, in AAS, 34 (1942), p. 218.

²² In quel periodo, s’innesta (e si rafforza) il legame fra la Commissione Prelazia per le Opere di Religione e l’organizzazione interna delle Casse Diocesane, il cui regolamento valutava, eventualmente, la possibilità di “depositare i capitali presso la Commissione per le Opere di Religione qui in Roma”. LAI, Atti e Documenti, Milano, 1979, pp. 76 – 77.

²³ “Lo Statuto per la Commissione amministratrice delle Opere di Religione del 10 febbraio 1934 (...) forniva indicazioni notevoli sugli «spazi elastici» concessi all’organismo, in particolare, all’art. 14 lett. b), secondo il quale: «Spetta alla Commissione... sorvegliare il sicuro impiego delle somme depositate e fissare le norme generali per gli investimenti e reinvestimenti nonché per i depositi in conto corrente tanto attivi che passivi». Seguiva poi la disciplina sulle modalità di investimento dei depositi in custodia, in amministrazione e in conto corrente (artt. 13 ss. e 17 ss.)”. Cfr. VECCHI, *L'affievolimento di sovranità dello Stato della Città del Vaticano per assorbimento nell'area monetaria dell'euro*, in Diritto Ecclesiastico, 2002, p. 1046.

facendo” innova il precedente regime disciplinare con una “nuova configurazione” per l’Istituto.²⁴ A ben considerare, su un piano gius-economico, al meccanismo di adesione (inevitabile) delle istituzioni finanziarie della S. Sede agli schemi operativi che caratterizzano la realtà del mercato globalizzato, non ha fatto da contraltare un corrispondente adeguamento sul fronte della regolazione finanziaria. Ed invero, gli enti finanziari della S. Sede nello svolgimento della loro attività, si trovano forzatamente a dover attingere ad un mercato che ha seguito, nel tempo, le linee evolutive di un progetto sociale e politico estraneo rispetto alle finalità istituzionali dello Stato della Città del Vaticano. La mancata adesione alla normativa comunitaria in materia bancaria e finanziaria, lungi dall’essere inquadrabile alla stregua di una sorta di “fuga” del sistema vaticano rispetto al cammino segnato della legalità e della trasparenza, è in realtà frutto della *ratio* tecnico – giuridica all’interno della quale si colloca l’esistenza stessa della Sede Apostolica e, di conseguenza, delle strutture operanti (e rispondenti) nel nome della sua Autorità.

Per quanto concerne, più in particolare, l’Istituto per le Opere di Religione, si è già sottolineato che la finalità (mai mutata) di tale organismo è quella di “provvedere alla custodia e all’amministrazione dei beni mobili ed immobili trasferiti o affidati all’Istituto medesimo da persone fisiche o giuridiche e destinati ad opere di religione o di carità” (art. 2 Statuto 1990). Da qui il carattere non bancario dell’attività svolta e, dunque, l’impossibilità di inquadrare lo stesso all’interno della categoria degli “enti creditizi”, dediti alla “raccolta del risparmio tra il pubblico” e allo “esercizio del credito”.²⁵ Per converso, può dirsi che l’Istituto sia qualificabile come strumento giuridico – economico attraverso il quale viene supportato l’esercizio della missione della Chiesa nel mondo, costituendo, sotto tale profilo, l’elemento attraverso il quale garantire l’indipendenza economica della S. Sede da ogni altra civile potestà; ciò in linea con le stesse finalità istituzionali dello Stato della Città del Vaticano, sancite dalla «Premessa» al Trattato Lateranense.

E’ appena il caso di far presente che l’attività dell’Istituto si sostanzia, come disposto dal citato articolo 2 del dello Statuto, nella raccolta di fondi da parte di soggetti subordinati all’autorità della S. Sede (ad esempio enti religiosi, congregazioni, missioni, dipendenti) o dello Stato della Città del Vaticano. Se ne desume una chiara indicazione in ordine alla non riscontrabilità dei presupposti di cui all’art. 10, comma 1, tub, per la configurabilità dell’attività bancaria, non rinvenendosi nella fattispecie alcuna forma di “esercizio del credito”.²⁶

Né è possibile ravvisare un’attività di “raccolta del risparmio tra il pubblico” in quanto occorrerebbe verificare la estrinsecazione dell’attività in esame verso un “pubblico” che, nella disciplina bancaria e finanziaria, assume rilevanza unicamente in relazione alla dimensione di soggetti potenzialmente esposti alla raccolta del risparmio; verifica che, sulla base delle considerazioni che precedono, si conclude con esito negativo. In altri termini, non è in alcun modo possibile ipotizzare la presenza nello I.O.R. degli elementi cui la dottrina fa riferimento per configurare lo svolgimento dell’attività

²⁴ Acta IOANNIS PAULI Pp. II, Chirographum quo nova ordinatio datur Organismo “Istituto per le Opere di Religione”, in AAS 82 (1990), pp. 1619 – 1629.

²⁵ Lo scopo dell’Istituto è, infatti, quello di raccogliere consistenze economico – patrimoniali da parte di “enti e di persone della Santa Sede e dello Stato della Città del Vaticano” con la destinazione, almeno parziale e futura, ad opere di religione o di carità (art. 2 Statuto 1990).

²⁶ A ciò aggiungasi che lo I.O.R., infatti, non mantiene riserve, né concede prestiti, come sottolineato, ad ultimo, da *L’Osservatore Romano*, 10 febbraio 2012, p. 8.

bancaria.²⁷ Tale conclusione è avvalorata dal fatto che il soggetto “controllore” dell’Istituto coincide con l’autorità alla quale rispondono, direttamente o indirettamente, le persone fisiche o giuridiche cui la raccolta dell’Istituto si rivolge: la S. Sede. Quest’ultima risulta essere, infatti, il soggetto al quale sono subordinati sia coloro che depositano i propri beni (enti e persone della S. Sede e dello Stato della Città del Vaticano), sia il soggetto dedito alla raccolta degli stessi (lo I.O.R.).²⁸ Sono queste le ragioni che consentono di distinguere l’attività dell’Istituto come espressione “atipica” di similari forme operative prese in considerazione dagli schemi disciplinari della regolazione economica.

Sotto altro profilo, appare utile ricondurre l’attività di cui trattasi all’espansione su scala internazionale delle relazioni economiche, dalla quale deriva l’eliminazione di ogni barriera alla libera circolazione di servizi e capitali; donde l’esigenza di rimettere al sistema di supervisione in aggiunta alla vigilanza sulla stabilità delle istituzioni operanti sul mercato, anche la predisposizione di forme di controllo nella lotta all’economia criminale. Ed invero, negli ultimi anni, il pericoloso intreccio fra globalizzazione e criminalità economica organizzata ha fornito terreno fertile ad alimentare le attività criminose riconducibili al riciclaggio, per tale intendendosi ogni forma operativa preordinata a movimentare i proventi di illecita provenienza, sì da trasformare la “liquidità sporca” in “fondi puliti”, investiti, cioè, in attività economiche e finanziarie perfettamente legali, utilizzabili per scelte di consumo e d’investimento.²⁹

In tale contesto si colloca l’adozione nello SCV della Legge n. CXXVII, relativa alla prevenzione ed al contrasto del riciclaggio dei proventi di attività criminose, legge promulgata in forma di *motu proprio* il 30 dicembre 2010, ad oggi integrata dal Decreto del 25 gennaio 2012, n. CLIX, convertito nella Legge n. CLXVI del 24 aprile 2012.³⁰ Giova evidenziare che l’impegno ivi assunto dalla Santa Sede non mira soltanto a conformarsi a *benchmark* comportamentali di tipo operativo, ma si propone, di rispondere ad esigenze di più largo respiro (che travalicano certamente i limiti posti dall’art. 8 della Convenzione monetaria tra l’Unione Europea e lo Stato della Città del Vaticano del 17 dicembre 2009).³¹

²⁷ Cfr. DESIDERIO, *L’Attività bancaria – Fattispecie ed evoluzione*, Milano, 2004 e, dello stesso A., *L’attività bancaria*, in AA. VV., *L’ordinamento finanziario italiano*, cit., I, in particolare pp. 392 – 399.

²⁸ Non v’è dubbio, in siffatto contesto, come un ulteriore motivo di riflessione possa essere costituito dalla caratteristica di “non predeterminazione” che investe i soggetti potenzialmente coinvolti nella raccolta dell’Istituto: la caratteristica di “ente o persona della S. Sede e dello Stato della Città del Vaticano” rappresenta, invero, una caratteristica posseduta unicamente *ex ante* e non anche un requisito di idoneità che possa essere acquisito al mero fine di intrattenere rapporti economici con lo I.O.R..

²⁹ CAPRIGLIONE, *L’anticiclaggio tra prevenzione sociale e disinquinamento del settore finanziario*, Relazione al convegno organizzato da UIP e Nemetria sul tema “La lotta al riciclaggio: etica, norme giuridiche, efficienza economica”, (Bari, 5 dicembre 1997), in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1998, fasc. 4, p. 419.

³⁰ Sulla disciplina anticiclaggio introdotta nello SCV si veda Atti di BENEDETTO XVI, *Lettera apostolica in forma di motu proprio per la prevenzione ed il contrasto delle attività illegali in campo finanziario e monetario*, in *A.A.S.*, 103 (2011) e le analisi di DALLA TORRE, *La nuova normativa vaticana sulle attività illegali in campo finanziario e monetario*, in *Ius Ecclesiae*, XXIII, 2011, p. 109 e CARDIA, *Una piccola rivoluzione. Le nuove norme vaticane in materia finanziaria*, *Il Regno, Attualità*, 4/2011, p. 73. Con riguardo alle modifiche introdotte dal Decreto n. CLIX, cfr. *Contro le attività illegali in campo finanziario/2*, in *Il Regno, Documenti*, 11/2012, pp. 334 – 353, dove si riporta il testo integrale della Legge n. CLXVI.

³¹ Vedi Atti di GIOVANNI PAOLO II, *Convenzione Monetaria tra lo Stato della Città del Vaticano e per esso la Santa Sede e la Repubblica Italiana, per conto della Comunità Europea*, 29 dicembre 2000, in *A.A.S.* 93 (2001), pp. 750 – 756 e Atti di BENEDETTO XVI, *Convenzione Monetaria tra l’Unione europea e lo Stato della Città del Vaticano*, stipulata a Bruxelles il 17 dicembre 2009, in *A.A.S.* 101 (2010), p. 60 e ss..

Più in particolare, il 6 aprile 2011 il Comitato dei Ministri del Consiglio d'Europa, in seguito ad una richiesta da parte della S. Sede, a nome e per conto anche dello Stato della Città del Vaticano, ha adottato una risoluzione “*agreeing to the participation in Moneyval of the Holy See (including the Vatican City State) with immediate effect*”.³² Sicché, lo Stato della Città del Vaticano ha visto il proprio sistema antiriciclaggio sottoposto al primo *round* di *mutual evaluation* da parte di Moneyval, ovviamente attuato nel riferimento alle peculiari caratteristiche dello Stato della Città del Vaticano e della Santa Sede, nonché allo *status* di quest'ultima quale osservatore permanente presso il Consiglio d'Europa. Detta procedura di valutazione, iniziata il 14 settembre 2011, ha recentemente prodotto il primo *Report* di *Mutual Evaluation* pubblicato il 18 luglio 2012.³³ All'esito di tale indagine, si è riscontrato uno spazio giuridico nel quale il rischio di riciclaggio e finanziamento del terrorismo nello SCV può essere classificato come “molto basso”; tuttavia, l'alto volume di transazioni finanziarie, legate soprattutto al meccanismo di finanziamento della missione della Chiesa nel mondo, potrebbe costituire fattore potenziale per un incremento del rischio di illegalità, soprattutto nei paesi considerati come “non equivalenti”, verso i quali l'attività della Chiesa è fortemente rivolta.³⁴ Va considerato, altresì, che ai fini della completa implementazione della disciplina internazionale AML/CTF (*Anti Money Laundering/Combating Terrorism Financing*), la maggior parte dei paesi sottoposti ai tre *round* di valutazione da parte di Moneyval ha impiegato un periodo di tempo che va dai 10 ai 15 anni; a tale proposito, il documento sottolinea come le autorità della S. Sede e dello SCV abbiano raggiunto “importanti risultati in un breve periodo di tempo”, in particolare lo I.O.R., nel quale l'intervento normativo in parola ha incontrato un progressivo assestamento a partire da novembre 2010.

Alla luce di quanto precede è possibile concludere che la normativa vaticana sulla lotta all'illegalità in materia finanziaria sia in linea col perseguimento degli scopi valoriali che sono desumibili dal magistero pontificio di Papa Benedetto XVI, il quale in più occasioni ha espresso il convincimento che istituzioni, se adeguatamente regolate, possano farsi garanti dell'equilibrato ed autentico sviluppo del vivere sociale.³⁵

³² Moneyval è il Comitato di esperti sulla valutazione delle misure di lotta contro il riciclaggio di capitali e del finanziamento del terrorismo, istituito nel settembre 1997 dal Comitato dei ministri del Consiglio d'Europa per la valutazione delle misure adottate in materia dai paesi aderenti al Consiglio d'Europa non membri del GAFI. Tutte le informazioni riguardanti l'Organismo e i suoi Stati membri sono reperibili sul sito di Moneyval.

³³ Cfr. *Mutual Evaluation Report, Executive Summary, AML and CFT, The Holy See (including Vatican City State)*.

³⁴ Trattasi dei paesi “non equivalenti” per quanto concerne gli adempimenti imposti dalla “terza direttiva antiriciclaggio”, la n. 60/2005/CE. Per una dimensione delle attività di missione e beneficenza svolte dalla Chiesa cfr. *Annuario Statisticum Ecclesiae*, 2009, Proemium, pp. 11 – 12 e Caput V, *Instituta subsidii ac beneficentiae die 31 Decembris 2009*, pp. 358 – 366, Città del Vaticano, 2011. Per i miglioramenti alla regolazione antiriciclaggio apportati dalle innovazioni disciplinari contenute nella terza Direttiva in materia, cfr. PELLEGRINI, *Anti – money laundering legislation in the light of the Proposal of the Third EC Directive*, in *European and Business Review*, 2005, n. 5, p. 1181 e ss.

³⁵ È sulla scia di tali considerazioni che si affaccia la pubblicazione della Lettera enciclica *Caritas in Veritate*. Cfr. Atti di BENEDETTO XVI, *Lettera Enciclica Caritas in Veritate*, 29 giugno 2009, in *A.A.S.* 101 (2009). A riguardo, la dottrina del “bene comune” promossa dalla Chiesa ha sempre sottolineato come i processi economici “cannot simply be left to the play of the market forces”. CHELI, *Osservatore permanente della S. Sede presso le Nazioni Unite dal 1973 al 1986*, *Nuntius Scripto Datus, Ad Exc.mum Virum Gamani Corea, a Secretis Conventus Nationum Unitarum pro commercio et progressionem, Manilae in Insulis Philippinis habiti*, in *A.A.S.* 71 (1979), p. 1018.

5. L'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica

Nel riferimento agli studi riguardanti le istituzioni finanziarie della S. Sede, sembra possibile ritenere che la limitata conoscenza dell'Istituto per le Opere di Religione (dalla sua qualificazione giuridica al contesto istituzionale all'interno del quale opera) sia seconda soltanto alle scarse (e contraddittorie) informazioni reperibili sull'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica, la quale viene non di rado qualificata (finanche) come una Banca Centrale. Nel presente lavoro non può quindi omettersi, per ragione di completezza e sistematicità, di approfondire le origini di tale istituto e, quindi, il successivo suo processo evolutivo lungo il corso del XX secolo.

Al di là delle circostanze storiche segnalate nei paragrafi che precedono, appare opportuno ricordare che l'istituzione della prima Amministrazione del Denaro di S. Pietro e dei Beni della S. Sede risale al 15 marzo 1878, fondata con biglietto della Segreteria di Stato da parte del Pontefice Leone XIII (eletto il 3 marzo di quello stesso anno). A base dell'opzione di procedere, per tal via, al riordino della materia finanziaria, attraverso un dettagliato regolamento, vi fu l'intento di predisporre un supporto maggiormente adeguato ad affrontare “le presenti luttuose condizioni a cui la S. Sede fu ridotta dopo la totale usurpazione dal suo temporale dominio”, secondo il preambolo al *Motu proprio* del 11 dicembre 1880, concernente le “Norme organiche per l'Amministrazione particolare dell'attuale Patrimonio della S. Sede”, con riferimento, innanzitutto, alla gestione dei Sacri Palazzi Apostolici.³⁶

Da qui l'esigenza di considerare, unitariamente all'intervento disciplinare in esame, il *Motu proprio* (emanato nella stessa data) con cui venivano approvate “norme organiche concernenti l'amministrazione particolare del Patrimonio della S. Sede”; ciò, con specifico riferimento alla gestione dei capitali, ormai ufficialmente separata dalla ordinaria amministrazione della Prefettura dei Sacri Palazzi. Analisi che si completa col “Regolamento *interno* per l'amministrazione della S. Sede”, approvato con chirografo del 23 maggio 1882. La lettura congiunta di tali documenti permette di ricostruire le origini dell'A.P.S.A., il cui nucleo embrionale si rinviene nei Chirografi in esame.

Ciò posto, può dirsi che la definizione di tale sistema disciplinare è correlata all'esigenza di affiancare alla carica del cardinale Amministratore (istituita – ufficialmente – nel 1878, ma risalente, nei fatti, al 1876) una Commissione consultiva dotata di specifiche competenze, in modo tale da introdurre un modulo di gestione sottratto a schemi di intervento eccessivamente discrezionali (di difficile indirizzo, *ex ante*, e di controllo, *ex post*); viene così istituita l'Amministrazione del Patrimonio della S. Sede con *Motu proprio* “dato dal Nostro Palazzo Apostolico Vaticano il giorno 11 Dicembre 1880 Anno III del Nostro Pontificato”.³⁷

Va, altresì, evidenziato un particolare aspetto dell'operatività delle istituzioni finanziarie della S. Sede, rappresentato dalla tendenza alla tutela della segretezza. Giova sottolineare, al riguardo, come il segreto pontificio “per tutti gli atti ed operazioni che si compiranno nell'Uffizio, e per

³⁶ *Motu proprio del Pontefice Leone XIII dell'11 dicembre 1880, concernente le Norme organiche per l'Amministrazione particolare dell'attuale Patrimonio della S. Sede*, in ASV, Palazzo Ap., Titoli 1, Fasc. 16, ff. 1 – 3.

³⁷ *Motu proprio del Pontefice Leone XIII dell'11 dicembre 1880, concernente le Norme organiche per l'Amministrazione particolare dell'attuale Patrimonio della S. Sede*, in ASV, Palazzo Ap., Titoli 1, Fasc. 16, ff. 4 – 6.

qualunque cosa ad esso relativa”³⁸ costituisca tratto comune di tutti i Regolamenti sin qui esaminati, in perfetta coerenza con le delicate mansioni in testa al personale impiegato, il quale operava - come si sottolinea nei preamboli ai Chirografi suddetti - in circostanze “luttuose” (Regolamento Prefettura SS. PP. AA., 11 dic 1880), in condizioni “disastrose” (Istituzione Commissione consultiva beni S. Sede, 11 dic 1880), in una situazione “penosa e difficile” (Regolamento di Procedura 25 maggio 1882).

Veniva riconosciuta, pertanto, non solo la valenza di presidi posti a tutela della gestione *interna* delle strutture, ma altresì la centralità della gestione di queste ultime (circoscritta dal dispiegarsi di potenziali effetti verso *l'esterno* della Curia Romana), perseguendo istanze volte ad evitare l'intromissione di estranee autorità negli affari di competenza della S. Sede. Da segnalare, infine, che contestualmente all'istituzione della Amministrazione del Patrimonio della Santa Sede (ed insieme alla ridefinizione delle competenze in capo alla gestione dei SS. PP.), furono istituite, con *Motu proprio* del 25 maggio 1882, due Commissioni alle quali “in primo e in secondo grado potrà ricorrere chiunque credesse di avere azioni e diritti da sperimentare verso le indicate Amministrazioni”.³⁹

La ricerca dell'efficienza della struttura finanziaria (dove l'esigenza di procedere a “straordinarie disposizioni, che meglio rispondono alle esigenze del periodo eccezionale che stiamo attraversando”) conduce, pertanto, all'efficacia dei meccanismi giuridico – procedimentali posti a presidio del rinnovato riparto di competenze per tal via delineato. Tralasciando, in questa sede, il funzionamento interno di tali Commissioni, la *ratio* alla base della loro istituzione assume rilevanza non solo per la loro funzione ausiliaria rispetto al regolare andamento delle Amministrazioni, ma anche per il profilo di garanzia stessa della loro indipendenza (e autosufficienza) dal punto di vista giuridico.

L'opera di modernizzazione introdotta dai documenti sin qui analizzati si compendia nel Regolamento interno per l'amministrazione del Patrimonio della S. Sede, approvato con chirografo del 23 maggio 1882 ed espressamente previsto dall'ultimo articolo del *Motu proprio* istitutivo del 11 dicembre 1880.⁴⁰ Tale Regolamento segna il momento di un definito distacco rispetto alle precedenti disposizioni disciplinari, differenziandosi sotto il profilo della completezza e della sistematicità; si avverte una maggiore consapevolezza dei cambiamenti storici in atto, quali è dato cogliere dagli intendimenti di Leone XIII sotto forma di interventi mirati e funzionali, preordinati non solo ad affrontare le istanze contingenti, ma altresì ad anticiparle (in questo senso, l'istituzione della Commissione *ad pias causas* del 1887).

Si arriva, quindi, a definire un assetto di gestione più completo, che troverà ulteriori dettagliate

³⁸ Nel riferimento a tale ordine di considerazioni, risulta emblematico il primo articolo del documento, il quale sottolinea come “il patrimonio della S. Sede è ora pressoché unicamente ridotto alle eventuali offerte con cui la pietà dei Fedeli del Mondo Cattolico, a titolo di Obolo di S. Pietro (...) sia con pii lasciti, soccorre alla povertà del Sommo Pontefice”. Veniva precisato, a tale proposito, come il compendio di tali offerte costituisse una proprietà della Sede Apostolica per mezzo della persona morale del Pontefice, a cui gli stessi venivano devoluti *pro tempore*, in qualità di Capo della Chiesa. *Ibidem*.

³⁹ Preambolo al *Regolamento di procedura ordinato col Motu Proprio del 25 Maggio 1882*, in ASV, Palazzo Ap. Titoli 1, Fasc. 18, ff. 4 – 7.

⁴⁰ “Vogliamo poi che con un apposito Regolamento sottoposto dal Cardinale Amministratore alla Nostra Sovrana approvazione, si determinino le norme speciali per l'intero ordinamento del Suo Ufficio e per il servizio degli Impiegati”. *Motu proprio* del Pontefice Leone XIII dell'11 dicembre 1880, concernente le Norme organiche per l'Amministrazione particolare dell'attuale Patrimonio della S. Sede, *cit.*

specificazioni nei Regolamenti che seguiranno, innanzitutto, in quello «per l'interna direzione dell'Ufficio dell'obolo e del Patrimonio della S. Sede», emanato il 1 aprile 1887, a seguito dell'istituzione del nucleo embrionale dell'I.O.R.⁴¹ L'Amministrazione del Patrimonio smette di essere competente per la gestione dei “pii lasciti” (segnalati dall'art. 1 del *motu proprio* istitutivo 11 dic 1880 come componenti del “patrimonio”). In tale contesto denota peculiare centralità il Regolamento per l'Obolo e per l'Amministrazione dei beni del 29 giugno 1891, il quale, nel definire le competenze, i ruoli e le attribuzioni in capo ai membri della Commissione (la quale agisce non più sotto la guida di un Amministratore, bensì in maniera collegiale), sostituisce i 15 articoli (di cui, normalmente, si componevano i chirografi previgenti) con 62 dettagliate disposizioni.⁴² Le norme del Regolamento, pur riprendendo, parzialmente, i contenuti delle disposizioni previgenti, vengono dettagliatamente integrate, conferendo alla Commissione, a più di dieci anni dalla sua istituzione, maggiore autonomia operativa, così rappresentando una iniziale soluzione ai crescenti impegni di Leone XIII.

In tale prospettiva, vengono definiti i termini entro i quali prende vita e si sviluppa l'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica, la quale, costruita sulla base dei menzionati Regolamenti (e forgiata dalle circostanze storiche che conosciamo), diviene l'unico organismo della S. Sede a cui è ufficialmente affidata la gestione del suo patrimonio, secondo modalità di autonomia sempre maggiori che, come anticipato, si allontanano progressivamente dalla diretta supervisione pontificia.

Al riguardo, non può omettersi di segnalare come, a partire dal Regolamento del 29 giugno 1891 (il quale risulta essere il vero asse portante della disciplina dell'organismo, stante la repentina soppressione del *Motu proprio* del 30 aprile di quell'anno), nessun intervento particolarmente degno di nota abbia interessato le sorti dell'Amministrazione, fino al *Motu proprio* di Pio XI del 16 dicembre 1926. Punto di svolta nella storia dell'Amministrazione fu la costituzione dello Stato della Città del Vaticano e, più in particolare, la stipula del Trattato Lateranense, allorché vennero ridisegnate la struttura e le competenze ad essa affidate. Ed invero, considerando, ancora un volta, come la storia incida, innanzitutto, sulla regolazione della materia finanziaria risale al 7 giugno 1929, giorno della nascita dello Stato vaticano, la nota suddivisione tra Sezione Ordinaria e Sezione Straordinaria dell'Amministrazione del Patrimonio.

Rimangono in capo alla Sezione Ordinaria i compiti che interessano la gestione del patrimonio ed il movimento dei capitali; viene affidato alla Sezione Straordinaria, contestualmente costituita, il compito di “gestire principalmente i fondi provenienti alla Santa Sede in virtù del Trattato del Laterano dell'11 febbraio 1929, e che per il disposto dell'art. 2, comma 2°, della Legge fondamentale dello Stato della Città del Vaticano del 7 giugno 1929, dipende direttamente dal Sommo Pontefice”.⁴³

Fermo restando, pertanto, l'inquadramento generale dell'organismo, l'A.P.S.A. venne costituita,

⁴¹ *Regolamento per l'interna direzione dell'Ufficio dell'obolo e del Patrimonio della S. Sede, cit.*

⁴² L'opera riordinatrice in parola fu portata a termine col *Motu proprio* che istituisce una Commissione Cardinalizia amministrativa per l'Obolo del 30 aprile 1891, soppresso dal successivo *Motu proprio* del 4 giugno. *Motu proprio con che si affida l'amministrazione dei beni ad una Commissione Cardinalizia, 4 giugno 1891*, in ASV, Segr. Stato, Anno 1891, Rubricella 488. Si veda, altresì, *Motu proprio con che si istituisce una Commissione Cardinalizia amministrativa per l'Obolo, 30 aprile 1891, ibidem.*

⁴³ *Amministrazione Speciale della S. Sede, costituzione e firme*, in ASV, Archivio Nunziatura d'Italia, Busta 11, Fasc. 17, f. 2.

ufficialmente, da Paolo VI il 15 agosto 1967 e disciplinata, oltre che da un apposito regolamento, dagli artt. 172 – 175 della Costituzione Apostolica *Pastor Bonus* del 28 giugno 1988.⁴⁴

Sul piano delle concretezze, al di là dei mutamenti che, a livello operativo, sono stati imposti dalle mutate contingenze storiche, rileva affermare che i compiti istituzionali dell'Amministrazione non siano sostanzialmente mutati nel tempo. Nel solco tracciato da tali considerazioni ci si domanda quali siano gli elementi che hanno portato a definire l'organismo in parola come Banca Centrale, essendo la qualificazione dell'Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica lontana dall'essere riconducibile all'interno dello schema proprio di siffatta tipologia finanziaria. Si rileva, infatti, come la funzione cardine di qualsiasi Banca Centrale sia rintracciabile nell'esercizio della sovranità monetaria, a volte congiunto a quello della supervisione sulle istituzioni finanziarie di un determinato Stato; attribuzioni assenti, nel caso di specie, non solo con riguardo alle competenze proprie dell'Amministrazione (che, per converso, dovrebbe essere inclusa tra le istituzioni sottoposte alla vigilanza di un organo di controllo), ma altresì all'interno dello stesso Stato della Città del Vaticano. Ed invero, l'unica autorità a cui gli organismi in esame devono rispondere è quella della Santa Sede.

6. La Santa Sede e la regolamentazione finanziaria internazionale.

L'indagine sui rapporti fra la Sede Apostolica e gli enti finanziari operanti sotto la sua autorità deve tener conto dell'esigenza di pervenire, all'interno del mercato globalizzato, a forme unitarie di regolazione, in totale aderenza all'obiettivo di "omogeneizzazione finanziaria" al quale l'integrazione economica europea è preordinata (alla luce della "impostazione transnazionale che presiede alla disciplina della materia").⁴⁵ Ciò, a livello teorico, rappresenta il parametro a cui costantemente far riferimento, in funzione vuoi del raggiungimento degli evidenti vantaggi che controbilanciano gli oneri della regolazione, vuoi in relazione alla promozione di un sistema finanziario integrato, al quale, a livello internazionale, faccia da contraltare un assetto regolamentare altrettanto condiviso. Un'analisi che abbia ad obiettivo canoni di completezza espositiva deve necessariamente scontrarsi con le difficoltà tecnico giuridiche che inevitabilmente subentrano, le quali, in maniera alquanto sorprendente, raramente vengono evidenziate nelle disamine riguardanti la materia che ci occupa. I chiarimenti necessari rivengono essenzialmente dalle caratteristiche costitutive dello Stato vaticano ed evidenziano come qualsiasi scelta di omogeneizzazione della regolazione in materia finanziaria debba essere necessariamente resa compatibile con l'ordinamento giuridico dello Stato e, più in particolare, con le sue finalità istituzionali (e le garanzie predisposte a tutela di queste). Occorre procedere, pertanto, ad un'accurata verifica delle modalità (non comuni) attraverso le quali

⁴⁴ Il regolamento dell'A.P.S.A. è reperibile sul sito vatican.va.

⁴⁵ Così CAPRIGLIONE, *La normativa di derivazione comunitaria*, in AA.VV. *L'ordinamento finanziario italiano*, cit., I, p. 14, il quale acutamente sottolinea che "le molteplici innovazioni introdotte dal diritto comunitario (...) hanno contribuito in maniera significativa a tracciare il quadro di un cambiamento la cui realizzazione ha impegnato tutti i paesi aderenti, determinando nel contempo l'esigenza di forme unitarie di regolazione".

correlare la tipologia statutale in esame con i contenuti tipici della regolamentazione finanziaria comunitaria, facendo leva sull'applicazione di un modello del tutto peculiare, al fine di porre in relazione due realtà dicotomiche, per finalità, obiettivi, prerogative.

Ed invero, il dibattito – limitato, fino ad oggi, alla valutazione di un'apertura *latu sensu* passiva della legislazione vaticana nei confronti della normativa finanziaria internazionale - evidenzia, al contrario, come nella disamina dei profili di coercibilità e, più in generale, delle modalità di attuazione delle regole comunitarie, siano queste ultime a dover essere formulate sulla misura della realtà vaticana, e non viceversa. Ciò, non nella prospettiva di sperimentare un percorso di analisi eccessivamente drastico, ma, al contrario, nell'intento di impostare un dibattito rivolto verso la ricerca concreta di formule disciplinari nuove, in grado di abbracciare un ordinamento giuridico la cui stessa esistenza (e sopravvivenza) si basa su disposizioni immutabili, le quali dovranno essere correlate ad una regolazione (quella della materia economica), la quale è, di per sé, magmatica ed in continuo divenire.

Nel solco tracciato da tali considerazioni (e in assenza di ulteriori indicazioni provenienti dalla Comunità Europea), si può quindi discutere su quali siano le reali possibilità di convergenza tra lo Stato vaticano e l'UE. E' d'obbligo muovere dalla considerazione in base alla quale “dal momento in cui l'Italia è entrata a far parte dell'Unione [Europea], la Città del Vaticano è divenuta una *enclave* anche dell'Unione”⁴⁶; da qui la necessità di considerare i nuovi termini entro cui indirizzare l'analisi, i quali non si snodano più attraverso l'intermediazione dell'Italia, ma si pongono, al contrario, su un piano di scambio diretto tra lo Stato e l'Unione (come dimostrato dall'introduzione della formula Comitologica nel progressivo avvicinamento alla disciplina antiriciclaggio).

Si spiega in questi termini l'importanza attribuita non anche alla S. Sede ma alla stessa Città del Vaticano, nonostante gli enti finanziari operino sotto l'autorità della prima ed abbiano, all'interno della seconda, soltanto la loro sede territoriale. Tali meccanismi lasciano intravedere il significativo ruolo svolto dallo Stato, il quale accede alla dimensione giuridica internazionale in qualità di destinatario degli sviluppi giuridici di matrice comunitaria, complicando sul piano tecnico giuridico il contestuale adeguamento, secondo le modalità già riscontrate per l'applicazione della legge antiriciclaggio.

Non v'è dubbio che il legislatore vaticano, nel recepimento di normative di matrice internazionale, si trovi nell'impossibilità di prescindere dalle disposizioni cardine dell'ordinamento giuridico dello Stato. In tale direzione rilevano le modifiche ed integrazioni apportate dal decreto n. CLIX alla disciplina antiriciclaggio, le quali, all'art. 1 ter, rilevano l'incidenza inevitabile del contesto sociale e del regime di monopolio vigente nello Stato; del pari non si potrà prescindere dalla natura dei soggetti obbligati, dai limiti rivenienti dalla Legge canonica, prima fonte normativa ed interpretativa dell'ordinamento, dal diritto alla riservatezza, così come protetto dai principi e dalle norme fondamentali della Legge vigente.⁴⁷

E' evidente, quindi, come gli orientamenti rivenienti dall'integrazione economica europea, al fine di essere trasfusi nella realtà vaticana, si trovino a dover cedere il ruolo di “cornice” che li

⁴⁶ Così DALLA TORRE, *Lezioni di diritto ecclesiastico, cit.*, p. 373.

⁴⁷ A monte di tale complesso dispositivo, si pongono, nell'ordine, il Trattato del Laterano, la Legge fondamentale dello Stato della Città del Vaticano del 26 novembre 2000, la Legge sulle fonti del diritto n. LXXI, la Legge sull'ordinamento economico, commerciale e professionale, n. V.

caratterizza (entro il quale il regolatore nazionale compie le sue scelte normative) ai principi cardine dell'ordinamento vaticano, relegando la propria efficacia a motivazioni meramente operative e non anche di indirizzo.

Nell'attuale momento storico, in linea con le istanze proposte dal presente lavoro, il contesto disciplinare riguardante la finanza vaticana deve essere letto alla luce della dimensione internazionale che lo Stato vaticano deve considerare ai fini del perseguimento dei suoi stessi obiettivi istituzionali posto che, la regolazione della materia economica ha assunto, sin dalla fine del secolo XIX, una funzione *centrale* nel garantire l'indipendenza reale e visibile del Sommo Pontefice nell'esercizio della sua missione nel mondo.

È chiaro, infine, come l'analisi delle tematiche qui affrontate si colloca in un contesto suscettibile di ulteriore evoluzione; da qui la metodologia da seguire negli studi in materia, stante le specifiche indicazioni formulate da un insigne Autore con riguardo dei rapporti fra Stato e Chiesa.⁴⁸

⁴⁸ “Procederò per gradi (...) perché in questa materia le questioni che si presentano sono tante, e complesse, e vi sono tante opinioni, dominate in massima parte dalle tendenze politiche e religiose degli scrittori, e tanti – sia lecito dirlo – pregiudizi, che l'affrontarle tutte insieme sarebbe opera immane, anche per studiosi di competenza ben diversa dalla mia”. Così D'AVACK, *Chiesa e Stato Pontificio nel concetto unitario di Stato teocratico*, in *Diritto Ecclesiastico*, 1927, p. 15.

PARTE SECONDA

LA SOLUZIONE DELLE CONTROVERSIE NELL'ORGANIZZAZIONE MONDIALE DEL COMMERCIO: TENDENZE E PROSPETTIVE

Mario Carta

Abstract: L'articolo esamina il funzionamento del sistema di risoluzione delle controversie nel contesto dell'Organizzazione Mondiale del Commercio ed approfondisce i tre principali stadi di tale procedimento: la fase della negoziazione, il contraddittorio vero e proprio, e qualora necessaria, l'esecuzione. Il successo di tale meccanismo, che viene considerato il pilastro stesso del sistema dell'OMC, è dovuto alla istituzione di organi terzi ed imparziali che decidono le controversie nell'ambito di un progressivo processo di "giuridificazione" dell'intero sistema, basato oramai su un modello di giurisdizione obbligatoria e "*rule of law oriented*". L'obiettivo del lavoro è mettere in luce come la prevalenza nelle procedure di soluzione delle controversie degli aspetti più tipicamente giudiziari, rispetto ai mezzi politico-diplomatici, rappresenti ancora oggi un processo in piena evoluzione. Da questo punto di vista il saggio approfondisce il tema maggiormente controverso ovvero l'ammissibilità o meno, nel procedimento dinanzi agli organi di soluzione delle controversie, dell'*amicus curiae*.

Abstract: The article focuses on the working of the World Trade Organization (WTO) dispute settlement system and analyzes, in detail, the three main stages of the dispute process, notably consultation, formal litigation and, if necessary, implementation. As the most important pillar of the rules-based WTO system, the success of the mechanism it's due to the creation of third and impartial bodies that decides the disputes, with a related "juridification" process based on the compulsory nature of the system, and to the growing role of the rule of law in this context. The aims of the paper is to demonstrate that the increasing prevalence of legal standards over diplomatic and political assessment of the dispute, in the structure created by the Dispute Settlement Understanding, it's a work still in progress. From this point of view, the most controversial issue examined in the article deal with the *locus standi* of the *amicus curiae* in the WTO proceedings system and the legal basis for accepting *amicus* briefs.

Parole chiave: Organizzazione Mondiale del Commercio, Sistema risoluzione delle controversie, Organo di Appello, Legittimazione *amicus curiae*.

Sommario: 1.Caratteristiche essenziali della procedura di regolamento delle controversie nell'OMC - 2.Il procedimento contenzioso nei ricorsi con infrazione - 3.L'Organo di Appello - 4.La fase di esecuzione delle raccomandazioni - 5.L'intervento di terzi e la posizione degli *amici curiae* dinanzi ai *panels* ed all'Organo di Appello.

1. Caratteristiche essenziali della procedura di regolamento delle controversie nell'OMC

Tra i meccanismi di soluzione delle controversie internazionali il sistema affermatosi nell'ambito dell'Organizzazione Mondiale del Commercio¹ presenta aspetti istituzionali e procedurali tali da renderlo difficilmente comparabile con le giurisdizioni internazionali esistenti². La gran parte degli elementi di originalità del sistema multilaterale, creato per dirimere i conflitti tra Stati in materia di commercio internazionale, è infatti dovuta alla coesistenza ed alla combinazione, al suo interno, tra mezzi diplomatici, volti a facilitare l'accordo tra le parti, ed organi e procedure più tipicamente giudiziarie che possono intervenire ora in via sussidiaria, nel corso dello stesso procedimento, ora in via alternativa nella soluzione delle controversie tra Stati. Non pochi tra gli autorevoli internazionalisti che hanno dedicato una specifica attenzione al meccanismo di risoluzione delle controversie nell'ambito dell'OMC sono anzi dell'avviso che proprio "l'equilibrio sviluppatosi nell'ambito dell'OMC tra le due funzioni³ è peraltro esempio positivo della loro confluenza per far funzionare l'Organizzazione e il sistema commerciale nell'interesse dei partecipanti". Tale caratteristica appare incidere significativamente sia sulla natura e sulla composizione degli organi chiamati a pronunciarsi nel merito delle controversie, i quali non sempre rispettano i requisiti di imparzialità e indipendenza tipici delle giurisdizioni proprio per la necessità di dare spazio alla componente politico-diplomatica, sia sulle norme e procedure che disciplinano i procedimenti di composizione delle controversie che formalmente si concludono con una raccomandazione.

Nella stessa prospettiva l'Intesa sulle norme e sulle procedure che governano la risoluzione delle controversie⁴ inclusa all'Allegato 2 dell'Accordo di Marrakesch del 15 aprile 1994 istitutivo dell'OMC, quale organizzazione che amplia e rafforza la struttura istituzionale e le competenze prima attribuite al GATT 1947⁵ in materia di scambi internazionali e liberalizzazione dei commerci, nel disciplinare in maniera dettagliata il procedimento contenzioso relativo

¹ Di seguito anche OMC-WTO, Organizzazione che oggi conta 157 Stati membri, all'agosto del 2012, ed interessa circa il 90% del commercio mondiale. Il presente lavoro rappresenta una versione riveduta ed aggiornata del contributo comparso nel volume, a cura di Spatafora e Zanghi, *Le giurisdizioni internazionali*, Pubblicazione del Dipartimento di Studi Internazionali dell'Università degli Studi Roma Tre, Roma 2007.

² Per una disamina delle principali caratteristiche dell'OMC vedi: Pauwelyn, *The Role of Public International Law in the WTO: How Far Can We Go?*, in *American Journal of International Law*, 2001, pp. 535 ss.; Picone-Ligustro, *Diritto dell'Organizzazione mondiale del commercio*, Padova, 2002; Sacerdoti, Yanovich, Bohanes, (a cura di), *The WTO at Ten. The Contribution of the Dispute Settlement System*. Cambridge University Press, 2006; Venturini e altri (a cura di), *L'Organizzazione Mondiale del Commercio*, Milano 2004; Sacerdoti, *Il sistema di soluzione delle controversie a dieci anni dalla sua istituzione*, in *La Comunità Internazionale*, pp. 435-456; "Diritto e Organizzazione del commercio internazionale dopo la creazione dell'Organizzazione mondiale del commercio", II Convegno SIDI, Milano, 5-6 giugno 1997; Napoli, 1998; Papa, *L'actio popularis nel sistema di risoluzione delle controversie dell'Organizzazione Mondiale del Commercio*, in Ligustro-Sacerdoti (a cura di) *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia, Liber amicorum in onore di Paolo Picone*, Napoli 2011, pp. 497-512.

³ Il riferimento è alla funzione di accertamento del diritto, per via giudiziaria, ed alla composizione negoziale Sacerdoti, *Il sistema di soluzione delle controversie a dieci anni dalla sua istituzione*, in *La Comunità Internazionale*, pp. 435-456.

⁴ *Understanding on the Rules and Procedures Governing the Settlement of Disputes*: acronimo inglese DSU, anche Intesa nel prosieguo.

⁵ *General Agreement on Tariffs and Trade*, di seguito GATT.

all'attuazione ed interpretazione dell'articolata rete di accordi facenti capo all'OMC pone non solo obiettivi di natura squisitamente giuridica, da perseguirsi nell'applicazione del DSU, ma considera anche finalità di carattere politico-diplomatiche. Paradigmatico di tale combinazione è quanto statuito dall'art. 3 il quale stabilisce da una parte, al par. 2, che la soluzione delle controversie mira alla tutela dei diritti e degli obblighi dei Membri dell'OMC ed all'accertamento del contenuto degli Accordi allegati in base alle norme consuetudinarie di interpretazione del diritto internazionale pubblico ma dall'altra, al par.3, fa riferimento anche alla necessità di giungere ad una tempestiva definizione dei contrasti che, pur nel rispetto del diritto materiale e procedurale applicabile, consenta di ristabilire entro breve termine l'equilibrio dei benefici e vantaggi commerciali di cui gode ciascun Membro in ragione della sua partecipazione all'Organizzazione.

Se tale formula di compromesso, capace di garantire flessibilità ed elasticità al meccanismo contenzioso in un settore particolarmente delicato dove esigenze politiche e di certezza del diritto si intrecciano strettamente, può essere considerata uno tra i fattori principali del successo del sistema nel corso degli anni⁶, è tuttavia pur vero che la tendenza più generale è rappresentata da una progressiva "giurisdizionalizzazione"⁷ dell'intero sistema multilaterale di soluzione delle controversie in materia di commercio internazionale.

Una svolta in tal senso è rappresentata dalle modifiche introdotte proprio dall'Intesa sopra richiamata. Questa non si limita ad inglobare la precedente disciplina contenuta nel vecchio sistema GATT 1947 nelle due laconiche disposizioni di cui agli art. XXII e XXIII, dedicati rispettivamente all'obbligo di consultazioni ed ai presupposti dei ricorsi ammissibili, ma vi affianca alcune disposizioni che migliorano e rendono più efficace il meccanismo di soluzione delle controversie del quale sono accentuati appunto i profili giudiziari.

Tra le più importanti riforme, sicuramente uno tra i maggiori successi dei negoziati dell'Uruguay Round al termine dei quali sono stati firmati gli Accordi di Marrakesh, occorre menzionare l'introduzione nell'Organizzazione Mondiale del Commercio, di un doppio grado di giurisdizione con la creazione di un Organo di Appello, secondo alcuni embrione di una vera e propria Corte di giustizia commerciale internazionale, con competenza ad interpretare le questioni giuridiche derivanti dall'applicazione dell'insieme degli Accordi OMC ed a riesaminare le decisioni adottate in prima istanza.

In secondo luogo, altra novità di assoluto rilievo, è costituita dall'inversione della prassi del "consensus positivo". In precedenza, nel sistema GATT, le raccomandazioni del Consiglio, organo politico composto dalle Parti Contraenti, dovevano essere approvate all'unanimità assegnando così di fatto un diritto di veto al singolo Stato, spesso quello soccombente, che aveva tutto l'interesse con il proprio voto contrario a bloccare le delibere non gradite; con la regola del "consensus negativo" invece è ora richiesta la necessaria unanimità per il rigetto delle proposte dello Stato ricorrente di istituire organi giudicanti, per ottenere una pronuncia nel merito dei casi esaminati. In questo modo l'iniziativa dello Stato nell'avviare e poi proseguire le varie fasi del procedimento contenzioso può essere impedita solo tramite il voto sfavorevole

⁶ Tanto da essere definito *The Jewel in the Crown* da un ex Direttore Generale.

⁷ Sul punto vedi Ruiz Fabri, *La juridictionalisation du règlement des litiges économiques entre Etats*, in *Revue de l'Arbitrage*, 2003, 881 e ss.

di tutti i Membri, compreso quello dello stesso Stato ricorrente, ipotesi questa di certo non frequente.

Alla vasta gamma di obiettivi delineati dall'Accordo OMC e dai suoi Allegati, corrisponde una tipologia di ricorsi graduata, a seconda della natura dei comportamenti oggetto di contestazione e dei motivi che li hanno determinati, i quali legittimano ogni Stato membro ad agire qualora ritenga verificarsi un annullamento o un pregiudizio di un vantaggio per esso risultante dalle norme dell'Accordo OMC o un ostacolo alla realizzazione degli obiettivi disegnati dal medesimo accordo. Nell'ipotesi di comportamento ritenuto illecito in quanto posto in violazione da parte di un altro Stato membro, di un diritto o un obbligo direttamente discendente dall'accordo in causa, avremo la possibilità di presentare un reclamo con infrazione (*violations complaints*) mentre nel diverso caso dell'adozione, da parte di un altro Stato, di una misura lecita, cioè non contraria agli Accordi OMC ma ciononostante pregiudizievole per gli interessi di un altro Stato membro, la possibilità di contestare tale misura è affidata alla proposizione di un reclamo senza infrazione (*non violations-complaints*), come anche in presenza di una "qualsiasi altra infrazione", sempre lecita ma lesiva, si potranno promuovere i c.d. *situation complaints*.

In buona sostanza queste due ultime fattispecie sono volte a salvaguardare i benefici derivanti agli Stati membri dagli Accordi OMC a prescindere dall'elemento dell'illecito, e quindi da una condotta contraria agli Accordi stessi, ponendosi a fondamento della loro proponibilità la semplice esistenza di un danno materiale subito da uno o più Stati membri dell'OMC. Nei ricorsi senza infrazione il danno economico rilevante è stato provocato da misure lecite, ma non ragionevolmente previste al momento della negoziazione dei benefici e vantaggi commerciali compromessi. Ciò implica per lo Stato ricorrente, dal punto di vista procedurale, obblighi assai incisivi in tema di onere della prova poiché lo stesso è chiamato a dimostrare l'esistenza di un pregiudizio o annullamento di un beneficio o di un ostacolo al perseguimento di una delle finalità degli Accordi OMC, contrariamente a quanto previsto nei ricorsi per infrazione ove tali elementi sono presupposti sino a prova contraria, da parte dello Stato resistente.

Per quanto riguarda i *situation complaints* la loro disciplina pone ulteriormente in evidenza la decisa accentuazione dei profili politico-diplomatici, piuttosto che giudiziali. Alla base delle controversie che interessano "altre situazioni" rispetto a quelle contemplate dai ricorsi con e senza infrazione, nella prassi del tutto marginali, vi sono i profondi mutamenti o le gravi crisi nella struttura economica di un singolo Stato o dell'economia internazionale nel suo complesso tali da provocare uno squilibrio di ampie dimensioni nelle relazioni e economiche e commerciali tra due o più paesi.

Dinanzi a fenomeni di così ampia portata, che spesso prescindono dalle specifiche responsabilità di ciascuno, o di più Stati membri, il meccanismo giurisdizionale perde gran parte del suo significato e della sua efficacia rivelandosi invece più adatto il ricorso a metodi di natura politico-diplomatica nei quali trovano posto anche considerazioni economiche e commerciali di carattere generale.

Il ruolo principale nella gestione delle controversie e nell'adozione dei provvedimenti opportuni è quindi affidato all'Organo di Risoluzione delle controversie (*Dispute Settlement Body* nel prosieguo anche con l'acronimo in inglese DSB), composto dai rappresentanti dei

membri dell'Organizzazione, il quale in casi simili non opera secondo le nuove procedure introdotte con l'Intesa ma in forza della normativa prevista dal GATT.

In particolare non si applica al DSB la regola del “*consensus* negativo”, potendo così ogni singolo Stato opporsi con successo all'adozione della relazione finale e delle eventuali contromisure, anche quando risulta essere parte interessata della controversia, ed inoltre avverso le decisioni del DSB non è consentito proporre appello dinanzi all'Organo a ciò preposto, sempre in considerazione dell'esigenza di dare spazio, in tal genere di contenzioso, a valutazioni e implicazioni non solamente commerciali e giuridiche ma soprattutto economiche e politiche da affrontarsi in una sede intergovernativa e quindi nel DSB.

2. Il procedimento contenzioso nei ricorsi con infrazione

Il buon successo del sistema di risoluzione delle controversie è testimoniato dall'alto numero dei giudizi aperti che, al settembre del 2012, ammontano a 450. Di questi solo una percentuale di poco superiore ad un terzo ha raggiunto la fase contenziosa vera e propria e cioè quella, come si vedrà, dei *panels*, poiché la maggior parte si è conclusa con una composizione amichevole tra le parti evidenziando lo “spirito conciliativo” che contraddistingue tal genere di dispute. La quasi totalità dei giudizi pervenuti ai *panels* sono stati promossi con ricorsi per infrazione, che è indubbiamente la procedura “principe” del sistema e sarà quindi oggetto di particolare attenzione.

La prima fase del procedimento contenzioso prende avvio quando uno Stato membro si ritiene leso da misure adottate da un altro Stato membro non conformi agli obiettivi ed alle norme degli Accordi OMC⁸: in questo caso deve essere inviata alla controparte una richiesta di consultazioni nella quale siano esposti, in maniera circostanziata, i motivi di contestazione e la base giuridica del reclamo. L'esame della richiesta ad opera dello Stato “richiesto” deve essere svolta in buona fede, con il preciso obbligo di considerare favorevolmente le argomentazioni avanzate e di fornire risposta entro dieci giorni dalla richiesta per poi avviare, entro trenta giorni, le consultazioni (art.4.3 DSU).

L'approccio tipicamente negoziale che contraddistingue questa fase, nel caso di composizione dei contrasti, non esime, tuttavia, gli Stati dalla necessità di perseguire una soluzione che in ogni caso sia compatibile con gli Accordi OMC applicabili, in modo tale da non trascurare anche finalità più generali di certezza del diritto dell'intero sistema.

Qualora le consultazioni non consentano di comporre la vertenza entro sessanta giorni, o in caso di mancata risposta entro dieci giorni dalla richiesta di consultazioni, il Membro ricorrente può rivolgersi all'Organo di risoluzione delle controversie (DSB di cui sopra) che decide, nella prima riunione successiva alla richiesta, sull'istituzione di un *panel* di esperti. E' a tal punto che

⁸ La difficoltà di concepire nell'ambito dell' OMC una legittimazione ad agire prescindendo dal danno subito dal ricorrente e, dunque, l'impossibilità allo stato attuale di configurare un *actio popularis* in favore di ciascun membro dell' OMC, nonostante sia emerso nel contenzioso qualche elemento di apertura in questa direzione (vedi c.d. caso *Banane* WT/DS27 del 25 settembre 1997) è stato ribadito anche di recente. Per una descrizione delle posizioni della dottrina sul punto vedi Papa, *op. cit.* in particolare p. 593.

il rovesciamento della regola del *consensus* produce una delle sue prime conseguenze: il DSB può infatti impedire la costituzione del *panel* solo con il *consensus* di tutti i membri (“*consensus* negativo”, appunto) eventualità questa assai remota in quanto, come detto, richiederebbe il voto favorevole anche dello Stato che ha sporto il reclamo e richiesto il *panel* (art.6.1 DSU). In definitiva si crea una sorta di automatismo nella procedura che a giusto titolo può far ritenere sussistente un “diritto al *panel*” in favore di tutti i membri dell’ OMC, contrariamente a quanto avveniva nel sistema GATT.

Il *panel* è formato da tre individui che intervengono a titolo personale e non nella qualità di rappresentanti degli Stati di cui sono cittadini (art.8 DSU). Per assicurare il rispetto dei requisiti di competenza, imparzialità ed indipendenza, questi sono nominati dalle parti su proposta del Segretariato o, se queste sono in disaccordo, dal Direttore Generale.

I compiti e le funzioni del *panel* sono definiti in un mandato *standard*, derogabile dalle parti, che prevede l’esame della questione ad esso devoluta sia sotto il profilo degli elementi di fatto, con ampi poteri conoscitivi e di inchiesta, che di quelli di diritto, in particolare per quanto riguarda l’applicabilità degli Accordi OMC alla fattispecie sottoposta alla sua attenzione. E’ onere della parte ricorrente dimostrare l’illiceità del comportamento contestato, provando così in maniera automatica anche l’annullamento o un pregiudizio dei propri vantaggi commerciali. E’ importante ricordare che anche in tale fase il *panel* svolge un’assidua attività conciliativa, in funzione della quale le parti sono regolarmente consultate, che assicura, in considerazione della composizione dell’organo imparziale ed indipendente, il rispetto delle regole di diritto, a differenza di quanto accadeva in precedenza con il GATT ove la funzione conciliativa era prerogativa di un organo a carattere intergovernativo e quindi più sensibili a sollecitazioni extragiuridiche. Dopo lo scambio e l’esame delle memorie scritte e le eventuali udienze orali, entro sei mesi prorogabili di altri tre, il *panel* è obbligato a presentare una relazione finale alle parti ed all’Organo di Risoluzione delle controversie nella quale sono illustrati gli elementi di fatto ma soprattutto le considerazioni giuridiche che hanno portato, o meno, alla constatazione di eventuali infrazioni giuridiche (art.12.8 DSU).

Sulla relazione il DSB è chiamato a votare per la sua approvazione entro sessanta giorni dalla sua distribuzione a meno che una o entrambe le parti non decidano di proporre appello, ipotesi questa frequente, oppure i membri non decidano all’unanimità di rigettarla (art. 16.4 DSU). Quest’ultima eventualità rappresenta un altro caso di inversione della regola del *consensus* in quanto, per respingere la relazione finale occorre anche il voto favorevole della parte vittoriosa, mentre nel sistema preesistente, del GATT era richiesta, invece, l’unanimità, per l’approvazione della relazione finale.

Sempre in base alle disposizioni contenute nell’Intesa, ai Membri dell’OMC è anche consentito risolvere una controversia tramite un arbitrato tradizionale (art.25 DSU), piuttosto che ricorrere ai *panels* e, come vedremo, all’Organo di Appello. Tale modalità di risoluzione della controversia conserva però forti punti di contatto con il sistema OMC. Le parti infatti, sono tenute a “definire chiaramente” le questioni controverse, a notificare il compromesso a tutti gli Stati membri ed il lodo all’Organo di Risoluzione delle controversie. Tuttavia il lodo, pur essendo vincolante e definitivo, contrariamente a quanto accade per le relazioni dei *panels*, non deve essere adottato dall’Organo di risoluzione delle controversie né d’altronde può essere oggetto di impugnativa dinanzi l’Organo di Appello. A garantire l’uniforme interpretazione

del corpus normativo OMC, che potrebbe essere messo a repentaglio da decisioni arbitrali motivate sulla base di argomentazioni giuridiche estranee al sistema stesso, le norme rilevanti in materia stabiliscono che tutte le soluzioni adottate ai sensi dell'Intesa, ivi compresi i lodi arbitrali, devono essere conformi ai diritti ed agli obblighi posti dagli accordi OMC. Vi è da aggiungere a tal proposito che anche nella fase di esecuzione del lodo sarebbe possibile far valere eventuali discrepanze tra i canoni ermeneutici contenuti nel lodo arbitrale e gli accordi OMC.

3.L'Organo di Appello

La previsione del doppio grado di giurisdizione, grazie all'istituzione di un Organo di appello permanente composto da sette persone (art. 17.1 DSU) tre delle quali si occupano a rotazione di ogni singolo caso costituendo una sezione, è tra i principali fattori che hanno contribuito a segnare una svolta in senso giurisdizionale alla soluzione delle controversie commerciali internazionali. A differenza dei *panels*, l'Organo di Appello presenta caratteristiche che contraddistinguono in genere l'attività dei tribunali internazionali, trattandosi di giurisdizione esclusiva nel senso che gli Stati membri non possono devolvere ad altre procedure la cognizione della controversia e non possono, in via unilaterale, accertare violazioni degli obblighi OMC a carico di altri Stati membri. Peraltro non rientra tra le sue attribuzioni il perseguimento di un'attività conciliativa tra le parti, essendo l'Organo di Appello unicamente chiamato ad esaminare le questioni giuridiche contemplate nella relazione del *panel* e potendo confermare, modificare o annullare le contestazioni e le conclusioni raggiunte in primo grado. Il potere di rivedere le questioni giuridiche affrontate dal *panel* riguarda sia gli aspetti di diritto sostanziale che procedurale, con esclusione però di ogni valutazione attinente gli elementi in fatto già accertati avvicinando così le funzioni di tale Organo alle giurisdizioni di legittimità (in Italia, ad esempio, con la Corte di Cassazione) con la non lieve differenza però che l'Organo di Appello non può rinviare al giudice di merito. Inoltre i componenti dell'Organo sono selezionati in base a requisiti di competenza, imparzialità ed indipendenza (art.17.3 DSU) più stringenti di quelli in possesso dei *panelists* in quanto, ad esempio, non possono avere alcun legame con le amministrazioni pubbliche, rimangono in carica per quattro anni (non sono quindi organi *ad hoc* come i *panels*), ed hanno un proprio apparato amministrativo distinto da quello del Segretariato dell'OMC (art. 17.7 DSU). La notifica della decisione di ricorrere all'Organo di Appello dunque da un lato impedisce l'adozione del rapporto del *panel* e dall'altra investe l'Organo stesso del compito di accertare il contenuto delle disposizioni degli Accordi OMC conformemente alle norme del diritto pubblico internazionale (art.3.2 DSU), per garantire il rispetto delle situazioni giuridiche attive e passive facenti capo ai Membri dell'Organizzazione. La durata dell'appello, più breve del primo grado di giudizio, non può eccedere i sessanta giorni (art.17.5 DSU) e termina con un rapporto finale, il "rapporto di appello" che viene presentato all'Organo di Risoluzione delle controversie, nel quale sono raccomandate allo Stato soccombente le modifiche da apportare alle misure eventualmente giudicate illecite. La natura formalmente non vincolante della raccomandazione il cui contenuto è costituito dal "rapporto di appello" adottato dall' Organo di Appello, non incide tuttavia sulla forza

obbligatoria e vincolante della decisione una volta che questa è adottata da parte dell'Organo di risoluzione delle controversie, adempimento che conclude la procedura contenziosa e determina l'obbligo di adeguarvisi in capo allo Stato soccombente. E' questa un'altra fase del procedimento ove la componente giudiziaria, espressa dall'Organo di Appello, e quella politica, rappresentata dall'Organo di risoluzione delle controversie, cooperano proficuamente al fine di garantire il rispetto degli obblighi che scaturiscono dagli Accordi, di fatto rendendo così le decisioni raccomandate ed adottate obbligatorie e vincolanti. Anche in questo particolare momento della procedura ricorre la prassi applicativa del "consensus negativo" poiché, secondo il testo dell'Intesa "una relazione dell'Organo di Appello viene adottata dal DSB (Organo di Risoluzione delle controversie) e accettata incondizionatamente dalle parti della controversia, a meno che il DSB decida per *consensus* di non adottare la relazione dell'Organo di Appello entro il termine di trenta giorni da quando è stata distribuita ai Membri" (art.17.14 DSU). L'automaticità del meccanismo di approvazione delle relazioni finali determinato dall'applicazione del "consensus negativo", pur non comparando nel testo dell'Intesa termini quali sentenza o giudici, confermano l'assimilazione dell'Organo di Appello in quanto a competenze, struttura e procedimento al funzionamento ed alla natura dei tribunali internazionali esistenti, tanto che le procedure e le decisioni descritte non possono essere semplicemente definite di *soft law* poiché hanno efficacia di *res iudicata* tra le parti. Una delle conseguenze positive in termini di certezza del diritto, prevedibilità ed efficacia dell'intero *corpus iuris* è sicuramente data dal formarsi di una giurisprudenza consolidata che ha contribuito non poco a chiarire, soprattutto agli operatori economici, l'interpretazione e l'applicazione della complessa normativa contenuta nei diversi Accordi OMC.

4.La fase di esecuzione delle raccomandazioni

La creazione di un contesto istituzionale e giurisdizionale unanimemente accettato dagli Stati membri ha prodotto, anche per quanto riguarda la fase dell'esecuzione delle raccomandazioni degli organi giudicanti, e delle eventuali misure sanzionatorie in esse contenute, indubbi progressi. I Membri dell'OMC, infatti, avendo trasferito ad organi terzi le prerogative di accertamento ed esecuzione delle presunte violazioni al sistema multilaterale di cui fanno parte, hanno rinunciato al ricorso alla propria "giustizia statale", e dunque inevitabilmente unilaterale. In particolare, il limite alla discrezionalità degli Stati nell'assumere iniziative autonome vale non solo per l'accertamento delle eventuali infrazioni agli obblighi OMC, ma anche nel successivo momento dell'esecuzione, grazie allo stretto legame esistente tra le due fasi del procedimento.

Le conclusioni raggiunte in sede di DSB possono pertanto condizionare anche la fase esecutiva dei rapporti finali in quanto, nei casi di non violazione per misure che, pur conformi alle norme multilaterali, possono però pregiudicare vantaggi consolidati di altri membri, non vi è un obbligo a carico della parte soccombente di rimuovere la misura contestata ma solo di fornire adeguate compensazioni allo Stato interessato. Qualora, invece, la misura oggetto di contestazione sia stata dichiarata in contrasto con gli Accordi OMC *il panel* o l'Organo di Appello ne chiederanno la rimozione, l'eliminazione o la modifica.

L'esecuzione delle raccomandazioni adottate dal DSB, sulla base del rapporto finale dell'Organo di appello o dei *panels*, deve avvenire entro un ragionevole periodo di tempo non superiore ai quindici mesi. E' lo Stato soccombente che propone il periodo necessario o, in via alternativa, esso viene stabilito di comune accordo tra le parti della controversia o mediante arbitrato vincolante. L'organo incaricato di vigilare sull'esecuzione dei rapporti è il DSB. Se lo Stato soccombente non ottempera alle raccomandazioni e decisioni del DSB nel termine fissato si prospettano due rimedi: la conclusione di accordi di compensazione o l'applicazione di contromisure (art.22 DSU). L'avvio di negoziati con la controparte, per stabilire una compensazione reciprocamente accettabile, comporta la riapertura di nuovi negoziati con l'esperimento dei procedimenti già descritti e previsti nell'Intesa che possono richiedere nuovamente l'intervento del *panel*, con nuove consultazioni e facoltà di appello. Non di rado accade che questa fase possa determinare un rallentamento nella soluzione della controversia; tuttavia questo dato, sicuramente non positivo, è ampiamente controbilanciato dall'assoggettamento agli organi competenti in materia contenziosa che in tal modo si determina anche per la fase dell'esecuzione, con rafforzamento della funzioni di garanzia svolta dai predetti organi .

In caso di mancato adempimento delle raccomandazioni del DSB entro il termine ragionevole fissato o in caso di fallimento di eventuali negoziati sulla compensazione entro venti giorni dalla scadenza di tale periodo, lo Stato leso può chiedere al DSB di essere autorizzato a sospendere l'applicazione di concessioni o di altri obblighi derivanti dagli Accordi OMC nei confronti della controparte (art.22.2 DSU). La parte ricorrente ha ampia discrezionalità nell'individuare le contromisure (o anche misure di "ritorsione" o *retaliation*) applicabili, essendo vincolata al rispetto di un principio di graduazione nella progressione delle ritorsioni, in quanto esse devono essere adottate in prima battuta nello stesso settore in cui si è verificata la violazione (art.22.3.a DSU), ma, nell'impraticabilità di una soluzione simile, sono consentite le c.d. ritorsioni incrociate (*cross-retaliation*) interessanti settori diversi da quelli in cui si è verificata la violazione (art.22.3.b DSU), che contribuiscono non poco all'efficacia del sistema multilaterale. L'Organo di Risoluzione delle controversie (DSB), anche in tal caso, in forza del meccanismo del *consensus negativo*, concede l'autorizzazione all'applicazione delle contromisure automaticamente, sulla base della semplice richiesta avanzata (art.22.6 DSU)⁹.

L'unica possibilità che la parte soccombente ha di contestare l'entità delle contromisure o il mancato rispetto del principio di gradualità, è attivare una procedura di arbitrato vincolante, affidata allo stesso *panel* che ha esaminato la vertenza originaria o ad un arbitro designato dal Direttore generale. Il lodo arbitrale, che deve essere adottato entro sessanta giorni dalla scadenza del periodo ragionevole, è definitivo ed inappellabile; pertanto lo Stato che ha subito il pregiudizio dovrà rivedere le misure di sospensione richieste nel caso in cui l'arbitro le ha valutate illecite mentre, nel caso contrario, il Membro soccombente non potrà contestarne l'applicazione.

Infine, non ancora del tutto chiaro è il rapporto tra la procedura di revisione delle misure di

⁹ Sul punto vedi Bonafé, *L'autorizzazione ad adottare contromisure nel quadro dell'Organizzazione Mondiale del Commercio: il requisito delle "circostanze sufficientemente gravi"*, in Ligustro-Sacerdoti (a cura di) *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia, Liber amicorum in onore di Paolo Picone*, Napoli 2011.

attuazione e la verifica delle conformità delle contromisure che, secondo un orientamento quasi unanime della dottrina, dovrebbe essere letto in termini di pregiudizialità mentre, nella prassi applicativa e nella giurisprudenza, è prevalso l'indirizzo inteso a consentire il contestuale esperimento delle due procedure.

5.L'intervento di terzi e la posizione degli amici curiae dinanzi ai panels ed all'Organo di Appello.

Le regole originarie relative ai soggetti che hanno accesso al sistema del contenzioso appena delineato, in quanto parti della controversia in senso tecnico o terzi intervenienti nella stessa, rispecchiano l'impostazione intergovernativa della cooperazione tra Stati nel contesto dell'OMC: sia sotto il profilo della legittimazione attiva che di quella passiva, gli Stati sono i principali attori del meccanismo di soluzione delle controversie.

Le disposizioni dell'Intesa, ma soprattutto la giurisprudenza dei suoi Organi, hanno chiarito che i soggetti aventi diritto a presentare memorie, con conseguente obbligo di esame da parte degli organi giudicanti, sono quei Membri dell'OMC parti principali di una controversia, attore e convenuto o anche appellante ed appellato, ma anche le c.d. parti terze ovvero quegli Stati che intervengono nel giudizio non in quanto protagonisti diretti della controversia, ma quali soggetti portatori di un proprio "interesse sostanziale" toccato dalla soluzione della stessa (art.10 DSU). Dinanzi al *panel* agli Stati terzi è riconosciuto il diritto di intervenire in merito alle questioni di diritto e di fatto e sull'interpretazione delle norme degli Accordi OMC in discussione, mediante il deposito di comunicazioni scritte, nelle quali è rappresentata la posizione della parte terza, che devono essere riprese nel rapporto finale redatto dal *panel* stesso. Analogo diritto è attribuito nella fase di appello con la possibilità per gli Stati intervenienti di essere chiamati ad esporre le proprie argomentazioni oltre che in comunicazioni scritte anche oralmente.

Durante la negoziazione dell'Uruguay Round gli Stati Uniti proposero di inserire nell'Intesa alcune disposizioni che prevedessero una qualche forma di partecipazione estesa anche a *non-State actors*, Organizzazioni Non Governative (anche ONG di seguito) o privati, più genericamente, in rappresentanza della c.d. "società civile" in grado, con le loro conoscenze specialistiche della materia di prospettare agli organi giudicanti un punto di vista allo stesso tempo tecnico ma anche svincolato dagli interessi particolari dei soggetti in causa e, dunque, più aderente a considerazioni ed esigenze di pubblico interesse.

L'istituto processuale più adatto a consentire il raggiungimento di tali finalità è stato individuato nell'*amicus curiae*, figura già conosciuta presso altre giurisdizioni internazionali che non è parte al procedimento, in quanto non partecipa al contenzioso per la tutela di un proprio diritto soggettivo, né terzo interveniente, poiché non avanza pretese *ad adiuvandum* nei confronti di alcuna parte, quanto piuttosto un soggetto che può presentare osservazioni sugli elementi giuridici e di fatto "*en cause*" contribuendo così ad un rafforzamento della dialettica processuale e del contraddittorio anche in quanto gli interessi rappresentati trascendono quelli delle parti

della controversia¹⁰.

Lo strumento tecnico attraverso il quale gli argomenti dell'*amicus curiae* possono entrare nel procedimento, per essere valutati e conosciuti dagli organi giudicanti, è costituito dalla facoltà di depositare memorie (*briefs*) sulle quali, in ogni caso, i giudici devono pronunciarsi in merito alla loro ammissibilità non potendo configurarsi un vero e proprio diritto in capo all'*amicus curiae* di presentare il *brief*, contrariamente al diritto in tal senso riconosciuto al terzo interveniente.

La proposta statunitense non riuscì a coagulare intorno a sé i consensi necessari per essere trasfusa nelle norme processuali dell'Intesa, anche per la forte opposizione dei Paesi in Via di Sviluppo (di seguito anche PVS) che, nell'apertura del contenzioso all'*amicus curiae* ed alle ONG in particolare, vedevano un canale privilegiato per la tutela degli interessi economici dei paesi industrializzati e delle multinazionali, naturalmente favoriti nell'utilizzo di questo strumento in virtù degli alti costi necessari ad intervenire nel contenzioso ginevrino e dell'alto grado di professionalità e specializzazione richiesto per la predisposizione dei *briefs*.

Il risultato finale, data l'impossibilità di pervenire ad un testo condiviso, anche per le difficoltà di assicurare un *locus standi* dinanzi ad organi giudiziali internazionali ad enti non considerato soggetti dalla dottrina internazionalistica tradizionale, fu la mancanza, nell'Intesa, di qualsiasi riferimento esplicito al ruolo degli *amici curiae* non essendo rinvenibili né disposizioni di disciplina dello stesso né norme dichiarative dell'inammissibilità degli *amici curiae* nei giudizi dell'OMC. Il vuoto normativo, frutto non casuale delle contrapposte opinioni tra i Membri dell'OMC, ha aperto la strada ad interpretazioni divergenti in merito alla ammissibilità o meno della partecipazione degli *amici curiae* al procedimento, sia da parte della dottrina che degli organi giudicanti, in particolare dell'Organo di Appello. Secondo un primo orientamento la mancanza di una base giuridica nel DSU sulla quale fondare un *locus standi* all'*amicus*, a differenza di quanto accade invece per la parte o il terzo, costituirebbe un ostacolo insormontabile alla sua legittimazione nel processo¹¹. In forza di altra impostazione, che rovescia quella appena

¹⁰ Per alcune riflessioni sulla tematica del ruolo dell'*amicus curiae* vedi Baratta, *La legittimazione dell' amicus curiae dinanzi agli organi giudiziali della Organizzazione Mondiale del Commercio*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2002, pp. 549-572. L'autore sembra individuare nella c.d. teoria dei poteri impliciti, secondo la quale l'organo giudiziario dispone delle attribuzioni implicite e necessarie per compiere le sue funzioni, un possibile fondamento giuridico della presenza degli *amici curiae* ai procedimenti in esame. Sul punto vedi anche Baroncini, *Società civile e sistema OMC di risoluzione delle controversie: gli Amici Curiae*, in Francesco FRANCONI, Federico LENZERINI, Massimiliano MONTINI (a cura di), *Organizzazione mondiale del commercio e diritto della Comunità europea nella prospettiva della risoluzione delle controversie*, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 75-116

¹¹ Tale impostazione emerge chiaramente dalle *Minutes of the Meeting del General Council* del 20 novembre 2000, doc. WT/GC/M/60 (23 January 2001) quale espressa dalla quasi totalità degli Stati partecipanti, ad eccezione degli Stati Uniti. Il documento, nel riassumere la posizione non favorevole assunta dagli Stati ad ammettere la partecipazione dell'*amicus curiae*, recita testualmente "Therefore, most delegations had concluded that since there was no specific provision regarding *amicus briefs* such *briefs* should not be accepted. Some delegations were of the view that *amicus briefs* could be used in some cases and there was at least one delegation who believed that there was both a legal and a substantive reason to use *amicus briefs*. There was no agreement on this point" (par.114). Il punto di vista degli Stati è formulato in evidente contrasto con la decisione adottata dall'Organo di Appello nel caso Gamberetti volta a consentire l'ingresso dell'*amicus curiae* nel procedimento, sulla base dell' art. 13 del DSU: "The majority of delegations had stated that they did not agree with that decision which served as a basis for subsequent decisions on *amicus briefs* by panels and the Appellate Body. At the same time, at least one delegation had stated that there was nothing wrong with that kind of procedure"(par.115). La discussione sviluppatasi nel corso della riunione conferma la complessità delle questioni sollevate e l'assenza di chiare indicazioni normative in proposito inducendo

riportata, l'assenza di un dato testuale che dichiari inammissibile l'intervento di *amici* nei procedimenti WTO si presterebbe, invece ad essere utilizzata per ammetterne la partecipazione nel procedimento¹².

La questione è stata affrontata, per la prima volta nel caso *Gamberetti (United States-Shrimps/Turtles)*¹³ con rapporto dell'Organo di Appello approvato dal DSB nel novembre del 1998) inaugurando così una giurisprudenza sul punto ondivaga e non sempre uniforme. In questa prima pronuncia, in contrasto peraltro con quanto ritenuto dal *panel* in primo grado che aveva negato la facoltà agli *amici curiae* di depositare comunicazioni, l'Organo di Appello afferma chiaramente la conformità con il sistema OMC dell'accettazione di tali comunicazioni precisando, tuttavia, che è nella piena discrezionalità degli organi giudicanti decidere se richiedere o meno la presentazione delle comunicazioni agli *amici curiae* ed accogliere o meno le comunicazioni direttamente proposte dagli *amici curiae*.

Secondo l'orientamento prevalso in seno all'organo di Appello, la conclusione si giustifica in virtù del combinato disposto degli articoli 12 e 13 dell'Intesa che consentono di ricostruire in maniera più specifica l'ampia discrezionalità di cui godono gli organi giudicanti nell'organizzare le procedure finalizzate ad una valutazione oggettiva della questione sottoposta al loro esame, sotto il profilo dei fatti della causa e del diritto ad essi applicabili. In effetti l'art.12 prevede che i *panels* siano dotati di ampia discrezionalità organizzativa e possano adottare delle procedure di lavoro ad hoc per la disciplina del giudizio incardinato dinanzi ad essi, al fine di consentire una flessibilità sufficiente a garantire relazioni di alta qualità da parte dei *panels* stessi senza inutilmente ritardarne i lavori. L'art.13, invece, regola il diritto dei *panels* di chiedere informazioni e consulenze tecniche a qualunque persona o organismo ritenga opportuno, nonché di chiedere informazioni a qualsiasi fonte pertinente e di consultare esperti e di chiedere loro un'opinione anche qui per assicurare qualità, trasparenza e legittimità all'intera procedura.

Se da queste conclusioni appare palese come l'ammissione di *briefs* da parte degli *amici curiae* non possa configurarsi in ogni caso come un diritto attribuito in loro favore né obbligare i giudici a darne conto nelle loro sentenze, non altrettanto limpida è la posizione dell'Organo di Appello sulla estensione del suo potere discrezionale e di quello dei *panel* nell'accettare le memorie, specie di quelle non richieste.

Il problema è reso più acuto dalla circostanza che gli art. 12 e 13 non si applicano all'Organo di Appello ma disciplinano unicamente la procedura dinanzi ai *panels* rendendo così indispensabile l'individuazione di una base giuridica appropriata per l'attività dell'organo di secondo grado riguardo agli *amici curiae*.

I due temi vengono affrontati congiuntamente, sempre dall'organo di Appello, nel c.d. caso

così la Presidenza a concludere che: "First, he believed that there had been a large sentiment expressed by almost all delegations that there was a need to consider whether it would be possible to put in place clear rules for amicus briefs. There might not be absolute unanimity on that point, but the majority of delegations had stated that the Appellate Body and the system would benefit from clearer rules. Further consultations would be required on both the substantive content of the rules and what procedure should be used for putting them in place. Second, in light of the views expressed and in the absence of clear rules, he believed that the Appellate Body should exercise extreme caution in future cases until Members had considered what rules were needed" (par. 119-120).

¹² Per il richiamo a tale tesi vedi Baratta, *op. cit.* p. 553.

¹³ WT/DS58.

Carbon Steel (United States-Imposition of Countervailing Duties on Certain Hot-Rolled Lead and Bismuth Carbon Steel Products Originating in the U.K. del maggio 2000). In ordine alle comunicazioni non richieste è ribadita la loro ammissibilità (“*We are of the opinion that as long as we act consistently with the provision of the DSU and covered agreements, we have the legal authority to decide whether or not to accept and consider any information that we believe is pertinent and useful in an appeal*”) a condizione però che siano utili e pertinenti per la risoluzione della controversia. Più incerta sembra la scelta operata di ricondurre tale potere all’art. 17.9 dell’Intesa, anche per l’impossibilità, come si è detto, di applicare gli artt. 12 e 13 all’Organo di Appello, in quanto il riferimento a tale disposizione, secondo la quale l’Organo di Appello ha la facoltà di elaborare delle procedure di lavoro (nella sentenza si legge che pertanto “*this provision makes clear that the Appellate Body has broad authority to adopt procedural rules*”), non pare fornire una base giuridica sufficientemente solida da giustificare l’ampio potere di cui godrebbe l’Organo di appello, sino ad ammettere gli *amici curiae*. Un poter così ampio, non espressamente stabilito in alcuna norma, può, dunque, essere consentito solo alla luce della funzione ultima assegnata agli organi giudicanti dal sistema di soluzione delle controversie.

Appare quindi pienamente condivisibile l’orientamento di quella parte della dottrina internazionalistica che correttamente fonda la *legal authority* di invitare soggetti non parti a depositare memorie nell’art. 3.2 del DSU. La norma, nel fissare il ruolo ed i compiti degli organi giudicanti, stabilisce che essi devono chiarire le disposizioni degli Accordi di Marrakesh “conformemente alle norme del diritto pubblico internazionale” e devono “assicurare certezza e prevedibilità al sistema commerciale multilaterale” del quale sistema essi stessi costituiscono un elemento centrale. Pertanto il fine ultimo cui essi devono tendere è “la corretta statuizione del diritto, che è poi l’interesse comune di tutti i contraenti” tutelando “interessi trascendenti quelli immediati delle parti della controversia per fondarsi su valori comuni e solidali”. L’assolvimento di tale delicata e complessa funzione ben può richiedere l’esame di contributi ed interpretazioni non necessariamente suggerite dalle parti. Questo principio è stato affermato a più riprese dagli organi giudicanti ove, ad esempio, si legge che “*nothing in the DSU limits the faculty of a panel freely to use arguments submitted by any of the parties...to support its own findings and conclusions on the matter under its consideration. A panel might well be unable to carry out an objective assessment of the matter...if in its reasoning it had to restrict itself solely to arguments presented by the parties to the dispute*” (United States-Import Measures on Certain Products from the European Communities, Rapporto finale dell’Organo di Appello dell’11 dicembre 2000) o ancora laddove si legge che “*on any legal matter, notably the interpretation of the Agreement concerned, the Panel will be assisted by the arguments of the parties but will not be bound by them. Pursuant to Article 3.2 of the Understanding, our decision on these matters must be in accordance with the customary rules of interpretation of public international law applicable to the WTO Agreement*” (European Communities-Measures Affecting Asbestos and Asbestos-Containing Products, Rapporto finale del *panel* del 18 settembre 2000).

La partecipazione degli *amici curiae* al procedimento non si pone in contrasto con questi obiettivi ma ne facilita il conseguimento atteso che, non intervenendo a tutela di propri diritti ma per esigenze di pubblico interesse, essi possono fornire un valido ausilio agli organi giudicanti nella corretta ed appropriata opera di interpretazione ed individuazione delle norme rilevanti, ex art. 3.2 del DSU, ai fini della definizione della controversia. Il potere di ammetterli

è pertanto configurabile come una “attribuzione implicita e necessaria” agli organi giudicanti per esercitare le loro funzioni. E’ tuttavia opportuno sottolineare come l’Organo di Appello abbia fatto un uso assai parsimonioso di tale potere al punto che, ad oggi, non risultano casi nei quali siano stati ritenuti pertinenti o utili “*unsolicited submission*” da parte di *amici* a fronte del deposito da parte degli stessi di memorie in 35 controversie, a partire dal 1995¹⁴, di competenza ora dei *panels* ora dell’Organo dai Appello.

Nonostante questi elementi di significativa apertura nei confronti della c.d. “società civile”, emersi soprattutto nella giurisprudenza dell’Organo di Appello, i Paesi in Via di Sviluppo, tranne sparute eccezioni, hanno continuato ad esercitare una decisa opposizione a qualsiasi tentativo di riforma che ammettesse gli *amici curiae* a partecipare dinanzi agli organi giudiziali dell’OMC. Tale chiusura appare difficilmente condivisibile sia sotto il profilo strettamente processuale che dal punto di vista dell’efficacia e del buon funzionamento dell’intero sistema. Per quanto riguarda il primo aspetto la presenza degli *amici curiae*, come testimoniato da quelle giurisdizioni internazionali che ne riconoscono il *locus standi*¹⁵, amplierebbe e rafforzerebbe il contraddittorio introducendo così un elemento di trasparenza e di *accountability* dell’intera procedura, oggi caratterizzata da una rigida confidenzialità. Sotto il secondo profilo la piena ammissione degli *amici curiae* nel procedimento dinanzi ai *panels* ed all’Organo di appello costituirebbe una valida risposta alle obiezioni, ed a volte contestazioni, che vengono mosse all’OMC di essere una “*Members driven organization*” alla quale difetterebbe la capacità di prendere in considerazione le “ragioni e preoccupazioni non commerciali espresse da organizzazioni non governative indipendentemente dagli interessi che muovono invece i governi in questa sede”¹⁶.

Se in giudizio non è stato possibile sperimentare gli eventuali benefici legati all’azione delle ONG o degli *amici curiae* più in generale, come visto per l’assenza di una casistica sul punto, qualche indicazione in proposito è possibile trarre da alcune iniziative promosse dalle ONG in fase negoziale, soprattutto quando si è trattato di promuovere l’applicazione delle regole del commercio intenzionale in linea con i principi della tutela della salute, della sicurezza e dell’ambiente. E’ quanto accaduto, ad esempio, per l’azione svolta da ONG quali Oxfam o MSF (*Médecins sans frontières*), peraltro di intesa con le argomentazioni e gli interessi dei Paesi in Via di Sviluppo, volta a rendere possibile l’esportazione di farmaci anti-AIDS, grazie a “licenze obbligatorie” ma ancor più consentendone “importazioni parallele” in favore di quei paesi che non hanno le risorse sufficienti a produrre ed importare i farmaci generici. Gli sforzi e le pressioni, esercitate congiuntamente dai PVS e dalle ONG, hanno conferito maggiore efficacia alle iniziative comuni adottate in questo campo con qualche risultato, anche se parziale come la Dichiarazione di Doha del 14 novembre 2001 nella quale si è ribadito a livello mondiale il diritto e la necessità dell’accesso ai farmaci essenziali per i pazienti dei Paesi in Via di Sviluppo e dunque la priorità della salute pubblica sugli interessi commerciali del

¹⁴ Su 161 *panels* composti, sempre dal 1995.

¹⁵ Per una riflessione sul punto vedi Trocker, *L’amicus curiae nel giudizio davanti alla Corte europea dei diritti dell’uomo*, in *Rivista di diritto civile*, 1989, pp. 123 ss. ove viene sottolineato il contributo che tale partecipazione fornisce alla legittimazione democratica del sistema giurisdizionale.

¹⁶ Vedi Sacerdoti in *op. cit.* p. 442.

settore o anche l'accordo raggiunto il 30 agosto 2003, sempre in sede OMC, su una procedura temporanea che consente il commercio dei farmaci sotto licenza obbligatoria. Per quanto concerne invece il contenzioso le pressioni internazionali hanno spinto, nell'aprile del 2001, 39 case farmaceutiche, che avevano iniziato una procedura nei confronti del governo sudafricano, accusato di aver adottato una legge (il "*Medicine Act*") che avrebbe permesso di rendere i prezzi degli anti-retrovirali accessibili tramite la produzione di farmaci generici su licenza governativa e l'importazione a prezzi più favorevoli, a ritirare la loro denuncia. Analoga situazione si è verificata quando varie ONG internazionali e statunitensi, tramite iniziative congiunte, hanno indotto il governo degli Stati Uniti a rinunciare all'avvio del contenzioso OMC nei confronti del Sud-Africa e del Brasile per le loro politiche tese a commercializzare a basso prezzo i farmaci anti-AIDS. In definitiva tale limitata casistica non può che evidenziare come una chiara regolamentazione del ruolo dell'*amicus curiae* nel sistema OMC agevolerebbe l'adozione di iniziative simili e la rappresentanza delle esigenze, più strettamente legate alla promozione ed applicazione delle regole del commercio internazionale in linea con i principi della tutela della salute, della sicurezza e dell'ambiente, anche nella fase più tipicamente giudiziaria di soluzione delle controversie, con un'efficacia indubbiamente maggiore delle azioni intraprese in tale direzione dai *non State-actors*.

PERIFERIE SOCIALI DELLO STATO MODERNO

Pasquale Luigi Di Viggiano

Abstract: È possibile, dopo Kelsen, osservare lo Stato attraverso la descrizione della evoluzione del suo sistema giuridico e vedere come la produzione di diritto, quindi di Stato, stabilizza contemporaneamente inclusione ed esclusione, generando resistenza al diritto attraverso la produzione di modelli inclusivi diversi dal diritto stesso che in alcuni casi vengono indicati come “antistato”. L’organizzazione dello Stato, attraverso il dispiegamento dei suoi poteri, produce forme di periferizzazione, che si configurano come sottosistemi sociali premoderni contemporanei a forme moderne di centralità del potere. Non l’organizzazione dei territori, delle popolazioni e delle sovranità produce centro/periferia ma la permanenza di forme premoderne di organizzazione sociale osservata non come funzionalmente differenziata, ma caratterizzata da livelli ancora alti di stratificazione, se non di segmentazione sociale. Studiare le forme e i meccanismi che producono centri e periferie sociali significa osservare come il diritto, nel suo ordinario funzionamento, include o esclude e come si realizzano forme d’inclusione antagoniste dello Stato.

Abstract: It’s possible after Kelsen, see the State through the description of the evolution of the legal system and see how the production of law, then of State, stabilizes simultaneously inclusion and exclusion, generating resistance to the law through the production of inclusive models other than the right same that in some cases are indicated as “antistato”. The organization of the State, through the deployment of its powers, produces forms of peripheralization, which constitute contemporary social subsystems premodern to modern forms of the centrality of power. Not the organization of territories, populations and sovereignty produces center / periphery but the permanency of premodern forms of social organization observed not as functionally differentiated, but still characterized by high levels of stratification, if not of social segmentation. To study the forms and mechanisms that produce social centers and peripheries means to observe how the right, in its ordinary operation, include or exclude and how it implement forms of inclusion state opposing.

Parole chiave: Sistema giuridico, Centro/periferia, Differenziazione funzionale, Periferie della modernità, Reti d’inclusione, Teoria dello Stato, Sistemi sociali.

Sommario: 1. Premessa - 2. Lo Stato tra centro e periferia: una distinzione inattuale - 3. Lo Stato periferico: i sud - 4. La periferia sociale e la sua razionalità - 5. Il diritto e le reti d’inclusione - 6. Conclusioni.

1. Premessa

La descrizione dello Stato moderno può essere condotta attraverso la descrizione dei rapporti tra Stato, inteso come Stato centrale, e le sue periferie sociali, volgendo lo sguardo prevalentemente ai modelli e ai meccanismi sociali di inclusione ed esclusione che attraverso tale osservazione è possibile rappresentare.

Nelle forme attraverso cui si manifestano gli elementi che descrivono ciò che attualmente viene indicato come “Stato moderno” si riscontrano le strutture che lo costituiscono ma emergono anche aporie e sedimentazioni di acquisizioni evolutive il cui superamento rappresenta la possibilità di indicare il potere statale e la costruzione delle semantiche che lo individuano ancora come “moderno”.

Nella evoluzione di idea di Stato, almeno in Europa, si registra una linea di tendenza che traccia la distinzione, ancora non ben definita, tra stato nazionale e Unione Europea intesa come struttura sovranazionale dotata di “territorio”, “popolo” e “sovranità”. Attualmente non esiste un territorio europeo inteso come unità geografico-giuridica stabilita da un ancora inesistente ordinamento giuridico europeo così come non esiste un popolo europeo avente le caratteristiche di popolo così come descritto da Kelsen; mentre la sovranità europea è ancora tutta da costruire. Nell'uso comune, ma anche da un punto di vista sociologico, si individuano gli abitanti degli stati nazionali che compongono l'Europa, come europei. Tuttavia questo non impegna il diritto se non in quelle norme nazionali che hanno recepito nel proprio ordinamento giuridico le Direttive dell'UE.

Per rappresentare i diversi sistemi statali, nella evoluzione del pensiero politico e giuridico, spesso si è fatto ricorso all'idea di centro/periferia, soffermandosi raramente a considerare il profondo legame sociale che lega, o separa, il centro dello Stato e le sue periferie. Ripercorrere brevemente alcuni tratti della riflessione occidentale di carattere sociologico, giuridico, politico ed economico prodotta sull'argomento può aiutare a comprendere i risultati inusitati di una lunga ricerca di cui qui intendiamo proporre una breve sintesi. La ricerca, pure essendosi conclusa, non consente che di avanzare alcune provvisorie, suggestive conclusioni.

Hans Kelsen a metà del XX secolo sottopone a una severa critica le teorie classiche dello Stato¹ portando questo a coincidere con il proprio ordinamento giuridico². Da quel momento è possibile osservare lo Stato attraverso la descrizione della evoluzione del suo sistema giuridico e vedere come la produzione di diritto, quindi di Stato, stabilizza contemporaneamente inclusione ed esclusione³, generando resistenza al diritto attraverso la produzione di modelli inclusivi diversi dal diritto stesso che in alcuni casi vengono indicati come “antistato”. L'organizzazione dello Stato, attraverso il dispiegamento dei suoi poteri, produce forme di periferizzazione, che si configurano come sottosistemi sociali premoderni, contemporanei a forme moderne di centralità del potere. Non l'organizzazione dei territori, delle popolazioni e delle sovranità produce centro/periferia ma la permanenza sociale di forme premoderne di

¹ Un'interessante, sebbene non esaustiva, antologia delle dottrine dello Stato è disponibile in: A. Mattioni, F. Fardella, *Teoria generale dello Stato e della Costituzione. Un'antologia ragionata*, Giappichelli, Torino 2009.

² Cfr. H. Kelsen, *Teoria generale del diritto e dello Stato*, Etas, Milano 1994.

³ L'uguaglianza formale non coincide con l'uguaglianza sostanziale.

organizzazione sociale non funzionalmente differenziata, ma caratterizzata da livelli ancora alti di stratificazione, se non di segmentazione sociale. Studiare le forme e i meccanismi che producono centri e periferie sociali significa osservare come il diritto, nel suo ordinario funzionamento, include o esclude e come si realizzano forme d'inclusione antagoniste dello Stato.

La parte più esterna rispetto a un centro solitamente viene indicata come periferia. Questa visione dicotomica spazio-temporale ha segnato, e ancora segna, la descrizione geografica del mondo ma interviene anche a indicare rapporti di potere economici, politici, culturali, sociali. La distinzione centro/periferia, o meglio la descrizione di rapporti di potere economici, sociali, politici, territoriali viene utilizzata per indicare modelli e processi di inclusione/esclusione. Anche nella letteratura, compresa quella non specialistica, si usa spesso contrapporre centri a periferie e queste ultime sono connotate in senso negativo: mancano di strutture politiche democratiche, non sono in grado di darsi ordinamenti comparabili con quelli dei centri; le economie sono deboli e soggette a forti oscillazioni (instabili) e non di rado producono catastrofi; sono lontane dalle acquisizioni e dalle conquiste della modernità come possono essere i diritti umani, l'uguaglianza, le idee di libertà e al loro interno lo Stato è percepito come assente o del tutto lontano. Non esistono soluzioni o rimedi facilmente applicabili e non si intravedono generalizzazioni o automatismi in grado di affrontare il problema e trovare soluzioni adeguate. La stessa sociologia⁴ manifesta le proprie difficoltà nell'affrontare adeguatamente questo tema; soprattutto, ha difficoltà di analisi e di osservazione che superino l'episodicità di emergenze che costringono la società ad allarmarsi. E' ormai classico l'esempio più recente delle *banlieues*⁵ francesi.

Se la sociologia incontra difficoltà nel descrivere la società moderna (in particolar modo nel descrivere le periferie moderne utilizzando modalità prescrittive nel tentativo di individuare possibili interventi di politica sociale e per diagnosticare la gravità di alcune situazioni) altre discipline presentano i limiti di un approccio che utilizza ricerche, riflessioni e osservazioni basate su distinzioni consolidate, ma consuete, e da cui finora non hanno saputo staccarsi per utilizzare un "altro punto di vista". Così la ricerca storica, geografica, urbanistica, giuridica, economica e le scienze sociali variamente intese.

La caratteristica che accomuna tutte queste descrizioni è individuabile nell'utilizzo dell'asse spazio-temporale che collega, o che separa, i due termini *centro* e *periferia*⁶. La possibilità di

⁴ Cfr. G. Corsi, *Ultrasensibilità e indifferenza. Centri e periferie nella società moderna*, in «Studi di sociologia», Anno XLII, gennaio-marzo 2005, pp. 35-52.

⁵ Cfr. F. Indovina, *Periferie 1, Organismi in devoluzione*, «Equilibri» / a. X, n. 2, agosto 2006, pp. 341-353. Già nel 1981, infatti, si verificarono i primi disordini nella banlieue lionese di Vaulx-en-Velaine. Per una ricostruzione, in italiano, delle vicende che hanno infuocato le periferie francesi, dagli episodi dei primi anni Ottanta alle rivolte dell'autunno 2005, si veda G. Caldiron, *Banlieue. Vita e rivolta nelle periferie della metropoli*, Manifestolibri, Roma 2005.

⁶ *I concetti di centro e periferia hanno assunto un'importanza fondamentale nell'organizzazione del sapere delle scienze umane e sociali. Pur con declinazioni specifiche, l'utilizzo dello schema binario centro-periferia ha esercitato una funzione normativa nella costruzione della conoscenza, individuando degli assi privilegiati di organizzazione delle esperienze sociali, delle formazioni culturali, degli interessi politici e del funzionamento delle istituzioni. In questo schema i centri avrebbero definito degli standard tipologici in funzione dei quali sono state analizzate esperienze "residuali", "dissonanti", "eterogenee", "delocalizzate" definite appunto periferie. Negli ultimi anni questo schema binario di organizzazione del sapere è stato sottoposto a critiche e revisioni in diversi ambiti disciplinari che hanno introdotto nuove angolature analitiche e depotenziato la rigida assialità dello schema spaziale. Le "periferie" sono entrate in gioco come*

produrre ordine sociale⁷, a partire dalle società tardo-arcaiche, legata a problemi di produttività, è connessa al principio di territorialità che differenzia la produzione di disuguaglianze secondo un centro (cittadino) e una periferia⁸.

Questo meccanismo di differenziazione, per esempio, può essere utilizzato anche per descrivere la formazione dei grandi imperi territoriali e, in questa prospettiva, la forma elaborata della differenziazione centro/periferia ha come centro l'impero e la burocrazia dell'impero⁹. Tutto il resto è periferia. Che presenta problemi strutturali riferiti al controllo e alla comunicazione. La differenziazione descritta, oltre a produrre semantiche variegata, incide nell'attestarsi di società stratificate (centro) o segmentarie¹⁰ (periferia) attraverso una ulteriore differenziazione delle forme della differenziazione¹¹ che influenza grandemente anche gli accessi alle possibilità di educazione e di carriera¹². Al controllo di queste dinamiche deve essere ascritta, in età moderna, la dottrina della ragione di stato¹³.

Siffatte rappresentazioni della società producono e riproducono livelli e strategie dell'inclusione e dell'esclusione. In relazione ai diversi modelli attraverso i quali sono state avanzate osservazioni di osservazioni racchiuse nella forma centro/periferia, cercheremo di descrivere i significati e il senso delle periferie moderne e della loro distinzione inattuale che conduce allo svuotamento di semantiche ormai consolidate e, tuttavia, prive di senso.

protagoniste di una relazione di reciproca influenza con i "centri" e nuove categorie sono intervenute a designare la specificità di questi rapporti. Se è evidente la concomitanza di questo mutamento epistemologico con la fase della cosiddetta globalizzazione e con la necessità di interpretarne i processi economici, sociali, culturali, occorre resistere alla tentazione di collocare il superamento dello schema assiale centro-periferia in una prospettiva "stadiale", vale a dire come modalità del sapere aggiornata alla condizione postmoderna o globalizzata contemporanea, che succederebbe a quelle precedenti. Cfr. P. Capuzzo, Nuove dimensioni del rapporto centro-periferia: appunti per un dossier, «Storicamente», 2, 2006, <http://www.storicamente.org/02capuzzo.htm>

⁷ Cfr. N. Luhmann, *Come è possibile l'ordine sociale*, Laterza, Roma-Bari 1985

⁸ Cfr. N. Luhmann, R. De Giorgi, *Centro e periferia*, in *Teoria della società*, Franco Angeli, Milano 1992, pp. 275-281.
Il declino dell'Impero Romano, le successive invasioni barbariche e la conquista araba rappresentano la prima grande crisi in Europa che sarà connotata, come ultimo gradino di un percorso, dall'evento che più di tutti rappresenta una rottura con il passato: la nascita della *città borghese*. "Parlare di *città borghese* significa trattare ... di quel complesso urbanistico-spaziale costituito dal nucleo storico e dai suoi borghi circostanti"; "La storia urbanistica della *città borghese* affonda le sue radici storiche certamente già agli inizi del III secolo (*d. c.*) quando di fronte alle prime invasioni barbariche si procede alla frettolosa costruzione delle mura che, per concentrare meglio la difesa, tagliano fuori i quartieri periferici". Cfr. P. Guidicini, *Nuovo manuale per le ricerche sociali sul territorio*, Franco Angeli, Milano 1998, pp. 47-80.

⁹ Cfr. M. Foucault, *Sicurezza, territorio, popolazione*, Feltrinelli, Milano 2005, pp. 13-48.

¹⁰ Cfr. N. Luhmann, R. De Giorgi, *Teoria della società*, cit., pp. 260-289.

¹¹ *Ivi*, p. 278.

¹² Cfr. F. Bochicchio, P.L. Di Viggiano, *La formazione partecipata*, Guerini, Milano 2012.

¹³ Teoria sviluppatasi sulla base del pensiero politico rinascimentale e della Controriforma, alla fine del '500, la *Ragion di Stato* può essere considerata come lo studio delle condizioni dell'esistenza dello Stato, da cui ebbe origine il processo di astrazione e di distinzione dello Stato stesso da coloro (i governanti) che lo impersonano. La trattatistica sulla *Ragion di Stato* prese le mosse dall'ampio dibattito aperto da *Il Principe* di Machiavelli e dalla rinnovata fortuna di Tacito durante il XVI sec.. La prima esposizione sistematica della teoria della Ragion di Stato si deve all'ecclesiastico piemontese Giovanni Botero, con l'opera *Della Ragion di Stato* (1589). Cfr. <http://www.simone.it/newdiz/newdiz.php?action=view&dzionario=10&id=154>.

2. Lo Stato tra centro e periferia: una distinzione inattuale

È utile, ai fini di una maggiore comprensione degli argomenti trattati, tematizzare le diverse visioni, l'apparato concettuale e definitorio¹⁴, accanto ai rapporti di potere che il binomio centro-periferia evoca. Con intenti descrittivi, e al solo scopo di richiamare ambiti disciplinari che si sono occupati e si occupano di centri e di periferie, ripercorriamo posizioni che si sono sedimentate e che riteniamo utili per esplicitare ciò da cui prenderemo le distanze, o utilizzeremo per approfondimenti, per tentare di approdare ad una descrizione originale di *periferie della modernità* in relazione al diritto e alle aspettative che lo costituiscono.

Sull'asse spaziale *centro-periferia* sono state articolate categorie interpretative che hanno costituito un punto di riferimento fondamentale per la costituzione e lo sviluppo di saperi collocabili nel campo della storia ma anche delle scienze sociali. Categorie interpretative della società sviluppatasi all'interno della riflessione sulla nascita dello Stato moderno¹⁵ che risentono largamente di una concezione eurocentrica, con il compito di attribuire all'Europa e all'intero Occidente la facoltà di individuare e definire modelli di riferimento attraverso cui vagliare e comprendere *altri mondi*.

Questa capacità euristica del concetto resta sostanzialmente intatta anche oggi. Tuttavia, lo schema binario del rapporto centro/periferia è stato sottoposto, in diversi ambiti disciplinari, a critiche e revisioni e questo ha messo in risalto nuove angolature analitiche che hanno influito a depotenziare la rigida assialità dello schema spaziale. Le "periferie" hanno assunto un ruolo da protagoniste all'interno di una relazione di reciproca influenza con i "centri" man mano che altre categorie intervenivano a definire la specificità di questi rapporti, man mano che da un mondo di Stati e di nazioni si transitava verso un nuovo mondo globale. Man mano che da una concezione spaziale del mondo si transitava verso una dimensione sociale.

Intendiamo ripercorrere brevemente la complessità di questo schema concettuale e teorico prestando particolare attenzione alle costruzioni culturali e ideologiche, storiche e sociali, con l'intento di tracciare una distinzione tra il senso comune ormai consunto che connota le periferie e i "sud", attraverso il quale si sono rafforzate o 'inventate' visioni e appartenenze identitarie proiettate sulle periferie e il senso sorprendente che si forma ed emerge dall'analisi del tema utilizzando gli strumenti della teoria dei sistemi sociali¹⁶.

¹⁴ Nella particolare relazione del rapporto città/periferia, F. Indovina nota che: "L'identificazione dei parametri che permettono di qualificare una parte di città come periferia è controversa e diversi punti di vista si fronteggiano. Il primo fa riferimento a un parametro «posizionale»: è periferia quella zona della città che risulta essere «distanta dal centro»; il secondo guarda soprattutto alla dotazione di servizi: sono periferiche quelle zone della città che mancano della dotazione minima di servizi (privati e pubblici); il terzo interpreta la periferia come un fenomeno prevalentemente di degrado: sono periferia quelle zone della città, ovunque localizzate, caratterizzate da degrado sociale che convive, in generale, con il degrado urbanistico ed edilizio. Cfr., per una trattazione urbanistico-sociale del rapporto centro (città)/periferia, F. Indovina, *Periferie 1, Organismi in devoluzione, «Equilibri»* / a. X, n. 2, agosto 2006, pp. 341-353. Sempre in relazione al rapporto centro/periferia riferito alle città, cfr. G. Amendola (a cura di), voce *Periferie*, in *Città, Criminalità, Paure*, Liguori editore, Napoli 2008, pp. 118-121.

¹⁵ Cfr. J. H. Shennan, *Le origini dello stato moderno in Europa*, Il Mulino, Bologna 1991.

¹⁶ Cfr. N. Luhmann, *Sistemi sociali. Fondamenti di una teoria generale*, Il Mulino, Milano 1990; N. Luhmann, R. De Giorgi, *Teoria della società*, cit.

Centro/periferia è un modello storiografico che è stato applicato anche a periodi anteriori alla modernità, insieme ad altri modelli, come chiave di lettura dei rapporti tra imperi e province¹⁷, tra città e territori¹⁸, tra le città e i propri margini. È un modello che connota le programmazioni urbanistiche, che interessa le scienze sociali, la religione, l'economia, la politica, il diritto. Che interessa le aspettative dei sistemi sociali e dei singoli.

È utile, per la nostra riflessione, richiamare l'idea del "sistema mondo" definita e proposta da Immanuel Wallerstein¹⁹ come riflessione storica e di teoria dell'economia capitalista globale. Una proposta concentrata sul rifiuto dell'idea di "terzo Mondo" e sulla convinzione dell'esistenza di un unico mondo regolato da una complessa serie di relazioni economiche (economia mondiale) nelle quali la dicotomia "capitale-lavoro" e l'accumulazione di un capitale sempre maggiore spiegano gli attriti esistenti. Egli, pur partendo dalla disomogeneità del sistema capitalistico mondiale in termini di cultura, di politica e di economia, tuttavia, rappresenta il processo graduale di espansione del sistema stesso come un'unica rete o sistema di scambio economico globale, ancora oggi presente nella descrizione della globalizzazione. Contrariamente alle teorie positive di modernizzazione, Wallerstein non concepisce queste differenze se non come residui o irregolarità che potranno essere superate solo con l'evoluzione globale del sistema, dimostrando una inadeguata conoscenza delle dinamiche sistemiche e un visione *naïf* dei processi evolutivi dei sistemi sociali.

Un elemento rilevante del "sistema mondo" proposto da Wallerstein è la composizione del *mondo* in centro, semi-periferia e periferia (intesa come quelle aree rimaste sinora esterne rispetto alla ricchezza mondiale ma che comunque vi rientrano sotto forma di periferia). Ciò che caratterizza questa descrizione del mondo è una divisione fondamentale e istituzionalmente stabilita tra la funzione del lavoro del *centro* e quello della *periferia*. Il centro è connotato da alto livello di sviluppo tecnologico e da prodotti di complessa natura mentre la periferia svolge il ruolo di fornire al centro materie prime, prodotti agricoli e manodopera a basso costo. Da un punto di vista economico la periferia vende a basso prezzo prodotti al centro e acquista dal centro a prezzi comparativamente più alti. Questa iniquità costitutiva tende a stabilizzarsi producendo vincoli deterministici. Fra il centro e la periferia, non localizzati stabilmente in determinate aree geografiche, vi è una zona chiamata semi-periferia che si comporta come periferia in relazione al centro e come centro in relazione alla periferia. Gli stati semiperiferici godono di una certa instabilità e si possono spostare verso il centro o verso la periferia, giocando così un ruolo di "cerniera" che dinamizza i movimenti globali del "sistema mondo". Con questa operazione, considerata la sua matrice teorica e ideologica, Wallerstein ha spostato semplicemente la lotta di classe teorizzata da Marx dal livello nazionale al livello del sistema dell'economia mondiale, attirandosi l'interesse da parte dei movimenti contro la globalizzazione²⁰.

¹⁷ Cfr. S. Sassen, *Territori, autorità, diritti: assemblaggi dal medioevo all'età globale*, Bruno Mondadori, Milano 2008.

¹⁸ Cfr. A. Mela, *Sociologia delle città*, Carocci editore, Roma, 2007; J. Véron, *L'urbanizzazione del mondo*, Il Mulino, Milano, 2006.

¹⁹ Cfr. I. Wallerstein, *Il sistema mondiale dell'economia moderna*, voll. I, II, III, Il Mulino, Bologna 1978-1982-1995.

²⁰ Per una descrizione sintetica dei meccanismi che operano nell'economia mondiale e che definiscono "Globalizzazione", cfr. G. Lafay, *Capire la globalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1996. Interessante proposta di spiegazione della genesi (sociologica) della globalizzazione: ... poiché l'espansione e la velocità raggiunta dai media della diffusione rendono ormai possibile l'esperienza della simultaneità dell'accadere in tutte le regioni della terra e rendono possibile allo stesso tempo spiegare l'accadere attraverso la semplificatrice costruzione di catene causali, si è cominciato ad usare il termine globalizzazione. R. De Giorgi, *Temi di filosofia del diritto*, Pensa Multimedia, Lecce, 2006, p. 17.

Certamente non ha inteso suggerire soluzioni del problema relativo alle periferie della modernità. Per la nostra riflessione costituiscono punti di riferimento non solo i processi e le modalità attraverso cui il “centro”, nell’atto di conferire significato e senso a mondi sconosciuti - ma anche a mondi pur noti ma sempre «altri» come l’Oriente -, costruisce immagini e narrazioni destinate a riflettersi sulla sua stessa cultura e autorappresentazione, ma anche i processi attraverso i quali “le periferie” adottano i modelli del centro, magari finendo per sottoporli a una critica radicale. Ci riferiamo ad alcuni ambiti della riflessione storica, religiosa, geografica economica, politica, giuridica, urbanistica che si sono occupati di trattare i temi di cui ci occupiamo e che rappresentano il percorso descrittivo di una sedimentazione delle semantiche sul binomio centro/periferia.

Anche la scienza ha subito l’influenza del modello centro/periferia tanto che il binomio è stato ripetutamente utilizzato nel dibattito relativo alla storia delle istituzioni scientifiche e nelle analisi dei sociologi della scienza²¹.

E’ del tutto evidente che gli strumenti disciplinari del tipo descritto risultano altamente inadeguati per rispondere alla domanda: com’è possibile la periferia? Le risposte finora fornite sembrano ancora più eclatanti, inattuali e in gran parte superate proprio in presenza di fenomeni come la globalizzazione, la cibernetica e la digitalizzazione di una *società mondo* divenuta ormai binaria in cui la comunicazione, oltre a costituirla, rappresenta la struttura universale dei sistemi sociali e quindi delle sue possibilità di esistenza.

I presupposti classici utilizzati per tentare di spiegare la periferia facevano spesso riferimento alla distanza spaziale dal centro e quindi evidenziavano una certa esclusione dalla possibilità di praticare una comunicazione non mediata da fattori ritardanti o addirittura escludenti: le scarse tecnologie, la relativa incapacità delle periferie di aggiornarsi, la distanza dai centri di potere dove si formavano le decisioni e la relativa intrasparenza delle stesse. Il difetto di comunicazione impediva la costruzione delle strutture moderne nella società periferica e la costituiva.

Nella contemporanea tarda modernità la società viene indicata come “della informazione e della comunicazione”, allocuzione con cui si esalta da una parte la struttura del potere che ormai si ritiene risiedere non nel possesso dei mezzi di produzione, ma nella conoscenza, nella sua gestione e nel suo controllo e dall’altra si indica la società moderna come l’universo della comunicazione che è contemporaneamente prodotto e causa della sua possibilità di esistenza. Le più avanzate ICT, la comunicazione digitale, internet e la rete delle connessioni comunicative inclusive, la globalizzazione anche della comunicazione, sembrerebbero fattori abilitanti per un graduale ridimensionamento, fino alla scomparsa, del fenomeno periferie. Idea che beneficia del supporto reso disponibile anche dal diritto che stabilisce le regole giuridiche per il funzionamento dello Stato che si avvia ad essere sempre più digitale con la reale possibilità di abbattere le barriere spazio-temporali e tecnologiche più di quanto non avesse potuto fare uno Stato caratterizzato da una comunicazione tradizionale, analogica. Malgrado ciò si parla di *digital divide*: Cioè proprio della evidenza del fatto che una comunicazione digitale globale e

²¹ Cfr. J. Ben-David, *Scienza e società. Uno studio comparato del ruolo sociale dello scienziato* (1971), il Mulino, Bologna 1975. Per un quadro recente della questione, M. P. Casalena, *Opposizione e integrazione. La scienza nazionale nelle capitali e nelle province (XVIII-XIX secolo)*, «Storicamente», 2 (2006), <http://www.storicamente.org/02casalena.htm>

inclusiva, invece esclude. E il problema si ripropone. Lo stato digitale non spiega il fenomeno dei centri e delle periferie.

Allora si rende indispensabile vagliare altre razionalità, ricercare altri modelli descrittivi, individuare altri sistemi teorici in grado di sostenere le pressioni euristiche che urgentemente richiedono risposte adeguate.

3. Lo Stato periferico: i sud

Al vuoto lasciato dal tramonto dell'idea di *Terzo Mondo* si alterna, in epoca più recente, l'Ologramma di un *Sud Globale* che richiama la radicalità politica e generativa propria di una molteplicità mutevole di "sud" concreti²². Analisi e approcci sempre più raffinati e contribuiti a volte anche originali di diversi settori disciplinari e della ricerca sociale si sono occupati dei "sud del mondo". Tuttavia il problema legato alla periferizzazione, alle sue cause, ai processi che la contraddistinguono e agli esiti che riproducono i sud come sud e le periferie come periferie, non è riuscito a liberarsi dalla sua collocazione spaziale e temporale. Questo ha impedito una osservazione capace di produrre descrizioni più soddisfacenti, originali e in grado di superare logiche programmatiche e pianificatorie finora utilizzate dalla politica²³ e di cui abbiamo potuto osservare i cocenti fallimenti²⁴. Solo di recente, nel panorama internazionale della ricerca sociologica, si assiste alla proposta di una nuova tematizzazione delle periferie della modernità, attraverso un impianto teorico robusto e con l'utilizzo di una osservazione di secondo ordine in grado di *sollevare la pelle dell'acqua per scoprire cosa c'è sotto*²⁵.

Perché i sud sono sud e perché le periferie della modernità si costituiscono come periferia? Di "sud del mondo" ormai si parla come di un'acquisizione indubbia. Ne parla la politica a livello nazionale, europeo, ma anche a livello mondiale quando si occupa di programmi elettorali, governativi o di politiche espansionistiche mascherate da interventi di sviluppo in aree *sottosviluppate*. Ne parla il diritto quando voglia occuparsi di criminalità, di devianze e di misure che affrontino normativamente legalità e illegalità rilevanti per il diritto. Ne parla l'economia in relazione ai problemi legati allo sviluppo economico (mancato) a causa di disoccupazione, lavoro nero e minorile²⁶, economia sommersa.

²² Per una disamina delle cause e degli effetti della crisi del Terzo Mondo e del terzomondismo, susseguente ad una critica storico-coloniale nell'ambito dei *Subaltern Studies*, cfr. G. Ascione, *A sud di nessun Sud*, Ed. Emil di Odoja, Bologna 2009.

²³ Cfr. G. Corsi, R. De Giorgi, *Riscrivere la Questione Meridionale*, PensaMultimedia, Lecce 1998; G. Corsi, *Ultrasensibilità e indifferenza. Centri e periferie nella società moderna*, in «Studi di sociologia», cit.

²⁴ Cfr. N. Luhmann, *Causalità nel Sud*, in G. Corsi, R. De Giorgi, *Ridescrivere la Questione Meridionale*, cit., pp. 91-121.

²⁵ *Ogni descrizione del mondo, così come ogni descrizione della società del mondo si espone al mondo e alla società del mondo. L'osservatore non può osservare le distinzioni che egli usa per effettuare le sue osservazioni. Come la società, così l'osservatore sono esposti ad altre osservazioni che usano altre distinzioni. La descrizione occulta una latenza che può sempre essere diversa. Questa latenza fa vedere come contingente la descrizione, come costruzione il mondo, entrambi come prestazione propria della società. E nella società non c'è posto per fondamenti, per ontologie, forse neppure per lo spirito assoluto. E neppure per la critica se con questo si intende l'uso di una distinzione migliore delle altre.* R. De Giorgi, *Condizioni della descrizione della complessità nella società del mondo*, in Id., *Temi di filosofia del diritto*, Pensa Multimedia, Lecce, 2006, pp. 13-24.

²⁶ Sul tema del lavoro illegale/irregolare minorile affrontato con un approccio territoriale, cfr. P. L. Di Viggiano, *Il*

Le scienze sociali, prevalentemente, parlano di Sud come di aree le cui organizzazioni sociali operano in relazione a tradizioni la cui sopravvivenza rappresenta residui di società pre-moderne, quindi, di strutture sociali arcaiche e segmentarie dove prevalgono legami di parentela e di affinità, piuttosto che organizzazioni formali istituzionali. Ne parlano i media, tradizionali e di nuova generazione, soprattutto occupandosi di impedimenti allo sviluppo, di mancate occasioni di crescita, di devianze, di criminalità, ecc. Tutte queste descrizioni contribuiscono ad ampliare le condizioni attraverso le quali i sud diventano sempre più sud, chiaramente con una connotazione costantemente negativa. Sintomatico, in Italia, resta il processo di periferizzazione del Sud quando si *inventa* la Questione Meridionale, quando si *nega* l'esistenza di una Questione Meridionale, quando si *rimuove* la Questione Meridionale, quando si fa *riaffiorare* la predetta questione²⁷. Questa costante attenzione, spesso gridata, verso i problemi specifici dei sud, fa sorgere il dubbio che si vogliano attivare meccanismi di rimozione dei processi di periferizzazione dei sud. Che si vogliano rimuovere i relativi esiti, collocandoli nella categoria del "normale". *È normale che i sud siano sud*. Questo atteggiamento generalizzato nasce dal fallimento degli studi e delle analisi sulle periferie del mondo che hanno reso questa descrizione, oltre che datata, insoddisfacente e incongruente perché basata su presupposti teorici e analitici dissolti fin dalla metà degli anni '90 del secolo scorso.

La ricerca delle cause dell'arretratezza delle periferie rispetto ad un centro sviluppato ha caratterizzato la maggior parte degli studi del settore giungendo, così, ad individuare quali elementi di rilievo: il conflitto sociale e la contrapposizione delle classi, gli interessi di pochi a scapito di molti, la gestione del potere e della politica in una dinamica di sistematica emarginazione e di sfruttamento che avrebbe riprodotto costantemente condizioni sociali pre-moderne²⁸ e di subordinazione. La periferizzazione dei sud ha resistito storicamente ai vari interventi politici e politico-economici intesi come fattori di risoluzione dei conflitti sociali, ma rendendosi impenetrabile anche all'intervento del mercato inteso come fattore di superamento dell'arretratezza. Avrebbero detto in molti che le periferie e i sud erano refrattari alla modernizzazione e al progresso.

Allora la soluzione all'arretratezza e alla diversità dei sud è stata cercata nell'idea di *sviluppo*²⁹, intesa come fiducia nell'idea di mutamento automatico della società verso stati e strutture sempre migliori, da realizzarsi attraverso riforme e spiegandone poi il fallimento attraverso la distinzione sviluppo/assistenza: *lo sviluppo compensa differenze, l'assistenza le conserva dissipando risorse*³⁰.

rischio del futuro. Percorsi di lavoro "irregolare" dei minori nel Salento e ambiti del diritto di tutela dei minori, Pensa Multimedia, Lecce 2008.

²⁷ Cfr. G. Corsi, R. De Giorgi, *Riscrivere la Questione Meridionale*, cit., p. 7 ss.

²⁸ Cfr. il classico A. Bagnasco, *Le tre Italie*, Il Mulino, Bologna 1977. In ambito internazionale vedi gli studi sul post-colonialismo. Per una ricostruzione del dibattito, vedi l'antologia a cura di V. Chaturvedi, *Mapping Subaltern Studies and the Postcolonial*, Verso, London-New York 2000; Cfr. anche R. Guha, G. Spivak (a cura di S. Mezzadra), *Subaltern Studies, Modernità e (post) colonialismo*, Ombre Corte, Verona 2002.

²⁹ La cui più recente definizione riguarda lo "sviluppo sostenibile". Nel 1987 la Commissione Mondiale dello Sviluppo e dell'Economia delle Nazioni Unite redige il rapporto *Our Common Future (Il nostro futuro comune)*, conosciuto anche come *Rapporto Brundtland* che così definisce lo Sviluppo Sostenibile: «quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i loro».

³⁰ Cfr. G. Corsi, R. De Giorgi, *Riscrivere la Questione Meridionale*, cit., p. 10.

La contrapposizione delle classi (lotta di classe) o il confronto tra zone diversamente sviluppate (autoregolazione del mercato) non spiegano il fenomeno dei sud. Abbiamo richiamato alcuni schematismi classici che descrivono la periferizzazione dei sud, ma proprio perché sono classici possono essere citati ma non spiegano perché i sud sono sud e quindi sono ormai inutili anche come citazioni. Ogni sud, ogni periferia ha una specifica realtà molto complessa che le statistiche non possono spiegare né tantomeno i parametri socioeconomici possono fornire schematismi concettuali adatti a descrivere il fenomeno in maniera adeguata: i dati si prestano a interpretazione talvolta anche in opposizione tra di loro. Pur tuttavia, la realtà dei sud muta continuamente e nella struttura della loro complessità si può osservare come *nella società contemporanea si producono continuamente nuovi Sud, mentre vecchi Sud si stabilizzano, oppure amplificano fenomeni che li caratterizzano come Sud*³¹. Alla luce di questa osservazione, risulta chiaro che le manifestazioni delle periferie non possono essere indicate come Sud, è inopportuno. Sud, o periferie, come ampiamente descritto, è un riferimento geografico, che indica territori, mentre i problemi che individuano i sud come sud e le periferie come periferie sono problemi della società contemporanea e per questo si riferiscono a strutture della società e certamente non definiscono differenze geografiche di regioni o di continenti.

Il paradosso di questa descrizione non risiede tanto nella incapacità di trovare una denominazione complessiva per indicare problemi irrisolti, quanto nel fatto che quei problemi, malgrado tutto, si riproducono con modalità sempre nuove e sempre più complesse nei luoghi più diversi della società contemporanea.

Proprio partendo da queste premesse, urge elaborare conoscenze che possano rappresentare elementi utili a descrivere come nella società contemporanea si attivano processi di periferizzazione per nuovi Sud o per la stabilizzazione di vecchi Sud, utilizzando strumenti di analisi e prospettive di ricerca che ci permettano di acquisire conoscenze diverse sulla realtà che costituisce i Sud e le periferie della modernità. Senza la pretesa di fornire risposte e osservazioni “una volta per tutte”, ma con la prospettiva di proporre altre osservazioni, che a loro volta potranno essere osservate.

Solo di recente la società si è sorpresa del proprio cambiamento e solo di recente ha visto il proprio cambiamento rispetto a ciò che era pochissimi secoli fa: solo di recente la società descrive la propria modernità non come stabilita da un ordine sociale che scaturisce da fenomeni di stratificazione, ma come specificazione funzionale. La difficoltà che ha incontrato la società moderna ad osservare se stessa e descrivere la realtà sociale in grado di rendere conto della complessità e della intrasparenza di tale realtà è la stessa difficoltà che incontra il ricercatore che si proponga di isolare e proporre distinzioni e concetti che abbiano la pretesa di osservare le strutture e le operazioni del sistema sociale della società moderna. In questo senso assistiamo ad un cambio di paradigma³² nell’osservazione della società moderna e la descrizione della società moderna attraverso la teoria dei sistemi sociali produce significativi vantaggi anche nell’osservazione delle periferie della modernità.

³¹ *Ivi*, p. 13.

³² Una lucida analisi dell’opera di Luhmann in relazione all’innovatività della sua riflessione filosofica e sociologica nella descrizione della società moderna, intesa come paradigma, è riconducibile a R. Spaemann, *La sfida di Luhmann alla filosofia*, in N. Luhmann, *Il paradigma perduto*, Meltemi, Roma 2005, pp. 62-69 (63).

L'idea di modernizzazione intesa come esportazione della modernità in tutti i luoghi possibili non ha funzionato, tanto che le periferie sono diventate sempre più periferie mentre i centri beneficiano di sempre maggiori opportunità. Né la periferia è statica o tradizionale rispetto ad un centro dinamico o innovativo e viceversa. Centro e periferia si identificano in un'attività di confronto ed è la differenza che fa la differenza: è la differenza che ci dice cos'è avanzato e cosa arretrato. Per quanto riguarda le periferie della modernità, sono le differenze che creano le differenze, e non le identità. Da ciò scaturisce che è per niente produttivo ricercare le cause della periferizzazione nelle identità dei Sud utilizzando fattori come 'mentalità', 'cultura' o 'tradizione'. Sono identità attraverso le quali non è possibile costruire differenze. La società moderna ha strutture e modalità operative prive di centri intorno ai quali ruota tutto il resto. La valutazione negativa delle periferie è la conseguenza di un'evoluzione sociale che generalizza il primato delle funzioni, non delle gerarchie; è la differenziazione dei sistemi sociali che guidano la selettività della comunicazione e che costituiscono la struttura primaria della società moderna³³. Tuttavia la modernità ha prodotto nuove forme di disuguaglianza³⁴ che hanno la maggiore manifestazione nei centri della modernità, mentre le periferie si caratterizzano per una diffusa omogeneità al loro interno, per una scarsa differenziazione e per una certa uniformità di comportamenti e povertà di opzioni decisionali. La concentrazione territoriale di queste caratteristiche produce alterità, produce inferiorità rispetto al centro, che produce periferia.

4. La periferia sociale e la sua razionalità

Con l'affermazione della società moderna, descritta come differenziata funzionalmente, la distinzione centro/periferia si declina principalmente attraverso la contrapposizione di processi di globalizzazione (global) e di regionalizzazione (glocal) non alternativi tra loro, ma simultanei e complementari, non più descrivibile semplicemente attraverso le categorie dello sfruttamento³⁵. La specificazione funzionale dei sistemi della società individua i sistemi in base alla loro funzione e non in base a gerarchie e ogni sistema funzionale è necessario alla società quanto ogni altra funzione. La globalizzazione³⁶, in quanto fenomeno della società moderna,

³³ Per i concetti qui utilizzati, cfr. N. Luhmann, R. De Giorgi, *Teoria della società*, cit.; G. Corsi, R. De Giorgi, *Riscrivere la Questione Meridionale*, cit.

³⁴ L'era della comunicazione digitale e della telematica ha prodotto nuove uguaglianze (omologazioni) e altrettante nuove disuguaglianze che, in questo ambito, vengono definite generalmente come "digital divide". Lo studio del fenomeno descrive come questo produca nuove forme di disuguaglianze "digitali" nella *società dell'informazione* ma anche da un punto di vista lessicale produce espressioni per indicare inclusione digitale (*e-inclusion*) e analogia esclusione (*e-exclusion*). Per una riflessione critica, cfr. S. Bentivegna, *Disuguaglianze digitali. Le nuove forme di esclusione nella società dell'informazione*, Laterza, Roma-Bari 2009.

³⁵ Non si può negare che ci possa essere anche lo sfruttamento o l'asservimento e la dipendenza dei paesi poveri da quelli ricchi, tuttavia l'idea del conflitto di classe, sia quello proposto da Marx che quello generalizzato di Wallerstein (vedi) non spiega le dinamiche centro/periferia nella società contemporanea.

³⁶ "... il termine globalizzazione. Un termine che serve ad esprimere l'esperienza degli eventi in un mondo che si continua a ritenere popolato di uomini sorpresi perché la vita del mondo (*das Weltleben*) avrebbe distrutto il loro mondo della vita (*Lebenswelt*). In realtà si preoccupano perché l'ordine del mondo non corrisponde più all'ordine della ragione e perché la ragione si rivela incapace di controllare l'indeterminabile complessità che si riversa su un mondo

interessa tutti i sistemi sociali e non è limitato ad uno solo (l'economia) o ad alcuni di essi. La globalizzazione, però, pone dei problemi in relazione al tema di cui ci stiamo occupando: la parallela e contemporanea formazione di specificità locali (regionalizzazione) sembra contraddire la differenziazione funzionale della società in quanto se nei centri è possibile osservare una completa separazione delle funzioni (l'economia dal diritto, la morale dalla politica, il diritto dalla religione, ecc.) nelle periferie la distinzione di funzioni non può essere tracciata in modo netto, per cui la forma della modernità presenta difficoltà ad affermarsi. Questo ci consente di osservare come in diverse realtà periferiche si trovino strutture differenziate ma anche strutture indistinte che, tuttavia, non bloccano il processo di riproduzione degli elementi che costituiscono la società contemporanea proprio perché la differenziazione funzionale, nella sua dimensione concreta, consente infinite varianti. Attraverso questo meccanismo la società moderna, che è alternativa solo a se stessa, manifesta contemporaneamente omologazione e continua devianza e attraverso ciò produce ritmi di mutamento assolutamente inediti. La periferizzazione, in questo senso, rappresenta un prodotto della modernità cioè il risultato dell'evoluzione socioculturale.

L'analisi profonda e originale³⁷ della teoria dei sistemi sociali avanza l'idea secondo la quale nelle periferie, nei Sud, *la comunicazione si alimenti con un forte riferimento alle persone, inserite in reti di conoscenze e di relazioni di vario genere, che si distinguono per il grado di prestigio sociale e di visibilità che riescono ad ottenere*³⁸.

Uno degli elementi utilizzati per descrivere la società moderna come processo e prodotto di differenziazione funzionale rispetto a società arcaiche sono le semantiche sedimentate intorno al concetto di razionalità³⁹. La razionalità occidentale, conosciuta sotto forma di *razionalità tecnica* che deriva da una radicale semplificazione dello schema aristotelico delle cause, si è attestata soprattutto come "causalità meccanica"⁴⁰ nella forma di causa/effetto. La razionalità, separata dagli scopi sottoposti a controllo sociale, può istituzionalizzarsi e in

che era stato immaginato come una connessione di organizzazioni uguali e liberamente ordinate secondo giustizia e diritto e si rivela invece come inafferrabile orizzonte di irriducibili indeterminanze". R. De Giorgi, *Condizioni della descrizione della complessità nella società del mondo*, in Id., *Temi di filosofia del diritto*, cit., pp. 17-18.

³⁷ È insufficiente e inadeguato descrivere le periferie e i Sud ricorrendo a concetti vuoti, o al più imprecisi, come *mentalità, cultura, tradizione, famiglia, ecc.*. La riflessione socio-antropologica, finora, non ha saputo fare di meglio. Sulla base degli assunti di E. Banfield, *Le basi morali di una società arretrata*, tr. It., Il Mulino, Bologna 1976, vengono costruite, ancora oggi, ricerche e analisi prodotte da diverse discipline.

³⁸ Cfr. G. Corsi, R. De Giorgi, *Riscrivere la Questione Meridionale*, cit., p. 29; cfr. R. De Giorgi, *Introducción. Primer Coloquio Internacional sobre la Construcción de la Autoridad*, in F. Castañeda Sabido, A. Cuéllar Vásquez, *Redes de inclusión. La construcción social de la autoridad*, Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, UNAM, Miguel Angel Porrúa Libero-Editor, Messico 1998, pp. 9-13. "Hemos llamado a estas estructuras normativas, que son de carácter alternativo, pero al mismo tiempo integrativo del derecho, *redes de la exclusión*. Tenemos motivos que consideramos suficientemente válidos para pensar que estas redes de la exclusión representan una característica específica de aquellas regiones de la sociedad moderna que llamamos *periferias de la modernidad*" (p. 10).

³⁹ Vedi N. Luhmann, *La razionalità europea*, in Id., *Osservazioni sul moderno*, BUR, Roma 2007, pp. 34-60

⁴⁰ Secondo Aristotele (*Fisica*, I, 1, 184a, 10), si danno di quattro tipi:

1. *causa materiale*, indica la materia di cui è fatta una cosa;
2. *causa formale*, la forma, il modello o l'essenza di una cosa;
3. *causa efficiente*, ciò che ha prodotto la cosa;
4. *causa finale*, il fine che quella cosa deve realizzare con la sua esistenza.

questa forma mantiene intatta la sua validità, almeno nelle richieste che vengono avanzate alle organizzazioni. In riferimento alla vita privata, tuttavia, continua a sussistere la forma di una causalità lineare di tipo causa/effetto. Con questo meccanismo si spiega la difficoltà delle aspettative a svincolarsi da questo tipo di razionalità in quanto l'agire proprio o di altri non potrebbe essere rappresentato come aspettativa se non ci si potesse aspettare il conseguimento degli effetti attesi. Continua, quindi, a sussistere nella cultura ufficiale questo schematismo della razionalità tecnica, sebbene la ricerca sociologica lo abbia da tempo intaccato spostando l'attenzione sul processo di attribuzione e partendo dalla questione di come possa essere osservata la causalità. Quindi l'attenzione si sposta dalla produzione di cause ed effetti verso le modalità attraverso le quali viene costruita l'attribuzione di cause a effetti e di effetti a cause, ma soprattutto verso chi decide cosa includere o cosa escludere dall'osservazione.

Con l'assunzione di questa prospettiva, propria della cibernetica e della teoria dei sistemi sociali, viene considerato l'osservatore di secondo ordine che osserva come osservano altri osservatori che producono affermazioni causali. Per un siffatto osservatore il problema dell'attribuzione è importante perché il concetto di causalità non è vincolato a connessioni determinate di cause ed effetti, conseguendo il risultato di aprire infiniti orizzonti e contemporaneamente fare riferimento a innumerevoli concause ed effetti collaterali che possono essere indicati.

Questo schema, in cui la causalità è dal un lato *medium* e dall'altro *forma* dell'osservazione, è una struttura che conserva la distinzione in grado di spiegare la funzione primaria delle costruzioni causali: porre l'attenzione sulle differenze e mantenerle. La razionalità così intesa rende sospetto il concetto di sviluppo così com'è stato finora inteso: un mix favorevole di evoluzione e di politica che doveva obbedire soltanto alla logica del progresso. L'affermarsi della società moderna, funzionalmente differenziata, e della sua specifica razionalità ha prodotto il problema scaturito dalla differenziazione di centri (sviluppati) e di periferie (arretrate).

Il fattore temporale potrebbe spiegare la genesi del problema e le particolarità emerse dal confronto svolto con relativa rapidità tra periferie e altre regioni (centri) meglio sviluppate. Famiglia e patrimonio, stratificazione e proprietà, rappresentavano l'ordine antico su cui era costruita la struttura della società. La stratificazione si fondava sulla unità di famiglia e di patrimonio e in essa si inserivano i rapporti patrono/cliente⁴¹ con anche funzioni politiche, data l'assenza di un'amministrazione locale regolabile dal centro. Quest'ordine si è dissolto nel passaggio tra società stratificata e società funzionalmente differenziata e il mutamento osservato riguarda tutti gli strati sociali. Si attesta così una "modernizzazione" che orienta la formazione verso la selezione di carriere, un'economia la cui produzione industriale è orientata al mercato e il denaro si diffonde come *medium* del sistema economico; nel sistema giuridico il diritto positivo si attesta come produzione di norme prodotte e legittimate dal diritto stesso. I sistemi operano tramite le organizzazioni e a queste vengono trasferiti sempre maggiori compiti. Si specifica il ruolo delle amministrazioni statali, dei partiti, delle associazioni, delle scuole degli ospedali, cioè di istituzioni organizzate per rispondere ad istanze di ogni tipo avanzate da clienti in base a specifiche funzioni. Il funzionamento di queste strutture rende insussistenti e non più necessari i rapporti patrono/cliente o le reti di prossimità familiare,

⁴¹ Cfr. S. N. Eisenstadt, L. Roniger, *Patrons Clients and Friends: Interpersonal Relations and the Structure of Trust in Society*, Cambridge University Press, Cambridge 1984.

amicale, clientelare, in altri termini, private.

Il problema delle periferie della modernità nasce proprio dal fatto che queste strutture, ormai inutili in una società strutturalmente differenziata, riemergono come abitudine a utilizzare reti dell'aiuto, dell'appoggio e dell'aspettativa di gratitudine, ma dalla stratificazione questa pratica si è trasferita nelle organizzazioni⁴². Le *competenze*, che rendono disponibili posizioni nelle organizzazioni, rappresentano le "risorse accessibili" quale sostituto funzionale della proprietà, del prestigio di famiglia, dell'appartenenza ad uno strato superiore. All'interno di questi reticoli si apprende come sfruttare una posizione di prestigio nell'organizzazione con una causalità orientata alla sedimentazione e alla riorganizzazione di distinzioni, con particolare riferimento ai fattori con i quali si è sempre potuto ottenere qualcosa⁴³. Luhmann descrive questa razionalità delle periferie della modernità individuando nell'incapacità di sostituire rapidamente queste prospettive orientate al favore con qualcos'altro di cui non sia stata ancora provata la validità (per avere fiducia in un'organizzazione bisogna conoscere qualcuno che la possa influenzare). "Nell'organizzazione si legge cosa senza di essa non si potrebbe più realizzare; e in effetti le organizzazioni, con la loro auto descrizione riferita a decisioni e competenze, offrono numerose possibilità di scambi di favori. Non si può dire che non si può. E se ci sono limiti giuridici a ciò che è consentito, scavalcare gli ostacoli offre tante più occasioni per dimostrare buona volontà e disponibilità all'aiuto. Una funzione del diritto potrebbe essere proprio questa: incrementare il valore espressivo tanto dell'aggiramento del punto di vista giuridico quanto della sua consapevole attivazione o consapevole disattivazione"⁴⁴.

Si afferma, in questo modo, una forma della comunicazione particolare in cui predomina la simbolizzazione, importante per la partecipazione al gioco delle relazioni private in quanto è rilevante soprattutto la simbolizzazione del reticolo nel quale vengono trattati i favori e vengono dati per scontati gli atteggiamenti appropriati. Questo significa che il volersi bene e i servizi dell'amicizia sono necessari e vengono riprodotti *distribuendo prestigio*. Inclusioni ed esclusioni sono prodotti dalla riconoscibilità delle condizioni di partecipazione senza che queste siano comunicate come informazione. Questo vale a tutti i livelli. La richiesta di un favore attiva il riconoscimento di una competenza, dell'influenza, del potere e della buona volontà. La rete paga e motiva perché "onora"⁴⁵. In questo contesto sopravvivono la famiglia e i rapporti patrono/cliente ma anche comincia ad avere senso parlare di corruzione. Qui questo tipo di razionalità mette in luce i limiti della razionalità del potere (mezzo/scopo) il quale come sistema sociale si differenzia dall'ambiente facendosi "irritare" dagli antagonismi dell'ambiente e includendo forme dell'irritazione⁴⁶. In realtà questi processi di "incorporamento" da parte

⁴² Per un approccio classico alle teorie delle organizzazioni da un punto di vista delle scienze sociali, cfr. A. Etzioni, *Sociologia dell'organizzazione*, Il Mulino, Bologna 1967. Per la teoria dei sistemi sociali, cfr. N. Luhmann, R. De Giorgi, *Organizzazione e società*, in *Teoria della società*, cit., pp. 327-334; Cfr. la voce *Organizzazione*, in C. Baraldi, G. Corsi, E. Esposito, *Luhmann in glossario*, Franco Angeli, Milano 2002, pp. 168-170. Vedi anche N. Luhmann, *Organizzazione e decisione*, tr. it. di G. Corsi, Bruno Mondadori, Milano 2005.

⁴³ Cfr. N. Luhmann, *Causalità nel Sud*, in G. Corsi, R. De Giorgi, *Ridescrivere la Questione Meridionale*, cit., pp. 114-115.

⁴⁴ *Ivi*, p. 115.

⁴⁵ *Ivi*, p. 118.

⁴⁶ Luhmann parla di "teoria dell'interpenetrazione". Cfr. N. Luhmann, *Come è possibile l'ordine sociale*, Laterza, Roma-Bari 1985, pp. 115-132.

del potere, determinano l'insorgenza di nuove forme di antagonismo, ossia di nuove forme di potere⁴⁷. Nel caso delle periferie della modernità questo viene osservato come rete di inclusione e di esclusione.

La plausibilità delle questioni esposte rende complicate tutte le pianificazioni per lo sviluppo delle periferie e quali causalità vi possano essere costruite è una questione che varia da sistema a sistema. I nostri interessi puntano a osservare il sistema del diritto e delle aspettative verso di esso nelle periferie della modernità dopo aver individuato e osservato le strutture che le costituiscono come periferie.

5. Il diritto e le reti d'inclusione

Nel lavoro di ricerca cui ci riferiamo abbiamo seguito, come orientamento dell'indagine, un problema. Si tratta di un problema di natura teorica che abbiamo tentato di svolgere con il ricorso a riferimenti teorici, a ricostruzioni storiche, a valutazioni empiriche. Con tutte le implicazioni che i problemi pongono, naturalmente: i problemi non danno la possibilità di determinare soluzioni, ma aprono essi stessi ulteriori problemi.

Ogni lavoro di ricerca è un lavoro limitato che rinvia a un orizzonte di possibilità di riflessione e di sviluppo di attività riflessiva. Il nostro problema era sviluppare una riflessione sulle aspettative verso il diritto nelle periferie della modernità. I concetti utilizzati erano quelli di *aspettative*, quelli di *diritto*, quelli di *periferia*, quelli di *modernità*. Tenere insieme lo spazio riflessivo di tutti questi concetti è stato molto difficile e molto complesso. Da qui un primo limite del lavoro che abbiamo presentato: al limite, tuttavia, erano connesse grandi pretese naturalmente. Non sappiamo ancora se abbia prevalso il limite o le pretese.

L'idea delle aspettative è un'idea che è nata all'interno della sociologia moderna e la sua formulazione più recente risale a Durkheim; poi è stata ripresa e rielaborata da Parsons, poi da Luhmann e infine dalla sociologia del diritto più recente. Questa idea delle aspettative rende possibile trattare il diritto non dal punto di vista della normatività interna al diritto, ma dal punto di vista delle possibilità di comportamento e di proiezioni del futuro che coloro che utilizzano il diritto hanno la possibilità di costruire. Quindi, l'idea di aspettativa è un'idea che permette di osservare il diritto dal punto di vista di coloro che agiscono.

Abbiamo trattato o abbiamo considerato il diritto come un sistema sociale e non come un ordinamento, come generalmente accade all'interno della teoria del diritto, ma anche all'interno della riflessione filosofica e di una parte della sociologia del diritto. Lo abbiamo trattato come sistema sociale perché le aspettative, in quanto proiezioni verso il futuro di azioni possibili, rientrano nell'universo di operazioni tipiche dei sistemi sociali.

Poi il concetto di periferia. E' questo un concetto che anch'esso ha una sua storia. Una storia che lo colloca all'interno della differenziazione geografica del globo terrestre e, in questo senso, periferie sono collocate a volte a nord, a volte a sud, a volte anche in altre dislocazioni geografiche. *A noi, invece, interessava riflettere sull'idea di periferia come una idea di collocazione sociale.*

⁴⁷ Cfr. G. Gozzi, *La differenziazione del potere*, in N. Luhmann, *Potere e codice politico*, Feltrinelli, Milano 1982, pp. 7-20.

Ora, ciò che noi abbiamo individuato come periferia nella ricostruzione storica della società viene trattato come “aree sottosviluppate”, come “luoghi di arretratezza”. Sottosviluppo e arretratezza sono stati trattati sempre come risultato di vecchi processi storici e di vecchie forme sedimentate nelle relazioni sociali, nei rapporti di proprietà o nella struttura delle classi o nei rapporti fra i ceti o nell’amministrazione pubblica: dipendeva dal punto di vista che si utilizzava. Noi invece abbiamo inteso periferia come una collocazione sociale, come una costruzione sociale. In altri termini, periferia è risultato di processi di periferizzazione i quali sono prodotti specifici della modernità della società moderna. Si tratta, come abbiamo visto, di luoghi della società, quindi, non di luoghi geografici e neppure di luoghi della storia, ma di luoghi del presente nei quali la forma della differenziazione prevalente della società moderna opera attraverso resistenze che deturpano le sue possibilità e le riducono (vedi Luhmann).

L’altro concetto che abbiamo utilizzato è quello di *modernità*. Anche qui, dell’universo semantico estremamente ricco dell’idea di modernità noi abbiamo utilizzato soltanto una rappresentazione: quella che ci permetteva di vedere la funzione del diritto nella struttura della società moderna. Perché la funzione del diritto? Perché noi consideriamo modernità dal punto di vista della forma della differenziazione sociale e, quindi, consideriamo come modernità quella struttura della società nella quale i differenti sistemi sociali operano collocati su posizioni uguali senza che ci sia un vertice della società che controlla gli altri: in questa struttura di tipo estremamente eterarchico, quindi non gerarchico, il diritto ha la funzione di auto-immunizzare la società. Cioè di rendere possibile il funzionamento dei singoli sistemi differenziati secondo i codici che caratterizzano ciascuno di essi e, quindi, di agire come un sistema immunitario della società contro le minacce che la società procura a se stessa. Così è collocato lo spettro semantico dei concetti che utilizziamo. Ma che cosa vogliamo vedere?

Noi partiamo dal presupposto largamente affermato, dimostrato, utilizzato dalla teoria dei sistemi, secondo il quale il diritto è un sistema sociale che opera la stabilizzazione delle aspettative di comportamento, nel senso che esso conferisce normatività a queste aspettative. Questo significa che nella loro proiezione verso il futuro le aspettative, per così dire, sanno di poter resistere alla delusione. Il diritto realizza questa resistenza attraverso la canalizzazione giuridica dei conflitti sociali e, quindi, agisce in modo che i problemi sociali diventino problemi giuridici e vengano trattati dal punto di vista del diritto. Rispetto al diritto, che è il diritto positivo, c’è un altro tipo di aspettative che si orienta in maniera cognitiva, si tratta di quelle aspettative che permettono di apprendere ad imparare dalle trasformazioni del diritto. Questi concetti operano laddove la forma della differenziazione prevalente è realmente la forma della specificazione funzionale di una società differenziata. Nel loro funzionamento i sistemi sociali, abbiamo detto, periferizzano, cioè producono esclusione, perché utilizzano piccole differenze per amplificarle, da una parte, e dall’altra è proprio della struttura della società moderna il fatto che l’inclusione all’interno di un sistema non dà garanzie per l’inclusione all’interno degli altri. Da qui il funzionamento auto-immunitario del diritto; da qui la grande prestazione che dà il diritto alla società contro le minacce che essa stessa, abbiamo visto, si produce.

Dall’analisi avanzata, ma ancora incompleta dei dati della ricerca, ricaviamo una descrizione abbastanza suggestiva. Che cosa succede nelle periferie della società? Succede che le aspettative verso il diritto sono così strutturate che il loro agevolare costruzioni del futuro deve necessariamente essere filtrato da reti le quali realizzano quella funzione di immunizzazione

che il diritto non è in grado di realizzare. E perché il diritto nelle periferie non è in grado di realizzare questa funzione di immunizzazione? Non è in grado perché le periferie, se è vero che sono risultato delle resistenze alla differenziazione che si attivano, sono allo stesso tempo luoghi della società dove i codici sono corrotti. In altri termini, sono corrotti i codici di funzionamento dei sistemi sociali. Questo significa, per esempio, che il consenso politico può essere economicamente acquisito; questo significa che, per esempio, il funzionamento della pubblica amministrazione è condizionato dalla politica, la quale può essere condizionata dall'economia. È chiaro che, in queste condizioni, organizzazioni come le organizzazioni criminali sono organizzazioni della stabilizzazione di processi di corruzione dei codici. Stabilizzatisi questi processi di corruzione dei codici, il problema non è più né il sottosviluppo né l'arretratezza, ma è quella forma di arrugginimento, quelle incrostazioni, quelle resistenze che essi immettono nell'ingranaggio del funzionamento dei singoli sistemi sociali. A queste condizioni l'aspettativa rivolta al diritto diventa motivo di esclusione. Diventa motivo di esclusione perché implica tempi dell'agire sociale che sarebbero impossibili da tollerare. Implica ulteriore emarginazione di coloro che già sono emarginati, mentre il fatto di rivolgere le proprie aspettative verso altre organizzazioni, per esempio quelle organizzazioni che fungono da reti dell'inclusione, dà la garanzia di ottenere ciò che attraverso il diritto non si potrebbe ottenere. Non solo, ma dà la garanzia di poterlo ottenere in tempi estremamente rapidi. Basti pensare a quello che succede, per esempio, o che è successo in regioni che non conoscevano le organizzazioni mafiose, come la Puglia 30 anni fa, per vedere, per comprendere come abbia potuto prodursi una incontrollabile espansione della criminalità organizzata nel giro di 10 anni. La Puglia non aveva una storia di organizzazioni criminali. In 10 anni ha prodotto decine di migliaia di affiliati.

Quindi, studiare il modo in cui in queste periferie si strutturano queste aspettative permette di vedere come in esse operi la ruggine inserita negli ingranaggi del funzionamento dei sistemi sociali. Permette di vedere come le periferie si stabilizzano per il fatto che vengono prodotte. Non si tratta della storia del sistema, ma del suo presente. La questione meridionale di 70 anni fa non è la questione meridionale di oggi. Quella che vedeva Gramsci non ha niente a che vedere con quella che viviamo noi. Quella che vedeva Gobetti o la mafia del '700 in Sicilia non ha assolutamente a che fare con quello che c'è adesso. D'altra parte basta vedere le grandi possibilità di penetrazione di queste organizzazioni criminali in regioni centrali come la Lombardia e l'Italia per spiegare tutto questo.

6. Conclusioni.

Se queste nostre ipotesi hanno una loro plausibilità, se possono essere sostenibili, allora si aprono spazi di natura differente. Prima di tutto è possibile osservare sistemi giuridici differenti, con realtà politiche differenti, con realtà economiche differenti e vedere che cosa accade nella diversità di questi sistemi giuridici e dei loro ambienti e, quindi, attraverso un'analisi comparativa, acquisire conoscenze sulle differenze che si producono nella società moderna. C'è da dire che queste differenze sono davvero prodotte. Se fossero legate, come si dice, alla storia o al sottosviluppo non si verificherebbero sempre e dappertutto e non si verificherebbero

là dove sistemi economici o strutture della pubblica amministrazione hanno centralità; non si troverebbero in sistemi politici differenti. Come dire, caratterizzerebbero le dittature, le democrazie autoritarie o quei parlamentarismi deboli, quei parlamentarismi decadenti; caratterizzerebbero situazioni di questo tipo.

Noi abbiamo sviluppato una indagine empirica che si è estesa in paesi differenti, su campioni differenti. Sostenuti dall'analisi preliminare dei dati raccolti possiamo affermare che c'è una linea conduttrice che ci permette di generalizzare le acquisizioni che abbiamo ottenuto e che può essere la seguente: sistemi sociali come il diritto, per così dire, godono di scarso successo in generale, godono di attenzione limitata nelle differenti società. Questo significa che la possibilità di costruire vincoli per il futuro attraverso il diritto è una possibilità che perde sempre di più consistenza. Per esempio, ha una sua centralità la famiglia, come struttura verso la quale sono rivolte le aspettative che potremmo dire aspettative normative, perché l'aspettativa nei confronti della famiglia è forte, è radicata e non accetta delusione. Quindi, resiste a una delusione quando questa si manifesti. Oppure aspettative rivolte verso se stessi. Questo si può spiegare con il fatto che strutture come la famiglia rendono possibile aggirare il diritto e fungono per se stesse come una rete sociale dell'inclusione che opera anche laddove non c'è un territorio criminale. Le famiglie come strutture non sono territori criminali.

L'altro aspetto dell'aspettativa nei confronti di se stessi non crediamo possa essere considerato come motivato da forme di autostima o di autorappresentazione. Non si tratta di questo. Le società osservate sono molto differenti tra di loro. Crediamo, invece, che si tratti di un altro fatto. Da quando negli ultimi 30 anni si è affermato questo orizzonte, questo nuovo spazio, questo sogno neo liberista, i singoli hanno cominciato a sognare grandi futuri e grandi soli per il loro futuro. I singoli hanno cominciato ad aspettarsi la possibilità di potersi imporre in assenza di regole. Di poter ottenere e di poter acquisire senza regole ciò che le regole sembrava limitassero e restringessero soltanto a pochi. Questa è una ulteriore prova del fatto che il diritto potesse avere meno successo, potesse avere successo sempre più scarso naturalmente. Quindi, funzionano reti dell'inclusione che operano come la famiglia nella legalità con quella forma di socialità ristretta che è la struttura della famiglia e operano aspettative delle proprie capacità di poter fare da sé, superando i limiti delle regole e superando i limiti del diritto.

C'è un ulteriore aspetto che emerge da una prima analisi comparata dei risultati che abbiamo ottenuto nelle nostre indagini, cioè il fatto che i singoli, nonostante vivano in condizioni di perifericità, o di periferizzazione sociale, rappresentano se stessi come sicuri. Questo conforta ulteriormente l'interpretazione che abbiamo dato della rappresentazioni di sé come di chi è capace di affermarsi senza regole. Diciamo che dalla nostra indagine emerge un aspetto poco, se possiamo dire, edificante per il diritto: cioè emerge il fatto che i singoli rivolgono le loro aspettative nei confronti del diritto in una misura molto limitata. Più del 50% degli intervistati si orienta verso reti di inclusione che sembra garantiscano una protezione rispetto all'esclusione che, comunque, il funzionamento del singolo sistema, compreso il diritto, opera. Il diritto stesso agisce come un meccanismo di esclusione tanto che soltanto una piccola parte del campione da noi esaminato ha fiducia nei confronti del diritto; ha fiducia nei confronti della possibilità di costruire il futuro e l'inclusione attraverso il normale funzionamento del sistema sociale. In questi casi, per spiegare, si usava l'idea dell'indipendenza, l'idea dell'arretratezza come abbiamo detto, l'idea del sottosviluppo. Noi crediamo che invece non si tratti di questo.

Si tratta del fatto che i singoli sistemi sociali agiscono sotto il sovraccarico di resistenze che vengono date dalle nuove gerarchie. E quando diciamo nuove gerarchie vogliamo dire quelle stratificazioni che si formano in una società differenziata per il semplice fatto che all'interno del sistema della politica c'è una infiltrazione continua di denaro e, quindi, questo fa in modo che la politica non garantisca più decisioni vincolanti per tutti. Così come il diritto non riesce più a garantire aspettative generalizzabili per tutti e di conseguenza si guarda al futuro o in virtù del potere dei singoli di affermarsi o in virtù di quelle reti di protezione che poi, per un caso molto strano, sono arcaiche come le famiglie.

Le aspettative verso il diritto nelle periferie sociali della modernità si stabilizzano attraverso la stessa struttura di altre aspettative, ma gli esiti cognitivi conducono verso la produzione di reti d'inclusione che includono perché escludono. Si capisce da ciò, allora, che la modernità è un processo ancora largamente incompiuto.

Bibliografia

- Amendola G. (a cura di) *Città, Criminalità, Paure*, Liguori editore, Napoli 2008.
- Aristotele, Opere. Vol. 3: Fisica, Laterza, Bari 2007.
- Ascione G., *A sud di nessun Sud*, Ed. Emil di Odoya, Bologna 2009.
- Bagnasco A., *Le tre Italie*, Il Mulino, Bologna 1977.
- Banfield E., *Le basi morali di una società arretrata*, tr. It. , Il Mulino, Bologna 1976.
- Baraldi C., Corsi G., Esposito E., *Lubmann in glossario*, Franco Angeli, Milano 2002.
- Ben-David J., *Scienza e società. Uno studio comparato del ruolo sociale dello scienziato* (1971), il Mulino, Bologna 1975.
- Bentivegna S., *Disuguaglianze digitali. Le nuove forme di esclusione nella società dell'informazione*, Laterza, Roma-Bari 2009.
- Bochicchio F., Di Viggiano P.L., *La formazione partecipata*, Guerini, Milano 2012 .
- Botero G., *Della Ragione di Stato* (1589).
- Caldiron, *Banlieue. Vita e rivolta nelle periferie della metropoli*, Manifestolibri, Roma 2005.
- Capuzzo P., *Nuove dimensioni del rapporto centro-periferia: appunti per un dossier*, «Storicamente», 2, 2006, <http://www.storicamente.org/02capuzzo.htm>
- Casalena M. P., *Opposizione e integrazione. La scienza nazionale nelle capitali e nelle province (XVIII-XIX secolo)*, «Storicamente», 2 (2006), <http://www.storicamente.org/02casalena.htm>
- Castañeda Sabido, A. Cuéllar Vàsquez, *Redes de inclusión. La construcción social de la autoridad*, Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, UNAM, Miguel Angel Porrúa, Libero-Editor, Messico 1998.
- Chaturvedi V. (a cura di), *Mapping Subaltern Studies and the Postcolonial*, Verso, London-New York 2000.
- Corsi G., De Giorgi R., *Riscrivere la Questione Meridionale*, Pensa Multimedia, Lecce 1998.

-
- Corsi G., *Ultrasensibilità e indifferenza. Centri e periferie nella società moderna*, in «Studi di sociologia», Anno XLII, gennaio-marzo 2005.
 - De Giorgi R., *Temi di filosofia del diritto*, Pensa Multimedia, Lecce, 2006.
 - Di Viggiano P. L., *Il lavoro minorile. Indagine pilota conoscitiva sul lavoro minorile in provincia di Lecce*, in F. Caracuta, A. Anelli (a cura di) *Lavoro minorile e obbligo scolastico*, Martano editrice, Lecce 2003
 - Di Viggiano P. L., *Il rischio del futuro. Percorsi di lavoro "irregolare" dei minori nel Salento e ambiti del diritto di tutela dei minori*, Pensa Multimedia, Lecce 2008.
 - Di Viggiano P.L., *Rapporto tra sostenibilità, turismo e tecnologie (ICT)*, in Limone D. A., Mancarella M., Preite G. (a cura di), *Turismatica: un nuovo paradigma della società dell'informazione*, Collana di Studi sulla Società dell'Informazione, Editrice UNI Service, Trento 2008.
 - Eisenstandt S. N., Roniger L., *Patrons Clients and Friends: Interpersonal Relations and the Structure of Trust in Society*, Cambridge University Press, Cambridge 1984.
 - Etzioni A., *Sociologia dell'organizzazione*, Il Mulino, Bologna 1967.
 - Farinelli F., *Geografia. Un'introduzione ai modelli del mondo*, Einaudi, Torino 2003.
 - Foucault M., *Sicurezza, territorio, popolazione*, Feltrinelli, Milano 2005.
 - Guha R., Spivak G.C., *Subaltern Studies. Modernità e (post)colonialismo*, Ombre Corte, Verona 2002.
 - Guidicini P., *Nuovo manuale per le ricerche sociali sul territorio*, Franco Angeli, Milano.
 - Indovina F., *Periferie 1, Organismi in devoluzione*, «Equilibri» / a. X, n. 2, agosto 2006.
 - Kelsen H., *Teoria generale del diritto e dello Stato*, Etas, Milano 1994.
 - Lafay G., *Capire la globalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1996.
 - Luhmann N., *Come è possibile l'ordine sociale*, Laterza, Roma-Bari 1985.
 - Luhmann N., De Giorgi R., *Teoria della società*, Franco Angeli, Milano 1992.
 - Luhmann N., *Il paradigma perduto*, Meltemi, Roma 2005.
 - Luhmann N., *Organizzazione e decisione*, tr. it. di G. Corsi, Bruno Mondadori, Milano, 2005.
 - Luhmann N., *Osservazioni sul moderno*, BUR, Roma 2007.
 - Luhmann N., *Politische Planung*, Westdeutscher Verlag, Köln-Opladen, 1971.
 - Luhmann N., *Potere e codice politico*, Feltrinelli, Milano 1982.
 - Luhmann N., *Potere e complessità sociale*, Il Saggiatore, Milano 1975.
 - Luhmann N., *Struttura della società e semantica*, Laterza, Bari 1983.
 - Luhmann N., *Teoria politica nello stato di benessere*, Milano, Franco Angeli, 1987.
 - Mattioni A., Fardella F., *Teoria generale dello Stato e della Costituzione. Un'antologia ragionata*, Giappichelli, Torino 2009.
 - Mela A., *Sociologia delle città*, Carocci editore, Roma, 2007.
 - Sassen S., *Territori, autorità, diritti: assemblaggi dal medioevo all'età globale*, Bruno Mondadori, Milano 2008.
 - Shennan J. H., *Le origini dello stato moderno in Europa*, Il Mulino, Bologna 1991.

-
- Véron J., *L'urbanizzazione del mondo*, Il Mulino, Milano, 2006.
 - Wallerstein I., *Il sistema mondiale dell'economia moderna*, voll. I, II, III, Il Mulino, Bologna 1978-1982-1995.

ALLE RADICI DELL'E-GOVERNMENT: LA GESTIONE DEL CAMBIAMENTO ORGANIZZATIVO

Giulio Maggiore

Abstract: Il successo dei progetti di e-government, promossi in gran numero dalle pubbliche amministrazioni di tutto il mondo, non dipende solo dall'impegno investito nell'iniziativa o dalla qualità degli atti normativi che innescano il processo, ma anche e soprattutto dal modo in cui è gestito il cambiamento organizzativo. Non basta, però, ricorrere a strumenti e tecniche importate dalle organizzazioni private, che, peraltro, si sono rivelate inefficaci anche in quel contesto, come il *Business Process Reengineering*. Occorre affrontare la complessità del fenomeno con chiavi di lettura innovative, capaci di far emergere i fattori latenti che determinano la reale evoluzione dei sistemi socio-tecnici coinvolti nel cambiamento.

L'articolo introduce due approcci concettuali, la teoria della strutturazione e l'*Actor-Network Theory*, che possono offrire un contributo importante per una lettura critica dei processi di cambiamento organizzativo. Queste prospettive possono, infatti, consentire di colmare quella lacuna di comprensione che ancora frena la diffusione di buone prassi di e-government in Italia, come in molti altri paesi.

Abstract: The success of e-government projects, promoted by many administrations around the world, not only depends on the political and administrative commitment or on the quality of legislation that triggers the process, but also on the effectiveness of organizational change management activities. To meet this need, using tools and techniques imported from private companies is not enough, even because some of them, such as *Business Process Reengineering*, have often proven to be ineffective in that context too. We need to address the complexity of the phenomenon with some innovative interpretations, able to highlight the latent factors which regulate the actual evolution of socio-technical systems involved in change.

This article introduces two conceptual approaches, *Structuration Theory* and *Actor-Network Theory*, which can make an important contribution to a critical understanding of organizational change. These perspectives can, in fact, help bridge the interpretative gap that still hampers the dissemination of good practices of e-government in Italy, as in many other countries.

Parole chiave: e-government, cambiamento organizzativo, innovazione tecnologica, strutturalismo, Action-Network Theory

Sommario: 1. Il fenomeno dell'e-government: fattori determinanti - 2. I nodi dell'innovazione: il cambiamento organizzativo - 3. Nuove chiavi di lettura: l'approccio strutturalista - 4. L'Actor-Network Theory: un metodo per leggere e gestire i giochi di potere nei processi di cambiamento - 5. Conclusioni

1. Il fenomeno dell'e-government: fattori determinanti

L'e-government è una delle strade che la pubblica amministrazione, in Italia come nel resto del mondo, sta intraprendendo al fine di perseguire, al tempo stesso, un miglioramento nella qualità dei servizi erogati e delle sue condizioni di efficienza. Sul primo fronte, infatti, la digitalizzazione dei processi dovrebbe consentire di garantire una maggiore trasparenza dell'attività amministrativa (Pina et al., 2009) e una più diffusa partecipazione dei cittadini ai processi decisionali (Justice et al., 2006), mentre sotto il profilo dell'efficienza, essa dovrebbe consentire una significativa riduzione dei costi operativi grazie all'automazione delle procedure, che garantisce tempi di esecuzione più rapidi con un minor impiego di risorse (Kim, 2007; Tolbert et al., 2008)¹.

Naturalmente, sotto l'ombrello riconducibile all'etichetta "e-government" si concentra una grande varietà di tecnologie e di esperienze, molto differenti sia per ambito funzionale di interesse, sia per livello di sofisticatezza. Sul piano della varietà applicativa l'e-government raccoglie una grande molteplicità di soluzioni che prevedono l'interazione digitale fra il governo e una serie di interlocutori, come i cittadini (*Government-to-citizens* o G2C), le organizzazioni (*Government-to-business* o G2B), i dipendenti (*Government-to-employees* o G2E), altre agenzie pubbliche (*Government-to-Government* o G2G), giusto per identificare alcuni macro-raggruppamenti funzionali, che a loro volta non sono altro che "cappelli" molto generici, sotto di cui si possono collocare decine o anche centinaia di sistemi diversi: peraltro, si tratta di una lista aperta, in quanto la tecnologia dischiude ogni giorno nuove opportunità che la creatività delle amministrazioni può interpretare e declinare nei modi più vari per rispondere ai bisogni dei suoi stakeholder.

Ciò che determina un più ampio e più profondo sfruttamento delle potenzialità che oggi le nuove tecnologie offrono alle pubbliche amministrazioni di tutto il mondo è il grado di coinvolgimento e di impegno con cui tali opportunità vengono affrontate: in alcuni casi estremi, infatti, si può assistere ad un mero impegno di facciata (questo, ormai, non se lo nega nessuno), con qualche pomposa citazione nei documenti programmatici e investimenti molto limitati, possibilmente dedicati a iniziative dove la visibilità pubblica è inversamente proporzionale all'effettivo impatto; all'estremo opposto, si collocano, invece, quelle amministrazioni che affrontano con grande serietà il problema, promuovendo programmi molto seri con l'obiettivo di rivoluzionare le modalità di interazione con i propri stakeholder, possibilmente favorendo l'interoperabilità e l'integrazione con altre realtà del sistema pubblico. Fra questi due estremi si collocano infinite situazioni intermedie, che riflettono il diverso coinvolgimento degli enti pubblici chiamati in causa.

Tale livello di coinvolgimento dipende da quattro aspetti fondamentali (Moon e Norris, 2005): le caratteristiche dimensionali-operative delle istituzioni, la maturità del contesto socio-econo-

¹ Questi sono solo i principali benefici connessi all'e-government, perché molti altri potrebbero essere identificati come, ad esempio, il risparmio di costi e di tempo da parte dei cittadini, favoriti dalla migliore accessibilità dei servizi, o la diffusione di una maggiore cultura informatica, che si traduce in un vantaggio permanente per la comunità locale o i minori costi transazionali per le imprese che lavorano con la PA. Una lista esaustiva dei benefici possibili probabilmente si estenderebbe oltre lo spazio di questo articolo e rischierebbe comunque di essere incompleta, anche perché molti di questi vantaggi non sono nemmeno previsti e programmati da chi introduce le innovazioni, ma costituiscono ricadute visibili solo ex-post.

mico di riferimento, la capacità del governo e la propensione all'innovazione del management. Il primo aspetto si lega, innanzitutto, alla dimensione dell'ente e alla complessità operativa che lo caratterizza: è chiaro, infatti, che un'organizzazione più grande ed impegnata in processi di servizio ricchi ed articolati riceverà maggiori benefici dagli investimenti in tecnologie informatiche e potrà contare su una più ampia dotazione di risorse (finanziarie, umane, tecniche) da dedicare a tali progetti. Inoltre, potrà perseguire economie di scala più significative, in quanto i maggiori volumi di attività porteranno a ricadute più estese, che determineranno una più elevata produttività degli investimenti.

Un secondo fattore decisivo è il livello di maturità del contesto socio-economico di riferimento, in quanto una popolazione più benestante e più evoluta sul piano culturale esprimerà dei bisogni più raffinati e delle aspettative più elevate che si tradurranno in pressioni maggiori per un'offerta di servizi pubblici adeguata. Tale pressione tenderà ad essere, quindi, più forte nei paesi più ricchi (Siau, Long, 2006, 2009), con un più alto livello culturale (Mossberger et al., 2006) e in quelli dove le competenze tecnologiche sono maggiormente diffuse (Kim, 2007). Per poter rispondere a queste pressioni, occorre anche che il governo sia dotato di un'adeguata capacità politica, organizzativa ed operativa. In particolare, alla radice di tutto si pongono proprio le condizioni politiche all'interno di cui il governo si trova ad agire: per ottenere i migliori risultati, occorre che siano garantite condizioni di adeguata stabilità, in quanto gli investimenti tecnologici e i processi di cambiamento organizzativo connessi all'introduzione dell'e-government richiedono tempi lunghi di attuazione e non sempre assicurano risultati visibili nel breve periodo. In tal senso, un altro elemento che può giovare è anche la cultura politica della comunità, che contribuisce non poco all'attivazione di circuiti virtuosi, dove la valutazione dell'operato del governo e, quindi, la formazione del consenso elettorale si basa su criteri oggettivi piuttosto che su logiche perverse di natura clientelare: in questi casi, infatti, le performance qualitative collegate all'e-government possono essere un fattore decisivo nella competizione politica.

In ogni caso, però, la politica può solo dare indirizzi e stimoli, ma la gestione del processo di innovazione tocca alla componente tecnica dell'amministrazione. Qui entra in gioco la propensione all'innovazione del management, che è normalmente molto contenuta nelle organizzazioni dove prevale uno stile direzionale ispirato alle logiche del modello burocratico, in quanto il criterio principale per la valutazione del lavoro manageriale è il rispetto delle regole e la correttezza formale delle procedure, con la conseguenza di una naturale avversione al rischio connesso al cambiamento che tipicamente porta ad una forte tensione con le strutture istituzionali costituite. L'orientamento all'innovazione dovrebbe, invece, essere molto più diffuso nelle amministrazioni dove hanno preso piede i principi del New Public Management, in quanto la tensione verso la soddisfazione dei cittadini e verso l'efficienza – entrambi parametri fondamentali per la valutazione delle performance manageriali – dovrebbe favorire il ricorso alle pratiche dell'e-government, che, come si è visto proprio su questi due fronti promettono ricadute importanti. D'altra parte, è stato anche osservato (La Porte, 2005) che il successo conseguito nelle applicazioni di e-government stimola il management ad una maggiore apertura verso ulteriori possibili innovazioni, per cui è molto importante che si avviino tempestivamente progetti di e-government, anche di portata minore, proprio per innescare questo processo di auto-rafforzamento della fiducia che alimenta i circuiti virtuosi del cambiamento.

2. I nodi dell'innovazione: il cambiamento organizzativo

Anche nelle migliori condizioni contestuali, in un'organizzazione di grande dimensione, localizzata in un ambiente evoluto e stimolante, dove la politica ha la stabilità necessaria e il management la migliore disposizione verso l'innovazione, l'e-government può faticare a prendere piede. Al di là dei propositi istituzionali e del più convinto commitment politico e manageriale, occorre, infatti, fare i conti con le organizzazioni che sono composte da persone, tecnologie, valori, processi, strutture, oggetti fisici, convenzioni, abitudini: tutti elementi quotidianamente coinvolti in complesse dinamiche di interazione reciproca, dove ogni equilibrio è precario e soggetto a continue evoluzioni.

In questi contesti, qualsiasi innovazione proposta dall'alto viene vissuta come una minaccia perché altera gli equilibri esistenti e può indurre a reazioni imprevedibili che a volte sembrano sfuggire a qualsiasi razionalità ma che, in realtà, riflettono sempre delle dinamiche tipiche dei sistemi socio-tecnici da cui l'organizzazione è costituita. Se si vuole, quindi, portare avanti con successo il cambiamento, occorre prima di tutto prendere consapevolezza di queste dinamiche e delle logiche che le alimentano, per poi provare a indirizzarle e sfruttarle a supporto delle innovazioni ipotizzate. Se si ignora questa dimensione, si rischia di andare incontro a resistenze enormi, generate da fattori di inerzia latenti, eppure identificabili.

È un passaggio necessario anche in Italia, dove il problema dell'innovazione digitale nella pubblica amministrazione è stato sempre affrontato a colpi di leggi, circolari e ordini di servizio, con una forte spinta dall'alto secondo logiche di determinismo istituzionale, di cui purtroppo la letteratura di natura organizzativa ha dimostrato da tempo l'inefficacia e la fragilità. Gli aspetti normativi sono fondamentali perché creano il contesto favorevole al cambiamento, individuano le risorse per sostenere il processo, definiscono i "paletti" entro cui si deve procedere (scadenze temporali, standard di riferimento, metodologie di riferimento, condizioni di interoperabilità criteri di selezione delle tecnologie, ecc.), ma non sono sufficienti per garantire il successo del percorso di innovazione, in quanto devono essere calati all'interno della realtà operativa e lì diventano solo una delle forze che contribuiscono all'evoluzione, non necessariamente la più potente.

Per affrontare questa difficoltà, alcune istituzioni pubbliche hanno fatto ricorso agli strumenti di *change management* da tempo in uso presso le imprese private, come il *Business Process Reengineering (BPR)*, un insieme di principi, tecniche e strumenti che, a partire dagli anni Novanta, popolano l'affollata "cassetta degli attrezzi" delle più prestigiose società di consulenza, impegnate nei complessi processi di innovazione tecnologica che nell'ultimo ventennio hanno coinvolto tutte le più grandi imprese del mondo (Hammer, 1990; Hammer, Champy, 1993). Dal momento che il vento del New Public Management ha portato dentro la pubblica amministrazione tante logiche tipiche delle imprese private, perché non attingere anche al ricco patrimonio di *tool* che da anni sono in uso in quel mondo da cui sembra debbano provenire solo ricette vincenti? In realtà, la risposta al quesito è molto semplice: per la ragione che non tutte quelle ricette sono "vincenti". E soprattutto non ha dimostrato di esserlo il BPR, che ha fatto registrare numerosi fallimenti, tanto più gravi per l'enorme dispendio di risorse investite e per i tempi pluriennali di implementazione. Una quota significativa dei progetti avviati e gestiti con l'approccio del BPR – o comunque con altri approcci simili generalmente ricon-

ducibili all'etichetta comune del *Business Process Change* (Kettinger, Grover, 1995; Kettinger et al., 1997) – non ha raggiunto i risultati attesi, quando non ne ha prodotti di negativi. L'entità di tale quota è discussa in letteratura, ma non scende mai sotto il 50% (per qualcuno arriva anche al 90%!). Quindi, si può dire che queste tecniche non si sono dimostrate capaci di supportare quel processo di cambiamento organizzativo che l'implementazione di sistemi informativi pervasivi (come, ad esempio, i sistemi di *Enterprise Resource Planning* o *ERP*) rendeva necessari nelle grandi imprese private.

Le ragioni di questi frequenti fallimenti sono molteplici e la letteratura specializzata non ha mancato di produrre una ricca serie di possibili motivazioni che per lo più si è concentrata sull'identificazione di alcuni “fattori critici di successo”, ovvero di quelle condizioni propedeutiche al successo delle iniziative di cambiamento senza le quali il processo ha scarse possibilità di concludersi con esito positivo. In realtà, l'analisi può essere semplificata mettendo in evidenza come l'errore fondamentale sia stato quello di porre troppa enfasi sull'intenzionalità strategica perdendo di vista le dinamiche organizzative che molto spesso seguono logiche legate all'interazione sistemica fra gli attori in gioco, piuttosto che piegarsi alla volontà imposta dall'alto dal management.

Se la cultura giuridica pecca di eccessi di determinismo normativo, coltivando l'illusione che buone leggi producano buoni cambiamenti, la cultura manageriale cade nell'errore del determinismo strategico, immaginando che le organizzazioni si pieghino plasticamente alla volontà di innovazione che viene dall'alto. Invece il disegno dei nuovi processi, per quanto ben curato in fase di *reengineering* ed ispirato alle migliori logiche di razionalità economica ed operativa, rischia di essere rifiutato dalle organizzazioni perché in contrasto con le sue dinamiche intrinseche, guidate da interessi e visioni differenti espresse da attori diversi, fisiologicamente in conflitto reciproco.

Se questa è l'esperienza vissuta dalle imprese private, dove il peso delle valutazioni di convenienza economica è comunque significativo, si comprende come possa apparire irragionevole riproporre gli stessi errori in realtà ben più complesse come le amministrazioni pubbliche, dove incidono ben altri fattori legati a prospettive e interessi di natura politica e sociale, capaci di travolgere qualsiasi istanza di razionalità economica. Mentre le imprese private rispondono alla logica della massimizzazione del profitto e le dinamiche di natura socio-politica che pure condizionano la loro attività, sono da considerarsi come deviazioni dal percorso principale, negli enti pubblici sono proprio tali dinamiche a rappresentare il baricentro dell'attività, in quanto essi devono prioritariamente soddisfare bisogni sociali complessi, espressi da un'ampia e variegata comunità di stakeholder. Cambiano le priorità e gli obiettivi, come cambiano i fattori di condizionamento: l'utilità sociale è al centro dell'attenzione, mentre lo sviluppo dei processi decisionali deve avvenire in condizioni molto più incerte, dove l'ambiguità politica è la regola, la diversità dei “clienti” un fattore ineludibile, la ricerca di trasparenza e partecipazione un imperativo cogente.

Per queste ragioni, appare opportuno ricorrere per le organizzazioni pubbliche, come e più di quanto già non si faccia per quelle private, a nuovi modelli interpretativi, capaci di sfuggire alle trappole del determinismo – qualsiasi sia la sua natura – per aprirsi alla lettura della complessità.

3. Nuove chiavi di lettura: l'approccio strutturalista

In questo sforzo di innovazione concettuale, può rivelarsi molto fecondo il ricorso a quei filoni di studio che hanno affrontato l'analisi delle dinamiche organizzative con approcci di matrice sociologica, perché consentono di unire l'attenzione alle variabili economiche con chiavi di lettura più problematiche e flessibili.

Un contributo importante può venire dalla teoria dello strutturalismo (Giddens, 1984), che descrive il comportamento sociale come la risultante di "strutture" che orientano l'individuo in maniera prescrittiva e l'autonoma iniziativa delle persone che, pur nell'ambito dei condizionamenti delle strutture, è comunque in grado di muoversi in direzioni non prevedibili sulla base della propria riflessività, che, di volta in volta, lo porta a valutare cosa è meglio fare. Giddens definisce questa capacità di agire in autonomia, eventualmente in modo anche totalmente o parzialmente diverso da quanto definito nelle strutture, come "agency", un termine per cui non è possibile trovare una traduzione in lingua italiana e che, pertanto, continueremo ad usare nella sua forma originale. D'altra parte, l'*agency*, nel momento in cui entra in azione, inevitabilmente modifica le strutture, perché modifica il modo di intendere il lavoro, le relazioni di potere, le norme di comportamento. Si crea, quindi, un'interazione reciproca fra strutture e *agency*, per cui le prime costituiscono un evidente indirizzo della seconda, ma le seconda contribuiscono a formare e riformare le prime.

Si risolve, in questo modo il dilemma storico della sociologia, ma anche delle teorie organizzative, che vede una contrapposizione fra i fautori del determinismo, secondo cui i comportamenti umani sono rigidamente dipendenti da strutture che riducono a nulla il loro margine di libertà e di discrezionalità, e i fautori del volontarismo, che esaltano, invece, la piena autonomia delle persone, considerandole libere da ogni condizionamento e quindi capaci di scegliere a proprio piacimento cosa fare e come farlo. Questo dualismo, non scevro da imprinting ideologici, non è in grado di cogliere né in un senso, né nell'altro, la complessità del reale, dove, invece, strutture e azione discrezionale convivono e si intrecciano secondo un approccio dialettico, ben descritto da Giddens nei suoi studi.

A tal proposito, prima di proseguire, occorre precisare un po' meglio il concetto di "struttura", che non deve essere considerato come qualcosa che preesiste all'azione, bensì come qualcosa che esiste in funzione dell'azione. La struttura prende forma nel momento in cui la persona agisce ed è l'insieme dei condizionamenti che insiste su quella specifica azione. Quindi, non è corretto affermare che la normativa o che il manuale delle procedure, giusto per fare un esempio di due strumenti tipicamente usati per indirizzare l'azione, *sono* la struttura del comportamento. Piuttosto essi rappresentano fonti possibili delle strutture, insieme alla cultura organizzativa, ai valori dominanti, alle regole informali di convivenza, ai giochi di potere, agli schemi cognitivi e a tutti gli altri elementi, formalizzati o non, che condizionano, attraverso un intreccio a volte molto complesso, le scelte e le azioni degli individui.

Questa prospettiva è stata applicata al contesto dell'innovazione tecnologica da Orlikowski (1992), che ha rilevato come anche il rapporto fra tecnologia e azione possa essere caratterizzato da una lettura strutturalista. Infatti, quando una tecnologia viene introdotta all'interno di un'organizzazione, diventa parte degli elementi che contribuiscono a formare le strutture, perché, con le sue funzionalità, interfacce, potenzialità, essa apre nuove opportunità

e crea nuovi vincoli per l'azione umana. D'altra parte, le tecnologie non può essere considerata come un dato oggettivo, in quanto è a sua volta determinata dall'azione umana, che interviene in due fasi: durante la progettazione e durante l'utilizzo. Durante la progettazione, infatti, i designer inscrivono nella tecnologia logiche funzionali che corrispondono alla loro visione del processo e, in parte, a quella dei committenti, che sono tipicamente rappresentati dai manager delle imprese. Durante l'utilizzo, invece, entrano in gioco i singoli utenti – per lo più dipendenti con mansioni operative - che possono decidere di utilizzare o no l'artefatto (ad esempio, un software) messo a loro disposizione, possono sfruttare solo alcune funzionalità ignorandone altre, possono modificarlo aggiungendo moduli reperiti da altre fonti (si pensi ai plugin installati sui browser), possono arricchirlo con l'aggiunta di contenuti fortemente qualificanti (si pensi al popolamento di un database). Dall'insieme di queste scelte ne deriva qualcosa di diverso da ciò che era stato concepito in origine e che Orlikowski definisce “technology-in-practice”, tecnologia in pratica, una nuova fonte strutturale che riflette l'*agency* dei progettisti e degli utilizzatori, pronta per entrare in nuovi cicli di azione e strutturazione.

Un approccio di questo genere aiuta a comprendere molto meglio i processi di innovazione che accompagnano l'implementazione dei sistemi di e-government. Infatti, questi processi nascono da alcuni atti normativi di natura generale, che sono recepiti dalle singole istituzioni attraverso nuovi atti normativi di natura interna. Danno luogo all'acquisto o allo sviluppo di piattaforme tecnologiche che sono, poi, personalizzate, configurate e adattate secondo le esigenze operative della singola organizzazione, mentre contemporaneamente si procede ad un redesign dei processi e dei flussi di lavoro. Tutto questo – atti normativi, piattaforme informatiche, nuova formalizzazione dei processi – non viene a calarsi in una realtà vergine, ma si integra in una realtà organizzativa complessa, dove sono già radicati altri valori, altre norme scritte e soprattutto non scritte, altri modi di pensare, altre abitudini, altri equilibri di potere, elementi che non è semplice modificare, come a volte ingenuamente si crede, con iniziative di comunicazione assertiva o con programmi di formazione. Così, le componenti strutturali dell'innovazione si trovano ad interagire con altri elementi che costituiscono il contesto di riferimento per gli attori in gioco e, insieme a questi, determinano le strutture entro cui prende forma l'azione individuale. Questa azione individuale è improntata, però, anche dalla riflessività della persona che non si limita ad adeguarsi alle strutture, ma le interpreta e le adatta alle proprie esigenze emergenti in quel momento. Ne viene, quindi, che, nonostante la scrupolosa prescrittività delle nuove tecnologie e delle nuove procedure, il risultato finale potrebbe essere molto diverso da quello inizialmente previsto, perché le persone vivono e fanno vivere la tecnologia a modo loro. Un modo che, poi, finirà per istituzionalizzarsi, perché le persone tenderanno a consolidare nel tempo i loro comportamenti e renderli condizionanti per le azioni future. Così, il management si troverà ad essere smentito nelle sue intenzioni da un'organizzazione che, nel metabolizzare l'innovazione, l'ha profondamente modificata.

La conoscenza di queste dinamiche è fondamentale proprio per evitare che questi fenomeni devianti assumano proporzioni tali da vanificare l'investimento. Se, infatti, piccoli aggiustamenti possono essere persino auspicabili, perché portano ad una valorizzazione contestualizzata delle potenzialità della tecnologia, modifiche troppo radicali potrebbero rivelarsi fatali e devono essere tenute costantemente sotto controllo per dar luogo ad interventi correttivi, tanto più efficaci quanto più riescono a sfruttare l'inerzia del sistema a proprio vantaggio.

Piuttosto che insistere con nuove azioni autoritarie imposte dall'alto, il management dovrebbe comprendere le basi su cui si fondano le strutture devianti e provare a modificarle: ad esempio, se si rende conto che la tecnologia viene rifiutata perché mette a rischio una determinata posizione di potere, può provare ad eliminare quel rischio o, in maniera ancora più drastica, eliminare quella posizione.

Proprio il potere rappresenta uno dei problemi principali nelle amministrazioni pubbliche: un potere che spesso si radica e si alimenta nelle imperfezioni della burocrazia. Ed è questa la ragione per cui molti non gradiscono le tecnologie informatiche: con la loro capacità di fluidificare e rendere trasparenti i processi, esse possono indebolire il potere negoziale di alcune posizioni gerarchiche e minacciare equilibri ormai consolidati. Per provare a leggere con particolare attenzione le dinamiche di potere che accompagnano qualsiasi processo di cambiamento, la letteratura socio-organizzativa ha sviluppato una metodologia di analisi che parte dall'approccio strutturalista per spingerlo alle sue estreme conseguenze: l'*Action-Network Theory*.

4. L'Actor-Network Theory: un metodo per leggere e gestire i giochi di potere nei processi di cambiamento

Nonostante il nome, più che una teoria, l'*Action-Network Theory* è un metodo. Basato sulle logiche della semiotica, questo metodo si distingue per una caratteristica del tutto peculiare: ovvero l'assunzione di simmetria fra uomini e tecnologie, per cui anche alle seconde si riconosce una "capacità di agire" in rappresentanza ad interessi specifici (Callon, 1986, 1991; Latour, 1986, 1991, 2005). Si attribuisce, cioè, anche agli enti materiali quell'*agency* che nella teoria della strutturazione era una prerogativa peculiare dell'essere umano². Questa scelta consente di leggere le dinamiche tipiche dei sistemi socio-tecnici come intrecci di relazioni fra "attori" di varia natura (umana, materiale, intangibile) che evolvono durante i processi di cambiamento in conseguenza delle possibili convergenze o contrapposizioni di interessi di cui ogni attore è portatore. In questo modo diventa possibile comprendere il peso dei giochi di potere e di interesse che prendono forma nei processi di cambiamento, condizionandoli profondamente, così da agevolare anche interventi correttivi utili per orientare tali dinamiche nelle direzioni desiderate dal management.

I protagonisti del processo sono, quindi, gli "attori" (persone, gruppi, artefatti, ideologie, testi, ecc.) che vengono definiti come tali in quanto possono entrare in relazione con gli altri e condizionarne i comportamenti. Ad esempio, in un processo per l'implementazione di un sistema

² Molto si è discusso in letteratura sulla correttezza di questa assunzione, spesso anche attraverso indebite letture ideologiche. L'intento degli autori non è, infatti, quello di mettere sullo stesso piano ontologico persone e oggetti materiali, ma molto più semplicemente quello di analizzare il modo in cui funzionano i sistemi socio-tecnici attraverso una metodologia dove ciò che conta non è l'*essenza* degli attori coinvolti, ma le relazioni che vengono ad instaurarsi fra di essi: sono, infatti, queste relazioni a definire gli attori e non viceversa (Orlikowski, 2007). Questa posizione anti-essenzialista, chiaramente collegata alla matrice semiotica del metodo, dovrebbe consentire di superare gran parte delle polemiche, ma non sempre è stato così.

di e-government, gli attori potrebbero essere il management, i singoli dipendenti, loro gruppi e aggregazioni, il personale nel suo complesso, le tecnologie, gli atti normativi e qualunque altro elemento utile per indirizzare il cambiamento. Proprio l'identificazione degli attori è la prima fase dell'analisi: per semplificare la lettura del fenomeno, occorre, infatti, aggregare in entità collettiva i singoli elementi caratterizzati da interessi omogenei. Per esempio, piuttosto che considerare tutti i manager individualmente, li si può associare in un unico attore collettivo definito "management". Naturalmente, tale associazione è corretta se effettivamente gli interessi sono comuni: altrimenti, si rischia di perdere di vista le distinzioni esistenti in quella categoria, commettendo gravi errori di valutazione. Riprendendo l'esempio precedente, potrebbe emergere l'opportunità di distinguere il management in sottogruppi corrispondenti a fazioni diverse (tipo "management conservativo" e "management innovativo").

Una volta definiti gli attori e le reciproche interdipendenze, si può avviare il processo di traslazione, normalmente guidato dall'*attore focale*, ovvero dal soggetto che l'intenzione e la responsabilità di condurre il progetto a termine (normalmente il top management o una sua componente). A tal fine, si procede innanzitutto all'analisi degli interessi di tutti gli altri attori, per valutare quali sono le motivazioni che spingono e orientano le loro azioni, in modo tale da identificare leve motivazionali che potrebbero persuaderli a schierarsi dalla parte dell'attore focale, sposando la sua causa e accettando di assecondare i passaggi necessari per favorire il cambiamento.

Su queste basi si avvia, quindi, una fase di negoziazione (*interestement*) attraverso la quale si cerca di concludere "alleanze" con gli altri attori significativi, concedendo loro la soddisfazione dei loro interessi primari in cambio dell'adesione al progetto: in sostanza, l'attore focale cerca di far comprendere agli altri come egli rappresenti un "passaggio obbligato" perché ciascuno di essi possa perseguire i propri interessi.

Rendendosi indispensabile, infatti, acquisisce il potere di controllo del processo, che si conclude con la fase di "arruolamento" (*enrollment*), quando le alleanze negoziate nella fase precedente si concretizzano e gli attori si piegano alle logiche del cambiamento adattandosi al ruolo che è stato loro attribuito nel nuovo network relazionale.

Se tutto procede per il verso giusto, quindi, l'attore focale conclude il percorso di traslazione con successo e ogni attore recita con soddisfazione la parte stabilita dalla sapiente regia, almeno fino a quando qualcuno non decide di "tradire" l'alleanza, sconvolgendo la situazione di equilibrio che si è venuta a creare. Come in tutte le alleanze, infatti, la fedeltà non è garantita e possono scattare meccanismi che inducono alcuni attori a venir meno agli impegni presi. Un fattore che potrebbe facilitare queste forme di tradimento è un possibile corto circuito fra gli attori collettivi e i loro rappresentanti: non è detto, infatti, che questi ultimi riescano sempre ad interpretare le istanze e gli interessi delle collettività che pure li hanno scelti o eletti, con la conseguenza che il presunto allineamento di interessi raggiunto con loro non viene riconosciuto dai rappresentati, i quali si sentono liberi di comportarsi in maniera diversa dagli accordi. Si pensi, ad esempio, ai comportamenti opportunistici che il personale potrebbe assumere nei confronti della direzione, sfruttando sistemi di incentivazione concordati con i sindacati, mantenendo, però, la loro adesione al cambiamento su livelli solo formali, che non consentono di raggiungere gli obiettivi attesi.

Al di là di questi casi, però, sono possibili anche tradimenti dovuti ad una rivisitazione della

propria posizione di interesse o dalla scoperta di alcune conseguenze non previste e non desiderate del cambiamento. Potrebbe essere, questo, il caso di alcuni manager che hanno aderito al progetto di e-government, convinti che questo avrebbe aumentato le risorse a loro disposizione, ma che si rendono conto, strada facendo, come i nuovi processi finiscano per ridimensionare il loro potere. Quindi, nessun equilibrio può essere mai considerato definitivamente stabile e l'attore focale deve tenere sempre il sistema sotto attento monitoraggio, per evitare spiacevoli sorprese che potrebbero vanificare tutto il lavoro condotto durante la fase di traslazione.

Proprio per questa sua capacità di osservare, interpretare e gestire le dinamiche di interesse e i giochi di potere che si attivano nei processi di cambiamento organizzativo, l'*Actor-Network Theory* sembra essere uno strumento molto potente per studiare il fenomeno dell'innovazione tecnologica nelle pubbliche amministrazioni³. Grazie a questa metodologia possono, infatti, essere portate alla luce quelle forze latenti che operano all'ombra della pianificazione e degli atti formali dell'organizzazione, trovando spiegazioni più che sensate per comportamenti apparentemente irragionevoli. Salvo casi patologici, infatti, nei comportamenti degli attori non c'è quasi mai nulla di irragionevole o imprevedibile, ma ogni iniziativa, atteggiamento, resistenza risponde ad una valutazione coerente rispetto ad un sistema di interessi diverso da quello principale identificato nell'attore focale.

5. Conclusioni

Le prospettive innovative, che lo strutturalismo e l'*Actor-Network Theory* offrono agli studiosi e ai manager pubblici per leggere e guidare i percorsi di cambiamento organizzativo nelle pubbliche amministrazioni, rappresentano un'occasione preziosa per superare i limiti degli approcci più tradizionali che nascono da una lettura deterministica del fenomeno. Il ricorso a chiavi di lettura più complesse e aperte alla comprensione delle dinamiche socio-tecniche tipiche delle organizzazioni pubbliche potrebbe consentire di sviluppare un metodo più strutturato per la conduzione dei progetti di e-government, consentendo quel salto di qualità che, nonostante la ricca produzione normativa e l'enfasi quotidiana sui valori della digitalizzazione, tarda a concretizzarsi.

Le tecnologie sono lì, pronte per l'uso. Alcune organizzazioni hanno anche dimostrato, attraverso implementazioni di successo, come possano essere validamente utilizzate per raggiungere gli obiettivi auspicati in termini di efficacia e di efficienza. Le condizioni giuridiche sono ideali e sollecitano continuamente a prendere l'iniziativa. In alcuni casi, non è nemmeno impossibile reperire le risorse finanziarie per l'avvio dei progetti. Eppure, la maggior parte delle amministrazioni esita a partire e, quando parte, spesso si perde per strada. Ciò che manca è proprio la capacità di gestire il cambiamento perché difettano "lenti" adeguate per osservarlo e "leve" idonee per indirizzarlo. La letteratura organizzativa, nei suoi sviluppi più

³ L'utilizzo dell'*Actor-Network Theory* per l'analisi dei progetti di e-government è già stato sperimentato nella letteratura di stampo anglosassone, come dimostrano gli eccellenti lavori di Ranerup (2007) e Stanthorpe (2006).

recenti, sembra in gradi di colmare questa lacuna, a condizione, però, che gli approcci teorici e anche le metodologie di analisi più complessi entrino a far parte del bagaglio di conoscenze e competenze dei manager pubblici.

In questo senso, è fondamentale evitare una ricezione acritica di strumenti e tecniche manageriali che, con la seduzione della semplicità e di un'apparente efficacia, già hanno affascinato per anni i dirigenti delle imprese private, ma hanno prodotto soprattutto clamorosi fallimenti. La realtà di ogni organizzazione – e di quelle pubbliche ancor di più – è complessa e va trattata con approcci complessi. Ogni illusione di poter ridurre artificialmente questa complessità ricorrendo a visioni semplificate non fa altro che spostare in avanti la consapevolezza dei problemi reali, rendendo più difficile la loro gestione.

6. Bibliografia

Callon M. (1986), *Some Elements of a Sociology of Translation: Domestication of the Scallops and the Fishermen of St Brieuc Bay*, in Law J. (ed.), *Power, Action and Belief: A New Sociology of Knowledge?*, Routledge & Kegan Paul., London, pp.196-233.

Callon M. (1991). *Techno-Economic Networks and Irreversibility*, in Law J. (ed.), *A Sociology of Monsters: Essays on Power, Technology and Domination*, Routledge, London, pp. 132-161.

García-Sánchez I.M., Cuadrado-Ballesteros B., Frías-Aceituno J.V. (2012), “Determinants of E-Government Development: Some Methodological Issues”, *Journal of Management and Strategy*, vol. 3, n. 3, pp. 11-20.

Hammer M. (1990), “Reengineering Work: Don't Automate, Obliterate”, *Harvard Business Review*, vol.68, n.4, p. 104-112.

Hammer M., Champy J.A. (1993), *Reengineering the Corporation: A Manifesto for Business Revolution*, Harper Business, New York, 1993.

Justice J.B., Melitski J., Smith D.L. (2006), “E-Government as an instrument of fiscal accountability and responsiveness: Do the best practitioners employ the best practices?”, *American Review of Public Administration*, n. 36, pp. 301-322.

Kettinger W.J., Teng J.T.C., Guha S. (1997), “Business Process Change: A Study of Methodologies, Techniques, and Tools”, *MIS Quarterly*, vol. 21, n. 1, pp. 55-80.

Kettinger, W. J., Grover, V. (1995), “Toward a Theory of Business Process Change”, *Journal of Management Information Systems*, vol. 12, n.1, pp. 9-30.

Kim Ch. K. (2007), “A cross-national analysis of global E-government”, *Public Organization Review*, n. 7, pp. 317-329.

La Porte T.M. (2005) “Being Good and Doing Well: Organizational Openness and Government Effectiveness on the World Wide Web”, *Bulletin of the American Society for Information Science and Technology*, vol. 51, n. 5, pp. 23-27.

-
- Latour B. (1986). *The Powers of Association*, Law J. (ed.), *Power, Action and Belief: A New Sociology of Knowledge?*, Routledge & Kegan Paul, London., pp.264-280.
- Latour B. (1991). *Technology Is Society Made Durable*, in Law J. (ed.), *A Sociology of Monsters: Essays on Power, Technology and Domination*, Routledge, London, pp. 103-131.
- Latour B. (2005), *Reassembling the social: An introduction to actor-network theory*, Oxford University Press, Oxford.
- Moon M.J., Norris D.F. (2005), "Does managerial orientation matter? The adoption of reinventing government and e-government at the municipal level", *Information System Journal*, n. 15, pp. 43-60.
- Mossberger D., Tolbert C.J., Gilbert M. (2006), "Race, Place, and Information Technology", *Urban Affairs Review*, vol. 41, n. 5, pp. 583-620.
- Orlikowski, W.J. (1992). "The duality of technology: Rethinking the concept of technology in organizations", *Organization Science*, vol. 3, n.3, pp. 398-427.
- Orlikowski, W.J. (2007), "Sociomaterial practices: Exploring technology at work", *Organization Studies*, vol. 28, n. 9, pp. 1435-1448.
- Pina V., Torres L., Royo S. (2009), "E-government evolution in EU local governments: a comparative perspective", *Online Information Review*, vol. 33. N. 6, pp. 1137-1168.
- Ranerup A. (2007), "Electronic Government as a combination of human and technological agency: Testing the principle of symmetry", *Information Polity*, n.12, pp. 153–167.
- Siau K., Long Y. (2006), "Using social development lenses to understand E-government development", *Journal of Global Information Management*, n. 14, pp. 47-62.
- Siau, K. & Long Y. (2009) "Factors impacting e-government development", *Journal of Computer Information System*, vol.50, n.1, pp. 98-107.
- Stanforth C. (2006), "Using Actor-Network Theory to Analyze E-Government Implementation in Developing Countries," *Information Technologies and International Development*, vol. 3, n. 3, pp. 35–60.
- Tolbert C.J., Mossberger K., McNeal R. (2008), "Institutions, Policy Innovation and E-government in the American States". *Public Administration Review*, n. 68, pp. 549-563.

MODELLI DI *GOVERNANCE* E FONDI STRUTTURALI: VALUTAZIONI DEGLI INDICATORI NELLE REGIONI OBIETTIVO

Pastore Paolo

Abstract. Nel corso dell'ultimo ventennio si è assistito ad un processo di trasformazione che ha interessato il settore amministrativo ed in particolare il tema della *governance* e l'importanza dei fondi strutturali per lo sviluppo della democrazia locale e della coesione sociale. In questa trasformazione un ruolo fondamentale viene assunto dalle regioni viste sia come nuovi attori che sono coinvolti nei processi decisionali e sia come soggetti in grado di elaborare nuovi modelli organizzativi basati sullo sviluppo di modelli di *governance locale*.

Nel presente lavoro è stato approfondito lo sviluppo di modelli di *governance locale* attuando il POAT Gioventù, uno strumento amministrativo-economico del fondo strutturale comunitario "PON Governance e Assistenza Tecnica" (PONGAT), impiegato dal Dipartimento della Gioventù – Presidenza del Consiglio dei Ministri - e dalle quattro Regioni Obiettivo Convergenza (Campania, Puglia, Calabria, Sicilia). Il ruolo centrale del presente lavoro è consistito nell'individuazione degli indicatori, considerati come lo strumento per misurare l'efficacia e l'efficienza del programma rispetto agli obiettivi fissati. Da una prima valutazione, sono emersi risultati positivi nelle diverse tematiche affrontate. In particolare, nel tema del miglioramento delle strutture operative rafforzate, dove è stato raggiunto il valore atteso del 20%, e nella capacità di attrarre investimenti da parte delle regioni.

Si tratta, in conclusione, dello sviluppo di proposte di intervento che hanno potenziato meccanismi partecipativi di tipo inclusivo e rafforzato la democrazia locale, favorendo la nascita di politiche di coesione e di sviluppo locale. In questo un ruolo determinante è svolto dai fondi strutturali, la cui fruizione da parte delle regioni concorre alla riduzione delle disparità regionali, alla convergenza socio-economica ed allo sviluppo del *multi-level governance*.

Abstract. Over the last two decades there has been a process of transformation that has affected the administrative sector and in particular the issue of *governance* and the importance of structural funds for the development of local democracy and social cohesion. In this transformation, a key role is taken by the regions seen either as new actors involved in decision-making and as a subject capable of developing new organizational models based on the development of models of local *governance*.

In the present work has been the development of detailed models of local *governance* by implementing the Poat Youth, an administrative tool-economic structural fund Community

“PON Governance and Technical Assistance” (PONGAT), employed by the Department of Youth - Presidency of the Council of Ministers - and the four Convergence Objective regions (Campania, Puglia, Calabria, Sicily). The central role of this paper is to identify the indicators, considered as a tool to measure the effectiveness and efficiency of the program in relation to its objectives. An initial evaluation, there were positive results in different themes. In particular, the issue of improving the operating strengthened, where he reached the expected value of 20%, and the ability to attract investment from the regions. It is, in conclusion, the development of proposals for action that have enhanced the inclusive and participatory mechanisms strengthened local democracy, favoring the establishment of cohesion and local development. In this a decisive role is played by the Structural Funds, of which the use by the regions contributes to the reduction of regional disparities, the socio-economic convergence and the development of multi-level governance.

Parole chiave: governance, fondi strutturali, regioni, indicatori, programmazione, multilivello, stakeholder

Sommario: 1. Introduzione – 2. I fondi strutturali e la governance multilivello - 3. Il fondo strutturale Pongat – 4. Gli indicatori del Pongat - 5. L’implementazione del Poat nelle quattro Regioni Obiettivo Convergenza - 6. Analisi delle diverse aree di intervento - 6.1 Aggregazione giovanile - 6.2 Impresa e partecipazione - 6.3 Mobilità giovanile - 6.4 Lavoro e formazione - 7. Confronto sintetico dei valori degli indicatori - 8. Conclusioni.

1. Introduzione

Il presente lavoro nasce da una riflessione maturata in un ambito istituzionale che vede coinvolti, nel settore delle politiche giovanili, le regioni e il Dipartimento della Gioventù, istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri con D.P.C.M. del 13 giugno 2008¹. In particolare, l’analisi sarà incentrata sull’osservazione dell’implementazione, da parte di alcune regioni, del fondo strutturale comunitario “PON Governance e Assistenza Tecnica” (PONGAT), attuato per mezzo di uno strumento amministrativo-economico denominato POAT Gioventù che coinvolge direttamente il Dipartimento della Gioventù. L’osservazione dell’attuazione del POAT Gioventù nelle regioni permetterà non soltanto di capire quali siano i risultati ottenuti in questo specifico campo di intervento, ma anche di avanzare alcune riflessioni sul tema, più vasto, dei modelli di governance locale attuati nelle quattro Regioni Obiettivo Convergenza (Calabria, Sicilia, Puglia, Campania).

Tra le finalità del PONGAT, figura il rafforzamento delle capacità di “programmazione integrata” da parte delle amministrazioni regionali in tema di politiche giovanili (Obiettivo specifico 1). In linea con tale finalità, le regioni hanno individuato alcuni settori di intervento: *Aggregazione Giovanile, Impresa e Partecipazione, Mobilità Giovanile, Lavoro e Formazione*. Ogni

¹ <http://www.gioventu.gov.it/Ministro/Competenze.aspx> , consultato il 30/03/2012

Regione Obiettivo ha scelto di sviluppare uno dei quattro settori, una decisione dettata da diversi fattori quali, ad esempio, le specificità del territorio, della struttura amministrativa a disposizione, delle politiche pubbliche adottate in ambito regionale. In particolare, la Calabria ha scelto di potenziare e sviluppare il tema 1 – *Aggregazione Giovanile*; la Puglia il tema 2 – *Impresa e Partecipazione*; la Sicilia il tema 3 – *Mobilità giovanile* e la Campania il tema relativo al *Lavoro e Formazione*. Questo lavoro presenta una ricognizione dei risultati ottenuti dalle diverse regioni in questi particolari settori di intervento.

Allo scopo di formulare una stima circa il grado di successo nell'implementazione del POAT Gioventù, il principale strumento metodologico che sarà utilizzato consiste nell'individuazione di alcuni indicatori atti a misurare l'efficacia e l'efficienza della messa in opera rispetto agli obiettivi fissati. Dapprima saranno definiti gli indicatori del PONGAT, di seguito quelli specifici per il POAT Gioventù con i relativi valori osservati nelle Regioni Obiettivo. E' opportuno ricordare che la maggior parte dei risultati conseguiti dal POAT è oggetto di un'attività di valutazione che il Dipartimento della Gioventù ha affidato a personale qualificato ed esperto, scelto nella Banca Dati degli Esperti del Dipartimento della Funzione Pubblica, tale attività di valutazione è ancora in corso d'opera. Ai fini di questo lavoro, ci avvaliamo dei risultati relativi alla rilevazione per il 2010 in quanto permettono già di mettere in luce risultati molto differenziati con riferimento ai casi esaminati. Emerge un quadro molto variegato delle capacità di implementazione da parte delle diverse regioni, ma anche veri e propri modelli alternativi di governance locale.

2. I fondi strutturali e la governance multilivello

A fronte della crisi della tradizionale amministrazione locale, con le sue regole e procedure stabilite in sede centrale e la sua forma gerarchica per livelli (government), in Italia a partire dai primi anni '80 si è andato formando un largo schieramento politico e d'opinione favorevole alla formazione di nuovi criteri di organizzazione e gestione del governo locale, che ponesse al centro anziché il principio di competenza, come nell'esperienza passata, il principio dell'efficacia, vale a dire della capacità di individuare e perseguire un obiettivo, misurando opportunità e pertinenza delle proprie azioni sulla base della effettiva possibilità di avvicinare l'esito positivo dell'azione. A tale approccio è stato dato il termine anglosassone di *governance*². In particolare si assiste alla comparsa di due fenomeni che riguardano la perdita di centralità dei partiti e nella riduzione della presenza statale nel settore economico³. La combinazione di questi due fenomeni ha accresciuto di molto il ruolo degli enti locali ed in particolare delle regioni nella gestione delle politiche e degli interventi sul territorio da loro amministrato, finendo così per concentrare su di sé molte delle istanze di rappresentanza degli interessi precedentemente convogliate verso i partiti. Nel corso degli anni '90 si sviluppa la nuova politica europea di coesione, basata su un maggiore coinvolgimento delle istituzioni regionali

² BORGONOVÌ, E., 2002, *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano, 2002

³ Commissione europea, *Primo rapporto sulla coesione economica e sociale*, 1996

sia nella formulazione sia nell'attuazione delle politiche di sviluppo locale. Nasce dunque il concetto di *partenariato inclusivo* che si contrappone a quello esclusivo, impiegato fino a quel momento, che non prevedeva il coinvolgimento nei processi decisionali. Emerge l'importanza dello sviluppo di un sistema partecipativo di tipo inclusivo che vede il coinvolgimento delle regioni e degli altri attori interessati dai processi decisionali. In questo contesto, le parti sociali hanno giocato un ruolo secondario in tutte le regioni, configurando un quadro partecipativo di natura esclusiva, cioè tesa a limitare il numero degli attori politici regionali coinvolti nella politica. Il Dipartimento della Gioventù si muove in questo terreno, promuovendo una cultura di partenariato inclusivo nei riguardi dei nuovi attori (enti locali e strutture comunitarie, ma anche cittadini e *stakeholders*). Nella Figura 1 si riporta uno schema di governance multilivello con regione e governo al centro rispettivamente delle arene locale e nazionale e con entrambi i livelli connessi con il livello comunitario. Il principio della partnership, proprio dei fondi strutturali, strettamente connesso alla «mobilitazione delle risorse locali», comporta una ricomposizione inedita delle basi della rappresentanza i cui sbocchi appaiono potenzialmente diversificati. Da un lato, infatti, il disegno istituzionale prefigurato dalle politiche di coesione e formalizzato a partire dai regolamenti del 1993 nel concetto di «sussidiarietà funzionale» amplia il ruolo ed il peso degli interessi organizzati, cui si riconosce, infatti, la prerogativa di «far presenti» istanze, preferenze, risorse ed energie della società civile nelle sue più variegate articolazioni; dall'altro, tali espressioni dovrebbero essere ricondotte ad unità, «fare sistema» grazie all'azione delle istituzioni di governo regionali.

È quindi necessario attuare un processo di “europeizzazione”⁴, consistente nell'avvicinare le istituzioni locali ed i decisori pubblici a quelli comunitari, che coinvolga i governi locali e consenta loro di avere accesso il più possibile ai fondi strutturali e di essere considerati a pieno titolo attori coinvolti nei processi decisionali. I fondi comunitari risultano, quindi, essenziali al concorrere della riduzione delle disparità regionali, alla convergenza socio-economica ed allo sviluppo della *multi-level governance*. Il modello di governance prefigurato dalle politiche di coesione viene definito come «trampolino verso una società europea sociale e partecipativa»⁵.

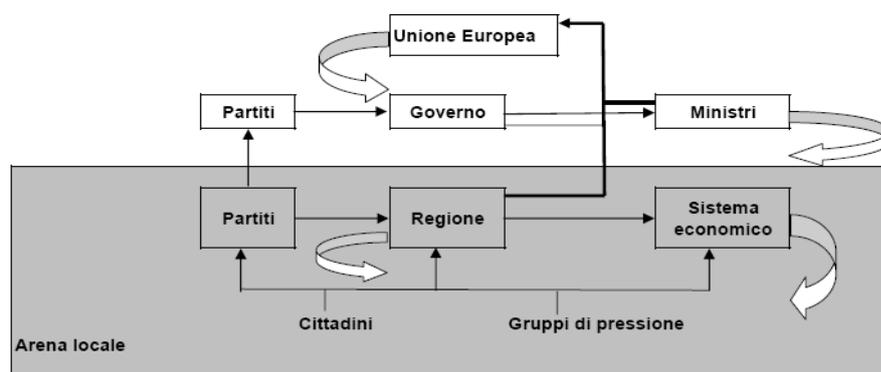


Figura 1 – rapporti tra livelli di governo (2000-2005)

⁴ FARGION V., MORLINO L., PROFETI S., Europeizzazione e rappresentanza territoriale Il caso italiano, Collana “Il Mulino/Ricerca” 2006

⁵ Hooge L., EU Cohesion Policy and Competing Models of European Capitalism, Oxford University Press, 1996

L'avvento dei fondi europei ha avuto un ruolo non trascurabile nel determinare una trasformazione dei processi di governance. La creazione di un canale diretto tra regioni e livello comunitario è una conseguenza della politica di coesione comunitaria che ha posto deliberatamente le regioni in prima linea nell'attuazione sul territorio di tale politica. I fondi strutturali hanno costituito una «finestra di opportunità» utile per sostituire in parte i fondi che lo stato non poteva più fornire alle regioni o alle aree arretrate, così come per consentire un ammodernamento delle strutture amministrative locali e un ampliamento dell'autonomia operativa delle regioni⁶. Intorno agli anni '90, si assiste ad un processo di decentramento amministrativo dettato sia da ragioni politiche che dalle grandi riforme che hanno caratterizzato quegli anni. Si assiste dunque ad un potenziamento dei governi locali ed un decentramento delle funzioni gestite in precedenza a livello centrale. Secondo una recente interpretazione⁷, si è pensato di decentrare il rilancio dell'attività di governo utilizzando strutture amministrative locali abbastanza efficienti e vicine alle necessità del territorio. In questo contesto, il peso dei fondi europei risulta essenziale nel determinare la trasformazione del rapporto tra stato centrale e regioni. Tale peso può essere inteso sia in termini quantitativi che in termini qualitativi. Nel primo caso conterà l'entità delle risorse raccolte con i fondi europei e la loro incidenza nelle dinamiche dei bilanci regionali. Nel secondo caso invece conterà il grado di trasformazione indotto dall'uso dei fondi europei sotto il profilo delle innovazioni delle pratiche amministrative. Inoltre, è necessario considerare la capacità dei fondi europei di sostituirsi ai trasferimenti statali, sia ai trasferimenti ordinari compiuti a favore di tutte le regioni, sia ai trasferimenti legati all'intervento straordinario nelle regioni del Mezzogiorno. Questo testimonia come per le regioni, e quindi, per lo sviluppo della governance locale, i fondi europei rappresentino una delle principali fonti di finanziamento, ma anche di innovazione amministrativa.

L'introduzione dei fondi strutturali ha rappresentato per le regioni meridionali una grande opportunità. Oltre a sperimentare un maggiore coinvolgimento nella fase preparatoria dei programmi, le regioni del Mezzogiorno hanno poi visto aumentare considerevolmente la fetta di risorse comunitarie da gestire in maniera autonoma. Con la programmazione 2000-2006 hanno visto la gestione del 76% delle risorse del Quadro Strategico Nazionale (QSN)⁸, che è un documento programmatico elaborato dall'Italia per regolamentare la politica di coesione comunitaria su base settennale, al fine di creare un raccordo organico della politica di coesione con le strategie nazionali degli Stati membri. Dunque, questi fondi rappresentano un'opportunità per la crescita e l'innovazione, come anche ribadito nel QSN. In questo un ruolo strategico e determinante, come vedremo in seguito, è dato dal personale dell'assistenza tecnica dotato di una determinata expertise⁹. Se è vero che quest'ultima può aiutare nell'avvio di un processo di innovazione istituzionale e nella realizzazione di esperienze di sviluppo locale (specie in casi in cui il contesto di partenza risulti particolarmente ostile o impreparato), affinché questi episodi si concretizzino e si consolidino è però fondamentale un investimento

⁶ SCHARPF F, *The Problem-solving Capacity of Multi-level Governance*, Journal of European Public Policy, 1997

⁷ FARGION V., MORLINO L., PROFETI S., *Europeizzazione e rappresentanza territoriale Il caso italiano*, Collana "Il Mulino/Ricerca" 2006

⁸ QSN, approvato dalla Commissione Europea il 13 luglio 2007 con decisione n. C (2007) 3329

⁹ BORGONOVÌ, E., 2002, *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano, 2002

consapevole e strategico da parte dell'autorità politica. Solo questo fattore, abbinato ad un'azione incisiva sul piano della ristrutturazione interna delle pubbliche amministrazioni del Mezzogiorno, può dare a queste esperienze la legittimazione e la forza necessaria per rappresentare più di un esperimento concepito a tavolino, o di una «moda» momentanea.

3. Il fondo strutturale PONGAT

Il PON Governance e Assistenza Tecnica 2007–2013 (PON GAT) è il Programma Operativo, cofinanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR)¹⁰, che intende contribuire alla governance e al miglioramento delle capacità istituzionali delle Regioni dell'Obiettivo Convergenza (Campania, Puglia, Calabria e Sicilia). Questo fondo strutturale si colloca nell'ambito delle priorità del Quadro Strategico Nazionale per la politica regionale di sviluppo 2007-2013 (QSN)¹¹ ove molte delle linee strategiche individuate fanno della condizione giovanile un focus specifico all'interno delle politiche settoriali e territoriali. In particolare il fondo è coerente con la priorità 10 che riguarda il tema: *Governance, capacità istituzionali e mercati concorrenziali ed efficaci*¹². Affinchè l'intera politica regionale unitaria produca risultati significativi, conseguendo standard più elevati in termini di efficienza ed efficacia, è necessario che vi siano una più forte capacità delle istituzioni e dei servizi concorrenziali ed efficaci. La priorità sintetizza i processi di trasformazione dell'assetto istituzionale ed economico – ma anche sociale – affidati alla primaria responsabilità della politica ordinaria, ma a cui la politica regionale unitaria può dare un contributo aggiuntivo, soprattutto attraverso il metodo con cui essa viene attuata. La priorità si articola in un obiettivo generale (*elevare le capacità delle amministrazioni*) e tre obiettivi specifici:

- a) *accrescere i livelli di legalità;*
- b) *rafforzare il coinvolgimento del partenariato;*
- c) *contribuire all'apertura dei mercati dei servizi per una programmazione e gestione più efficace ed efficiente della politica regionale aggiuntiva.*

Il PONGAT ha cinque obiettivi specifici:

1. Rafforzare il coordinamento dell'attuazione del QSN e del PON;
2. Assicurare un'adeguata informazione e comunicazione delle politiche di coesione;
3. Aumentare le informazioni statistiche di base;
4. Migliorare e rafforzare la capacità della Pubblica Amministrazione;
5. Conseguire più elevati livelli di trasparenza amministrativa.

Il fondo strutturale PONGAT si attua concretamente nel settore delle politiche giovanili attraverso il Piano Operativo di Assistenza Tecnica (POAT) Gioventù che è finalizzato al rafforzamento delle strutture amministrative delle Regioni “Convergenza“ ed è finanziato dal

¹⁰ Ministero dello Sviluppo Economico (2007), Programma Operativo Nazionale “Governance E Assistenza Tecnica” Obiettivo Convergenza FESR 2007 – 2013- CCI: 2007 IT 16 1 PO 003 del 20 luglio 2007

¹¹ QSN, approvato dalla Commissione Europea il 13 luglio 2007 con decisione n. C (2007) 3329

¹² ibidem

FESR. L'Obiettivo Globale del POAT Gioventù è "Potenziare la capacità di governance delle Amministrazioni Regionali dell'Obiettivo Convergenza rispetto alle politiche attive dedicate ai giovani".

L'impiego del fondo si pone l'obiettivo di determinare una crescita della capacità di governance delle Regioni Obiettivo Convergenza in tema di programmazione ed attuazione delle politiche a favore del mondo giovanile. In particolare, in coerenza con gli obiettivi del QSN, le azioni previste dal POAT intendono migliorare in maniera strutturale le competenze specifiche dei diversi soggetti istituzionali coinvolti a livello regionale nell'amministrazione delle politiche giovanili, con riferimento sia alle capacità di programmazione integrata in materia di giovani sia all'efficienza realizzativa ed attuativa della programmazione regionale unitaria 2007-2013. Dunque il fondo strutturale PONGAT si colloca in una posizione di rilievo nell'ambito dei fondi comunitari in quanto concorre allo sviluppo di modelli di governance locale. Il miglioramento della capacità di programmazione e il rafforzamento della Pubblica Amministrazione sono particolarmente rilevanti per le Regioni dell'Obiettivo Convergenza alle quali il PONGAT è specificamente rivolto. Queste Regioni, infatti, sono impegnate per il periodo 2007-2013, a gestire notevoli risorse per le politiche di coesione, con le quali attivare i processi di sviluppo in grado di avvicinarle ai livelli medi delle altre Regioni italiane ed europee, attraverso una adeguata armonizzazione di competenze e capacità da parte della Pubblica Amministrazione.

4. Gli indicatori del PONGAT

Per poter monitorare l'attuazione di un programma e giudicarne l'efficacia e l'efficienza rispetto agli obiettivi fissati è necessario fare uso di un insieme di indicatori, stabiliti in anticipo o all'inizio dell'esecuzione del programma, in modo da poter raccogliere i dati in maniera sistematica e coerente. Nella maggior parte dei casi vengono assegnati dei livelli da raggiungere, che corrisponderanno in forma aggregata agli obiettivi del programma. In generale, perché l'intervento possa essere valutato in modo dettagliato, occorre prendere in considerazione una serie di aspetti specifici. La figura 2 mostra come vengono trattati questi aspetti nell'ambito di un determinato quadro di programmazione.

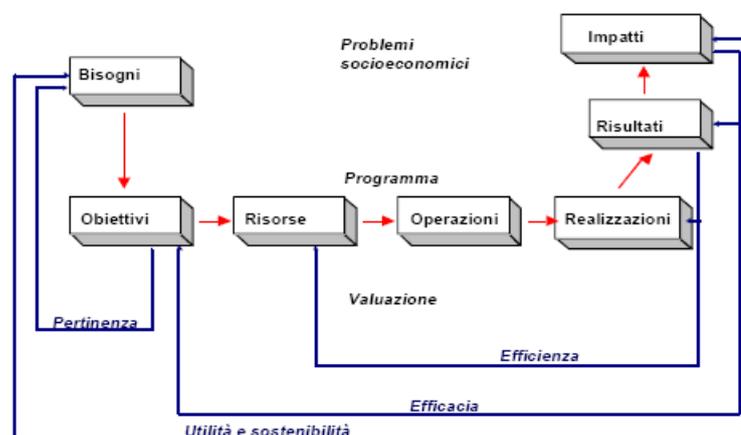


Figura 2 – Valutazione degli indicatori

Di seguito riportiamo gli indicatori che il Dipartimento della Gioventù ha scelto per il POAT Gioventù, considerato come lo strumento amministrativo-economico di attuazione del PONGAT.

In particolare, come **indicatori di realizzazione**, sono stati scelti:

- Banche Dati;
- Studi, Linee guida;
- Documenti metodologici.

Inoltre, vengono impiegati i seguenti **indicatori di risultato**:

1. Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006;
2. Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale;
3. Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte;
4. Incremento del numero di progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale;
5. Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006;
6. Riduzione percentuale di tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività;
7. Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani
8. Strutture Operative Rafforzate;
9. Quote di progetti gestiti dal personale della PA

Per quanto riguarda il fondo strutturale PONGAT, nella figura 3 si riportano gli indicatori ed i valori attesi, definiti in base a valutazioni effettuate dal Dipartimento della Gioventù e dal Dipartimento della Funzione Pubblica considerato come l'Autorità di Gestione del fondo.

Indicatore	Descrizione indicatore	Valore atteso
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	Specificare che cosa si intende per accordo interistituzionale su base regionale (accordi tra regione, province, comuni)	+20%
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.		+50%
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	Si fa riferimento a qualsiasi tipo di pubblicazione che possa essere d'interesse per i giovani, anche di documenti prodotti dalla regione	+20%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	Si fa riferimento ai progetti del POAT che verranno gestiti elettronicamente su SGP	+100%

Indicatore	Descrizione indicatore	Valore atteso
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	Si fa riferimento ai progetti a carattere innovativo, integrato e partenariale	+20%
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Si fa riferimento ai tempi medi (giorni intercorsi mediamente) tra pubblicazione bando e inizio attività dei progetti in APQ	Riduzione del 50%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani		+100%
Strutture operative rafforzate		+20%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA		+30%

Figura 3 – Valori attesi degli Indicatori POAT (Fonte POAT Gioventù)¹³

Risulta particolarmente significativo l'incremento atteso del 100% per alcuni indicatori di risultato:

- (1) Incremento del numero progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale;
- (2) incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani Particolare attenzione.

Questa scelta è motivata dal fatto che il Dipartimento della Gioventù vuole potenziare la gestione informatizzata dei progetti al fine di consentire una maggior trasparenza e vuole anche potenziare l'attività dell'Agenzia Nazionale Giovani che è il soggetto istituzionale chiamato ad attuare il programma comunitario Gioventù in Azione. Inoltre, significativa risulta essere la scelta di ridurre del 50% l'indicatore relativo alla Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività, che risulta essere un elemento di estrema debolezza per le Regioni Obiettivo Convergenza.

5. L'implementazione del POAT nelle quattro Regioni obiettivo convergenza

Come detto in precedenza, il Quadro Strategico Nazionale per la politica regionale di sviluppo 2007-2013 (QSN) individua, per il conseguimento di molte delle priorità indicate, un ruolo strategico del rafforzamento delle competenze delle risorse umane, ed in particolare dei giovani. Molte delle priorità del QSN infatti hanno diretto riferimento ai giovani: dalla promozione del rafforzamento delle competenze per l'occupabilità, al sostegno agli operatori

¹³ http://www.pogatgioventu.it/images/stories/pdf/POAT_Gioventu.pdf

della ricerca, all'attenzione alla promozione di una estesa inclusione sociale. Tale trasversalità del target "giovani" rende opportuna e necessaria la costruzione di una "visione d'insieme" del mondo giovanile che renda possibile interpretare la "condizione" non come area di disagio o debolezza sociale, ma come risorsa vitale per le comunità locali e per il Paese. È stato sottolineato come questo è possibile nelle Regioni Obiettivo Convergenza attraverso l'attuazione del POAT, visto come lo strumento amministrativo-finanziario di attuazione del PONGAT. Affinché le politiche giovanili possano avere un impatto efficace sui giovani cittadini occorre che queste siano trasversali ed integrate, a livello nazionale e regionale, e che vedano presente la collaborazione di Comuni e Province. Investire sui giovani significa, innanzitutto, prevedere risorse per sviluppare azioni ed interventi che influiscono sulla loro vita ed interessano i temi a loro più vicini. *L'occupazione, la formazione, l'istruzione, la possibilità di fruire di spazi di aggregazione culturali, sportivi e ricreativi*, l'integrazione, la salute, sono questi i temi che più preoccupano i giovani, in quanto strettamente correlati alla possibilità di diventare autonomi e di partecipare attivamente alla vita sociale. Ciascuna Regione Obiettivo, attuando il POAT Gioventù, ha scelto di implementare dei modelli di governance in alcune specifiche aree di intervento:

1. *Aggregazione Giovanile,*
2. *Impresa e Partecipazione,*
3. *Mobilità Giovanile,*
4. *Lavoro e Formazione.*

I quattro temi sono stati individuati, in risposta ai fabbisogni espressi da tutte le Regioni Obiettivo Convergenza, sia nell'ambito delle ricognizioni, effettuate tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010, che nell'ambito degli incontri bilaterali svoltisi tra il Dipartimento e le singole Regioni a partire dal mese di aprile 2010. Ogni Regione Obiettivo ha scelto di sviluppare uno dei quattro temi specifici elaborati dallo sviluppo di modelli di governante, in linea con le specificità del territorio (come è il caso della Calabria che ha una struttura territoriale particolare), della struttura amministrativa a disposizione (come è il caso della Sicilia e Campania che presentano una struttura amministrativa già conformata e stabile in tema di politiche giovanili), delle politiche pubbliche adottate in ambito regionale (come è il caso della Puglia che già da tempo ha scelto di intraprendere e sviluppare il tema dell'imprenditoria, anche giovanile). Dunque, avremo che la Calabria ha scelto di potenziare e sviluppare il tema 1 – *Aggregazione Giovanile*; la Puglia il tema 2 – *Impresa e Partecipazione*; la Sicilia il tema 3 – *Mobilità giovanile* e la Campania il tema relativo al *Lavoro e Formazione*. Questo lavoro si propone di mettere a fuoco, attraverso l'analisi, i seguenti punti:

- Sviluppare strumenti di intervento per lo sviluppo delle politiche giovanili in relazione ai temi trattati;
- Rendere disponibili le informazioni raccolte ed i documenti pertinenti prodotti nell'ambito del POAT;
- Proporre gli elementi centrali del modello di intervento condiviso, tra il Dipartimento della Gioventù e le Regioni Obiettivo Convergenza, per lo sviluppo di interventi a sostegno della partecipazione attiva dei giovani nel tema d'interesse.

Nella tabella 1 si effettua un confronto tra i valori attesi dagli indicatori a fine programmazione 2007-2013 e quelli effettivamente riscontrati nelle singole attività. Si ricorda che alcuni

valori degli indicatori non sono ancora disponibili, in attesa della conclusione dell'attività di valutazione.

Indicatori	Aggreg Giovanile	Impresa Partecip	Mobilità Giov	Lavoro Formaz	Valore atteso
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali rispetto alla programmazione 2000-2006	10%	20%	20%	Non disponibile	20%
Incremento del numero di servizi di orientamento presso gli uffici Informagiovani	Non disponibile	Non disponibile	Non disponibile	25%	50%
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA	+10%	+10%	+10%	+10%	+20%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente	Non disponibile	Non disponibile	30%	Non disponibile	100%
Incremento del numero di progetti attivati rispetto alla programmazione 2000-2006	20%	15%	15%	15%	20%
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	10%	30%	25%	15%	50%
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	3%	Non disponibile	20%	Non disponibile	100%
Strutture operative rafforzate	5%	10%	20%	15%	20%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	Non disponibile	20%	Non disponibile	Non disponibile	30%

Tabella 1 – L'implementazione del POAT nelle Regioni Obiettivo: valori osservati e attesi a fine programmazione 2007-2013

Da una prima valutazione, sono emersi risultati positivi soprattutto nel tema del rafforzamento delle strutture operative e nella capacità di attrarre investimenti da parte delle regioni. In particolare, relativamente all'indicatore Strutture operative rafforzate, è stato raggiunto il valore atteso del 20% nell'attività Mobilità Giovanile. Per quanto attiene gli altri valori, si registrano differenze massime del 15%, in particolare sull'attività Aggregazione Giovanile, che deve essere maggiormente potenziata nel corso del 2011. Risultati complessivamente soddisfacenti sono stati raggiunti anche nella riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività e nelle quote di progetti gestiti dal personale della PA. Si osserva un valore pari a quello atteso per quanto riguarda i temi di Mobilità Giovanile ed Impresa e Partecipazione, relativamente all'indicatore "Incremento accordi interistituzionali del programma 2000-2006". Questo indica che i temi proposti concorrono

pienamente alla realizzazione degli obiettivi del POAT.

In tema di progetti attivati rispetto al 2000-2006, si evince che l'attività di Aggregazione Giovanile presenta un valore in linea con quello atteso per l'intero POAT, mentre negli altri indicatori si evidenzia una differenza di circa il 5%. Questo ci consente di ritenere che tale differenza può essere compensata nel corso del 2011. Infine, in tema di Riduzione dei tempi di pubblicazione dei bandi, si evince che l'attività di Impresa e Partecipazione si discosta di circa il 20% dal valore atteso per l'intero POAT. Per quanto attiene i valori nelle altre proposte di intervento, si registrano differenze più evidenti. Questo significa che il POAT deve agire sul potenziamento delle strutture amministrative al fine di agevolare l'attività e di consentire la nascita di un'amministrazione più trasparente e vicina alla cittadinanza. Nel complesso dunque, la scelta degli indicatori del POAT confermano le potenzialità di questo fondo strutturale e rivelano alcune aree tematiche dove l'implementazione ha avuto successo.

6. Analisi delle diverse aree di intervento

Nei successivi paragrafi presenteremo un'analisi complessiva svolta nelle quattro regioni dei diversi indicatori per ciascuna area di intervento evidenziando i valori conseguiti fino a questo momento in attesa del completamento della programmazione 2007-2013.

6.1 Aggregazione giovanile

In merito all'area di intervento "Aggregazione Giovanile", in relazione agli **indicatori di realizzazione**, si è osservato lo sviluppo di 4 Banche Dati (ciascuna a livello regionale) e l'elaborazione di uno studio tematico per ciascuna regione. In particolare la regione Calabria ha sviluppato una linea guida sull'argomento. In merito agli **indicatori di risultato**, in Figura 4, se ne riporta l'elaborazione complessiva svolta nelle quattro regioni.

Indicatore	Valore elaborato
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	+10%
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.	Non disponibile
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	+10%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	Non disponibile
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	+20%

Indicatore	Valore elaborato
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Riduzione del 10%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	+3%
Strutture operative rafforzate	+5%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	Non disponibile

Figura 4 – Elaborazione complessiva degli Indicatori POAT sul tema dell'Aggregazione Giovanile

Risulta significativa la Riduzione percentuale del 10% dei tempi medi tra la pubblicazione del bando ed inizio delle attività. Questo fattore infatti contribuiva in modo consistente all'allontanamento della cittadinanza alla partecipazione ai bandi pubblicati dall'amministrazione. Altrettanto significativo risulta essere l'Incremento del 20% del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006. L'importanza di tale risultato sta nel fatto che le quattro regioni Obiettivo, ed in particolare la Calabria, hanno potenziato interventi a favore delle politiche giovanili mediante l'impiego del PONGAT. Inoltre si evidenzia che un incremento del 5% delle Strutture Operative rafforzate significa che le regioni ancora non hanno elaborato una politica di sviluppo delle strutture amministrative a riguardo del tema in esame.

6.2 Impresa e partecipazione

Per il tema relativo all'imprenditoria e partecipazione, in relazione agli **indicatori di realizzazione**, si è osservato lo sviluppo di 4 Banche Dati (ciascuna a livello regionale) e l'elaborazione di due studi tematici per ciascuna regione. In particolare la regione Puglia ha sviluppato una linea guida sull'argomento.

Indicatore	Valore elaborato
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	+20%
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.	Non disponibile
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	+10%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	Non disponibile
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	+15%

Indicatore	Valore elaborato
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Riduzione del 30%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	Non disponibile
Strutture operative rafforzate	+10%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	+20%

Figura 5 – Elaborazione complessiva degli Indicatori POAT sul tema dell'Impresa e Partecipazione

In relazione agli **indicatori di risultato**, osserviamo la Figura 5, in cui appare significativa la riduzione percentuale del 30% dei tempi medi tra la pubblicazione del bando ed inizio delle attività. Questo fattore ha permesso una maggior partecipazione dei cittadini ai bandi elaborati dall'amministrazione.

Altrettanto significativo risulta essere l'Incremento del 15% del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006. L'importanza di tale risultato sta nel fatto che le quattro regioni Obiettivo, ed in particolare la Calabria, hanno potenziato interventi a favore delle politiche giovanili mediante l'impiego del PONGAT. Inoltre si evidenzia che un incremento del 20% delle Quote di progetti gestiti dal personale della PA significa che le regioni (in particolare Campania e Sicilia) stanno elaborando una politica di sviluppo delle strutture amministrative già presenti sul territorio.

6.3 Mobilità giovanile

Anche in questo caso, in relazione agli **indicatori di realizzazione**, si è osservato lo sviluppo di 5 Banche Dati (almeno una a livello regionale) e l'elaborazione di due studi tematici per ciascuna regione. In particolare la regione Sicilia ha sviluppato una linea guida sull'argomento.

In relazione agli **indicatori di risultato**, osserviamo la Figura 6, in cui si riporta la loro elaborazione complessiva delle quattro regioni nell'ambito del tema in esame.

Indicatore	Valore elaborato
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	+20%
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.	Non disponibile
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	+10%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	+30%

Indicatore	Valore elaborato
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	+15%
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Riduzione del 25%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	+20%
Strutture operative rafforzate	+20%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	Non disponibile

Figura 6 – Elaborazione complessiva degli Indicatori POAT sul tema della Mobilità Giovanile

Risulta significativa la Riduzione percentuale del 25% dei tempi medi tra la pubblicazione del bando ed inizio delle attività. Questo fattore ha permesso una maggior partecipazione dei cittadini ai bandi elaborati dall'amministrazione. Tale risultato è stato possibile grazie anche al potenziamento dell'attività da parte dell'Agenzia nazionale Giovani, che l'organismo istituzionalmente preposto allo sviluppo del Programma comunitario Gioventù in Azione. Si registra un Incremento del 20% dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani. Questo aspetto sottolinea l'importante azione di supporto dell'Agenzia Nazione Giovani.

Altrettanto significativo risultano essere l'Incremento del 30% del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale e l'Incremento del 15% del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006. L'importanza di tale risultato sta nel fatto che le quattro regioni Obiettivo, ed in particolare la Sicilia, hanno potenziato interventi a favore delle politiche giovanili mediante l'impiego del PONGAT ed in collaborazione dell'Agenzia nazionale Giovani che ha messo a sua disposizione il sistema informativo. Inoltre si evidenzia che un incremento del 20% delle Strutture operative rafforzate significa che le regioni (in particolare Campania e Sicilia) stanno elaborando una politica di sviluppo delle strutture amministrative già presenti sul territorio.

6.4 Lavoro e formazione

In relazione agli **indicatori di realizzazione**, si è osservato lo sviluppo di 6 Banche Dati (almeno una a livello regionale) e l'elaborazione di tre studi tematici per ciascuna regione. In particolare la regione Campania ha sviluppato una linea guida sull'argomento. In relazione agli **indicatori di risultato**, osserviamo la Figura 7, in cui si riporta la loro elaborazione complessiva delle quattro regioni nell'ambito del tema in esame.

Indicatore	Valore elaborato
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	Non disponibile
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.	+25%
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	+10%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	Non disponibile
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	+15%
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Riduzione del 15%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	Non disponibile
Strutture operative rafforzate	+15%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	Non disponibile

Figura 7 – Elaborazione complessiva degli Indicatori POAT sul tema del Lavoro e della Formazione

Risulta significativa la *Riduzione percentuale del 15% dei tempi medi tra la pubblicazione del bando ed inizio delle attività*. Questo fattore ha permesso una maggior partecipazione dei cittadini ai bandi elaborati dall'amministrazione. Tale risultato è stato possibile grazie anche al potenziamento dell'attività delle strutture amministrative territoriali di riferimento delle regioni. Significativo risulta essere l'*Incremento del 30% del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale*.

Questo risultato è stato conseguito in quanto nelle diverse regioni, ed in particolare in Campania, la rete Informagiovani è molto attiva e diffusa. Inoltre, l'*Incremento del 15% del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006* può essere spiegato dal fatto che le quattro regioni Obiettivo, ed in particolare la Campania, hanno potenziato interventi a favore delle politiche giovanili mediante l'impiego del PONGAT. Inoltre si evidenzia che un incremento del 15% delle *Strutture operative rafforzate* significa che le regioni (in particolare Campania e Sicilia) stanno elaborando una politica di sviluppo delle strutture amministrative già presenti sul territorio.

7. Confronto sintetico dei valori degli indicatori

Per evidenziare l'efficacia dell'azione prodotta dal fondo strutturale nella direzione della realizzazione di modelli di governance locale, si riportano nelle figure seguenti alcuni confronti tra i valori attesi di alcuni particolari indicatori e quelli registrati per le proposte di intervento.

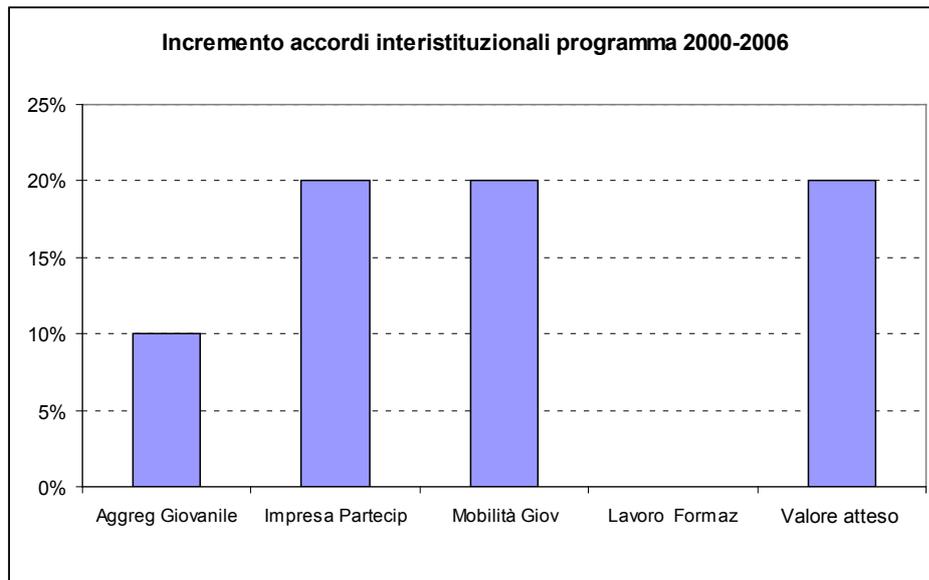


Figura 8 – Confronto valori indicatori di Incremento percentuale accordi interistituzionali programma 2000-2006

Dalla figura 8 osserviamo che le attività di Impresa e Partecipazione e di Mobilità Giovanile presentano un valore di indicatore in linea con quello atteso per l'intero POAT. Questo indica che le diverse proposte espresse concorrono pienamente alla realizzazione degli obiettivi del POAT in termini di sviluppo di modelli di governance integrata.

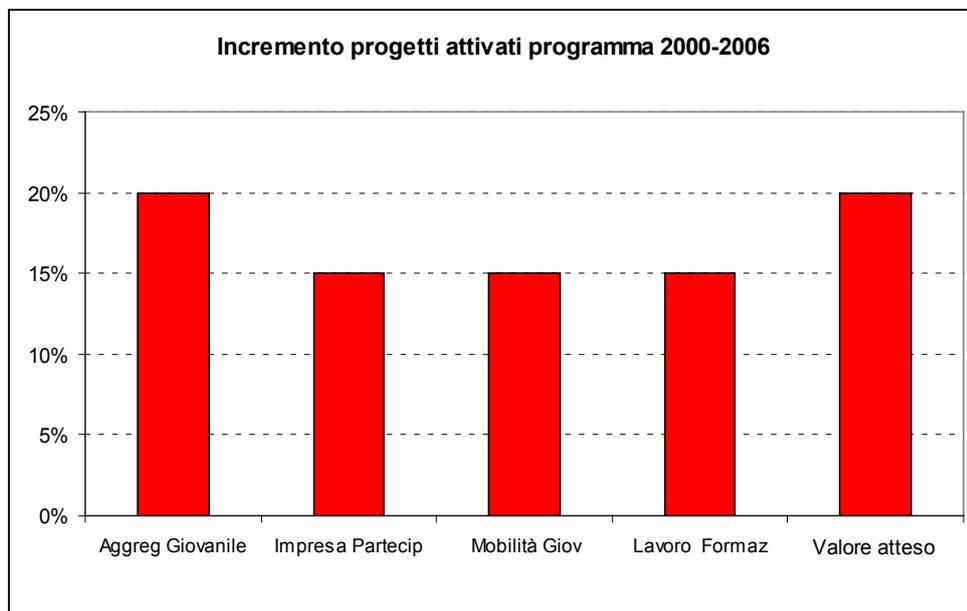


Figura 9 – Confronto valori indicatori di Incremento percentuale progetti attivati programma 2000-2006

Dalla figura 9 si evince che l'attività di Aggregazione Giovanile presenta un valore di indicatore in linea con quello atteso per l'intero POAT. Per quanto attiene agli altri valori di indicatori

delle altre proposte di intervento, si evidenzia che si presenta una differenza di circa il 5%. Questo ci consente di ritenere che tale differenza può essere compensata nel corso del 2011.

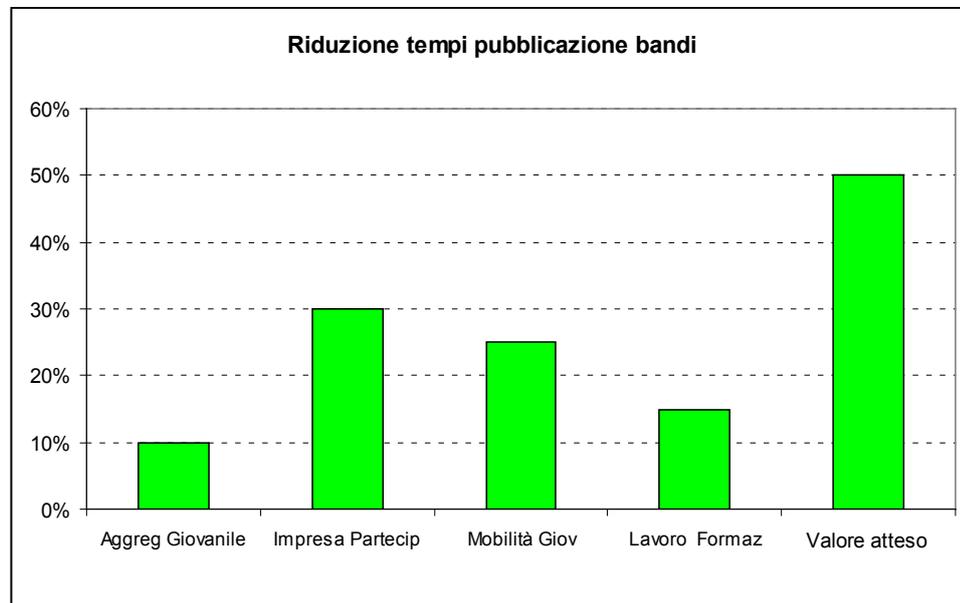


Figura 10 – Confronto valori indicatori di Riduzione tempi pubblicazione bandi

Dalla figura 10 si evince che l'attività di Impresa e Partecipazione si discosta di circa il 20% dal valore di indicatore atteso per l'intero POAT. Per quanto attiene gli altri valori di indicatori delle altre proposte di intervento, si registrano differenze più evidenti. Questo significa che il POAT deve agire sul potenziamento delle strutture amministrative al fine di agevolare l'attività e di consentire la nascita di un'amministrazione più trasparente e vicina alla cittadinanza.

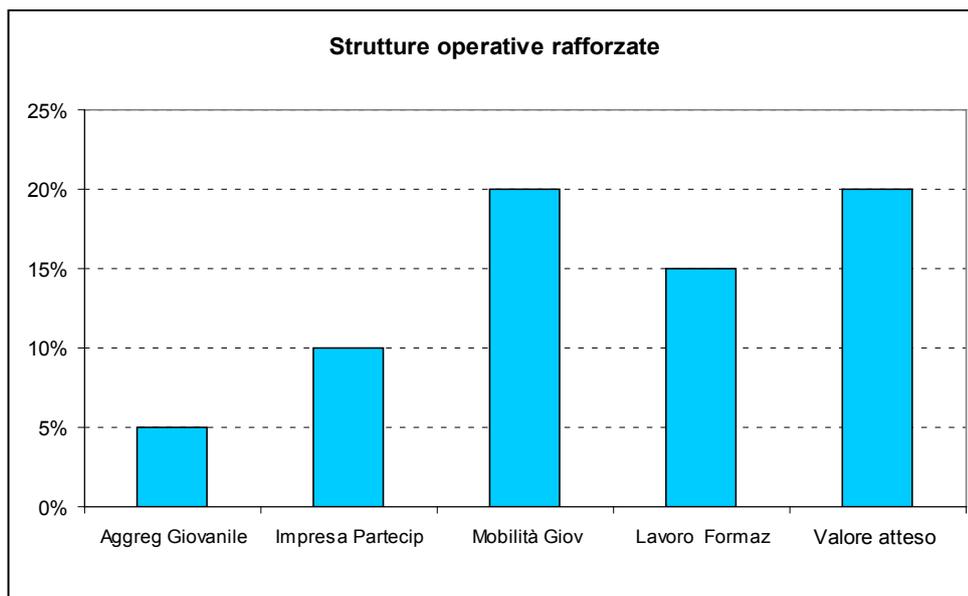


Figura 11 – Confronto valori indicatori delle strutture rafforzate della PA

Dalla figura 11 si evince che l'attività di Mobilità Giovanile ha raggiunto il valore atteso del 20% per l'intero POAT. Questo dimostra che si tratta di un tema già potenziato dalle regioni in modo adeguato a livello amministrativo. Per quanto attiene gli altri valori di indicatori delle altre proposte di intervento, si registrano differenze massime del 15%, in particolare sull'attività Aggregazione Giovanile, che deve essere maggiormente potenziata nel corso del 2011.

Una citazione particolare merita il caso di implementazione del POAT Gioventù che la regione Puglia ha scelto di condividere in relazione allo sviluppo di modelli di governance nel settore dell'Imprenditoria e della Partecipazione. Tale scelta è stata dettata dal fatto che la regione da tempo ha attuato delle politiche pubbliche nel settore in relazione all'elevatissimo tasso di disoccupazione giovanile pari al 30%.

La scelta operata dalla regione si colloca nel programma denominato “*Principi attivi*”¹⁴ che consiste in un'iniziativa specificamente dedicata alla promozione della partecipazione attiva dei giovani allo sviluppo della Regione Puglia nell'ambito dell'APQ “Politiche giovanili”.

In relazione agli **indicatori di risultato**, osserviamo la Figura 12, in cui si riporta la loro elaborazione della regione Puglia nell'ambito del tema in esame.

Indicatore	Valore elaborato
Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006	+15%
Incremento del numero di servizi di orientamento concretamente erogati ai giovani presso gli uffici Informagiovani in seguito al potenziamento delle strutture a livello territoriale rispetto alla situazione attuale.	Non disponibile
Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte.	+20%
Incremento del numero dei progetti censiti e gestiti elettronicamente attraverso l'informatizzazione delle banche dati rispetto alla situazione attuale	Non disponibile
Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006	+30%
Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività	Riduzione del 35%, dei tempi di avvio dei lavori dalla pubblicazione del bando
Incremento dei progetti presentati a valere sul Programma Gioventù in azione promosso dall'Agenzia Nazionale Giovani	Non disponibile
Strutture operative rafforzate	+15%
Quote di progetti gestiti dal personale della PA	+25%

Figura 12 – Elaborazione complessiva degli Indicatori POAT sul tema dell'Imprenditoria e della Partecipazione per la Regione Puglia

¹⁴ Programma sviluppato in ambito regionale dal Servizio “Politiche giovanili e cittadinanza sociale”, afferente l'Area “Politiche per lo sviluppo economico, lavoro e innovazione” e l'impegno diretto dell'Alta professionalità “Coordinamento delle politiche giovanili e APQ”. (istituita con deliberazione della Giunta Regionale n. 1444/2008 e confermata nell'ambito della successiva determinazione del Direttore dell'Area “Organizzazione e riforma dell'amministrazione” n. 11 del 17 settembre 2009).

Risulta significativa la Riduzione percentuale del 35% dei tempi medi tra la pubblicazione del bando ed inizio delle attività. Questo fattore ha permesso una maggior partecipazione dei cittadini ai bandi elaborati dall'amministrazione. Tale risultato è stato possibile grazie anche al potenziamento dell'attività delle strutture amministrative territoriali di riferimento delle regioni.

Altrettanto significativo risulta essere l'Incremento del 25% delle quote di progetti gestiti dal personale della PA. Questo significa che la regione ha elaborato una forte politica di sviluppo delle strutture amministrative nell'ottica di maggior vicinanza alla popolazione e di maggior credibilità delle istituzioni.

Inoltre, si registra l'Incremento del 30% del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006. Questo dato può essere spiegato dal fatto che la Puglia ha potenziato interventi a favore delle politiche giovanili mediante l'impiego del PONGAT. Infine, tra gli aspetti più significativi, si evidenzia un incremento del 15% delle Strutture operative rafforzate. Questo aspetto indica un miglioramento della struttura amministrativa nell'arco dell'intera gestione del procedimento. In Figura 13 si riporta un confronto tra i valori degli indicatori relativi alla proposta della regione Puglia con quelli attesi del POAT.

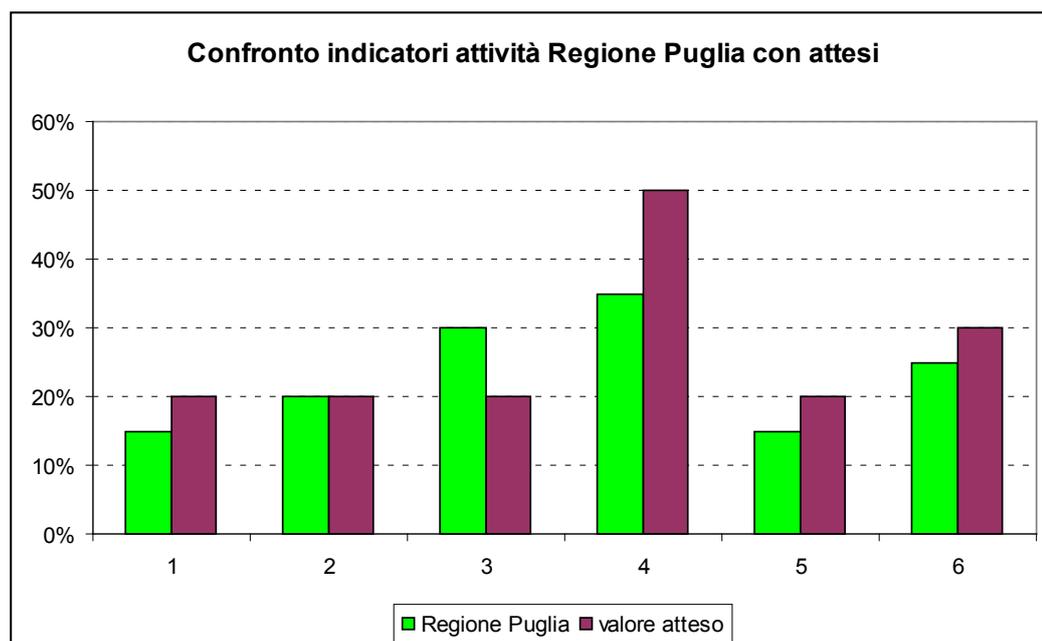


Figura 13 – Confronto tra i valori degli indicatori dell'attività della regione Puglia con quelli attesi

Ricordiamo che a ciascun numero della figura corrisponde un preciso indicatore:

1. Incremento percentuale del numero accordi interistituzionali su base regionale in materia di progettazione integrata in favore dei giovani rispetto alla programmazione 2000-2006;
2. Incremento del livello di diffusione di pubblicazioni, studi e ricerche sul mondo giovanile presso le PA coinvolte;
3. Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni

-
- Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006;
4. Riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività;
 5. Strutture operative rafforzate;
 6. Quote di progetti gestiti dal personale della PA

Dalla figura 13 si osserva che i valori dei diversi indicatori sono in linea con quanto atteso per la fine della programmazione 2007-2013. Ciò significa che l'attività della Regione Puglia risponde in pieno alle esigenze del POAT. Circa l'indicatore Incremento del numero di progetti attivati a favore del mondo giovanile nelle Regioni Obiettivo Convergenza rispetto alla programmazione 2000-2006 si osserva che la Regione presenta un valore maggiore del 10% di quanto atteso. Questo si spiega con una politica regionale sviluppata nel settore delle politiche giovanili da tempo.

In considerazione del fatto che i valori degli indicatori di risultato presentano valori prossimi a quelli attesi, il caso della regione Puglia si colloca come un caso di best practice. Le ragioni sono molteplici ed interessano diversi settori.

Innanzitutto si evidenzia che la Regione Puglia ha una **stabile struttura organizzativa** dedicata ai giovani da molto tempo, anche se con poche unità.

Considerando la figura 13 del precedente paragrafo, osserviamo che per l'attuazione proposta dalla Regione Puglia, l'indicatore relativo alle Strutture Rafforzate presenta un valore pari al 15%, con uno scarto del 5% rispetto al valore atteso. Se analizziamo la figura 19, dove si considerano le 4 Regioni Obiettivo sempre per lo stesso tipo di indicatore, il suo valore rispetto al tema Impresa e Partecipazione risulta pari al 10%. Questo significa che l'esperienza proposta dalla Regione Puglia è supportata da una struttura operativa più stabile nel tempo. Si osserviamo che una struttura operativa con queste caratteristiche non risente dei cambiamenti dovuti all'avvicinarsi dei decisori pubblici locali a seguito delle elezioni. Questo aspetto è determinante, se posto in confronto con la regione Calabria, dove invece le strutture organizzative sono molto sensibili ai cambiamenti politici dovute alle elezioni amministrative. La prova di quanto affermato sta nel fatto che l'indicatore Struttura Operativa relativo al tema dell'Aggregazione Giovanile, che è l'attuazione del POAT adottata dalla Regione Calabria, presenta un valore pari al 5%, con uno scarto del 15% rispetto al valore atteso.

8. Conclusioni

Il lavoro si colloca nell'ambito del processo di trasformazione che è avvenuto nel corso dell'ultimo ventennio e che ha interessato sia il settore amministrativo che quello politico¹⁵. In particolare, questo processo ha interessato le tematiche della partecipazione dei diversi attori ai processi decisionali e della *governance*. In questa trasformazione un ruolo fondamentale viene assunto dalle regioni viste sia come nuovi attori che sono coinvolti nei processi decisionali

¹⁵ FARGION V., MORLINO L., PROFETI S., *Europeizzazione e rappresentanza territoriale Il caso italiano*, Collana "Il Mulino/Ricerca" 2006

e sia come soggetti in grado di elaborare nuovi modelli organizzativi basati sullo sviluppo di modelli di *governance locale*. Le regioni, quindi, si collocano a pieno titolo nei processi decisionali del contesto europeo al pari dei ministri, del governo, dei gruppi di interesse e dei partiti politici. In particolare, questi ultimi risultano ridimensionati a favore proprio di nuove istituzioni. L'obiettivo del processo è il potenziamento della democraticità dei livelli locali di governo¹⁶, per il conseguimento del quale è necessario, quindi, sviluppare un modello funzionale di *governance locale multilivello*, articolato su vari livelli (comuni, province, regioni, intero paese). Ciò può essere fatto attuando un processo di europeizzazione che coinvolga i governi locali, rendendoli più partecipi ai processi decisionali in ambito comunitario e, soprattutto, cercando di avere accesso il più possibile ai fondi strutturali da parte dei diversi attori coinvolti nei processi decisionali. I fondi comunitari risultano, quindi, essenziali al concorrere della riduzione delle disparità regionali, alla convergenza socio-economica ed allo sviluppo del *multi-level governance*.

Con l'avvio delle programmazioni dei fondi comunitari, in particolare con quella 2000-2006, e dell'accesso delle diverse regioni ad essi, si assiste ad un'omogeneizzazione dei sistemi di partenariato ed alla nascita di un quadro partecipativo di tipo inclusivo, dando maggior peso proprio agli attori regionali. Il lavoro presentato ha evidenziato come i fondi strutturali rappresentano una grande opportunità di sviluppo e crescita per le regioni italiane sia in termini di risorse economiche, sia in termini di elaborazioni di politiche pubbliche. In particolare, i fondi strutturali vengono associati a concetti quali: *la riduzione delle disparità regionali, la convergenza socio-economica, la governance multilivello e la rappresentanza*. Come già detto, per conseguire lo sviluppo di modelli di *governance locale e multilivello*, è stato impiegato il fondo strutturale comunitario PONGAT, a sua volta attuato per mezzo del POAT Gioventù. Lo sviluppo dei modelli di *governance* si concretizza nella formulazione di alcuni progetti nelle seguenti aree di intervento scelte dalle Regioni stesse ed analizzate nel presente lavoro: *Aggregazione Giovanile, Impresa e Partecipazione, Mobilità Giovanile, Lavoro e Formazione*.

Il ruolo centrale del presente lavoro è consistito nell'individuazione degli indicatori, considerati come lo strumento per misurare l'efficacia e l'efficienza del programma rispetto agli obiettivi fissati. A tale riguardo, dapprima sono stati definiti gli indicatori del PONGAT, successivamente sono stati analizzati quelli scelti per il POAT Gioventù, al fine di valutare in modo adeguato i modelli di *governance multilivello locale* proposti per ciascuna area di intervento. Da una prima valutazione, sono emersi risultati positivi soprattutto nel tema del miglioramento delle strutture operative rafforzate, dove è stato raggiunto il valore atteso del 20% nel tema della Mobilità Giovanile, e nella capacità di attrarre investimenti da parte delle regioni.

Risultati complessivamente soddisfacenti sono stati raggiunti anche nella riduzione percentuale dei tempi medi tra pubblicazione del bando ed inizio delle attività e nelle quote di progetti gestiti dal personale della PA. Per quanto riguarda l'indicatore Incremento accordi interistituzionali del programma 2000-2006, si osserva un valore pari a quello atteso per i temi di Mobilità Giovanile ed Impresa e Partecipazione. Questo indica che le diverse proposte espresse concorrono pienamente alla realizzazione degli obiettivi del POAT in termini di

¹⁶ ibidem

sviluppo di modelli di governance integrata. Per quanto attiene gli altri valori di indicatori delle altre proposte di intervento, si registrano differenze massime del 15%, in particolare sull'attività Aggregazione Giovanile, che deve essere maggiormente potenziata nel corso del 2011.

Sulla base di queste risultanze, possiamo affermare che il POAT deve agire sul potenziamento delle strutture amministrative al fine di agevolare l'attività e di consentire la nascita di un'amministrazione più trasparente e vicina alla cittadinanza. Nel complesso dunque, la scelta degli indicatori del POAT confermano l'efficienza dell'impiego del fondo strutturale e l'implementazione di modelli di governance integrata e multilivello.

Infine si è accennato al fatto che l'esperienza di un area di intervento scelta dalla regione Puglia nel settore dell'Imprenditoria e della Partecipazione, si sia candidata con giusta ragione ad un modello di sviluppo esportabile nelle diverse regioni. Si tratta, in conclusione, dello sviluppo di proposte di intervento che hanno potenziato meccanismi partecipativi di tipo inclusivo e rafforzato la democrazia locale, favorendo la nascita di politiche di coesione e di sviluppo locale. In questo un ruolo determinante è svolto dai fondi strutturali, la cui fruizione da parte delle regioni concorre alla riduzione delle disparità regionali, alla convergenza socio-economica ed allo sviluppo del *multi-level governance*.

9. Bibliografia

a) Fonti dottrinarie

BORGONOVİ, E., 2002, *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano, 2002

BORGONOVİ, E., FATTORE G., LONGO F. 2002, *Management delle Istituzioni Pubbliche*, Egea, Milano, 2009

FARGION V., MORLINO L., PROFETI S., *Europeizzazione e rappresentanza territoriale Il caso italiano*, Collana "Il Mulino/Ricerca" 2006

HOOGE L., *EU Cohesion Policy and Competing Models of European Capitalism*, Oxford University Press, 1996

MAIRATE A., *L'esperienza delle politiche strutturali in Europa: una valutazione d'insieme*, Istituzioni del federalismo, 2001

MARKS G., SCHARPF F., SCHMITTER P., STREECK W., *Governance in Euneopean Union*, London, 1996

MASSA PINTO, *Il principio di sussidiarietà, profili storici e costituzionali*, ed. Jovene, 2003

MORISI M., *Regioni e rappresentanza politica*, Angeli, 1987

PIATTONI S., *Politica locale e sviluppo economico del mezzogiorno*, Stato e Mercato, 1999

RANGONE N., *Regolazione, regolamentazione, impatto e analisi*, in *La qualità della regolazione. Politiche europee e piano d'azione nazionale*, a cura di F. BASILICA, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2006, p. 920

SARTORI G., *Elementi di Teoria Politica*, Il Mulino 1987

b) *Fonti documentali*

- COM.CE (2010) COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione del 25 marzo 2010: istituzione di uno strumento europeo Progress di microfinanza per l'occupazione e l'inclusione sociale*, 283 def.
- COM.CE (2009) COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco: Promuovere la mobilità dei giovani per l'apprendimento*, 329 def.
- COM.CE (2009) COMMISSIONE EUROPEA, *Risoluzione del Consiglio: Cooperazione Europea in materia di gioventù (2010-2018)*, 311 def.
- COM.CE (2007) COMMISSIONE EUROPEA *Comunicazione, Favorire il pieno coinvolgimento dei giovani nell'istruzione, nell'occupazione e nella società*, 498 def.
- COM.CE (2007) COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione del 10.11.2007, Un mercato unico per l'Europa del XXI secolo - Servizi di interesse generale, compresi i servizi sociali di interesse generale.: il nuovo impegno europeo*, 720 def.
- COM.CE (2007) COMMISSIONE EUROPEA, *Better Regulation and enhanced impact assessment*, 926 def.
- COM.CE (2006) COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione, Riesame intermedio del Libro bianco sui trasporti pubblicato nel 2001 della Commissione Europea*, 314 def.
- COM.CE (2004) COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde relativo ai partenariati pubblico privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e della concessioni*, 327 def.
- COM.CE (2003) COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione, Strategia per il mercato interno*, 238 def.
- COM.CE (2003) COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione, Il ruolo dell'e-Government per il futuro dell'Europa*, 567 def.
- COM.CE (2001) COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco, La politica Europea dei trasporti fino al 2010: il momento delle scelte*, 370 def.
- COM.CE (2001) COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Bianco, Un nuovo impulso per la gioventù Europea*, 681 def.
- COM.CE (2001) 681 COMMISSIONE EUROPEA, *risoluzione C 168/2 (2002) del Consiglio*.
- COM.CE (2000) 1101 COMMISSIONE EUROPEA, *iniziativa INTERREG. Commissione europea, Primo rapporto sulla coesione economica e sociale*, 1996
- Commissione europea, *Un nuovo partenariato per la coesione, convergenza, competitività e cooperazione. Terza relazione sulla coesione economica e sociale*, 2004
- Decisione n. 1031/2000/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 aprile 2000
- marzo 2010
- Decisione 2008/1357/CE del 16 dicembre 2008
- Decisione (CE) 1720/2006 del 15 novembre 2006 Decisione n. 283/2010/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25
- MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (2007), *Quadro Strategico Nazionale per la politica regionale di sviluppo 2007-2013*
- MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (2007), *Programma Operativo Nazionale "Governance E Assistenza Tecnica" Obiettivo Convergenza FESR 2007 – 2013- CCI: 2007 IT 16 1*

PO 003 del 20 luglio 2007

OCSE (2004), *Working Group on Privatization and Corporate Governance of State-Owned Assets*, Paris, 12-15 October 2004.

OECD (1997), *Regulatory Impact Analysis: Best Practices in OECD Countries*, Paris

OECD (1998), *Recommendation of the Council Concerning Effective Action Against Hard Core Cartels*, C(98)35/FINAL

OECD (2002), *Peer review: a tool for co-operation and change. An Analysis on OECD working method*, SG/LEG(2002)1

OECD (2002), *Regulatory Policies in OECD Countries. From Interventionism to Regulatory Governance*, Paris

OECD (2005), *E-government for Better Government*, Paris

OECD (2005), *Regulatory Impact Analysis in OECD Countries*, "Challenges for Developing Countries", Paris

OCSE (2007), *Indicators of Regulatory Management Systems – Working Paper 2007/4* (S. JACOBZONE, C. CHOI and C. MIGUET), Paris

PCM (2008), Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Strategie di Lisbona per la crescita e l'occupazione, Programma nazionale di riforma, 2008-2010*, Roma 6.11.2008.

QSN, approvato dalla Commissione Europea il 13 luglio 2007 con decisione n. C (2007) 3329

Regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio

Regolamento (CE) n. 1082/2006 del Consiglio

Regolamento (CE) n. 1084/2006 del Consiglio

Regolamento (CE) n. 1081/2006 del Consiglio

Regolamento (CE) n. 1080/2006 del Consiglio

Regolamento (CE) n. 1828/2006 del Consiglio

Working Document: Indicative Guidelines on Evaluation Methods: Monitoring and Evaluation Indicators, Com UE, 2006

c) sitografia

www.gioventuazione.it/

www.agenziagiovani.it/index.htm

http://ec.europa.eu/youth/youth-in-action-programme/doc74_en.htm

www.gioventu.gov.it/

http://www.poatgioventu.it/images/stories/pdf/POAT_Gioventu.pdf

<http://eur-lex.europa.eu/>

http://www.dps.tesoro.it/documentazione/QSN/docs/INT_13_E.pdf

http://www.dps.tesoro.it/documentazione/QSN/docs/PO/PON%20SICUREZZA_FESR_SFC2007.pdf

Interinstitutional Agreement on better law-making del 16 dicembre 2003 (2003/C 321/01), in http://ec.europa.eu/governance/impact/docs/key_docs/2003_c_321_1_en.pdf.

SULL'INSERIMENTO LAVORATIVO DEI DETENUTI

Augusto Romano

Abstract: Riflettendo sul tema dell'”emergenza carcere”, non si può prescindere dal rilevare come più di due terzi dei detenuti commettano nuovi reati una volta usciti dagli istituti di pena; dato che ripropone inesorabilmente il consueto interrogativo sulla compatibilità tra reclusione e rieducazione. Favorire il lavoro in carcere può costituire un elemento cruciale nella strategia volta a ridurre i rischi di recidiva e a contrastare l'irreversibilità dell'apposizione dell'etichetta deviante. Il lavoro, infatti, costituisce certamente uno strumento assai efficace per garantire il reinserimento sociale e tale obiettivo può essere raggiunto solo attraverso una politica del diritto che favorisca la cooperazione tra imprese ed amministrazione penitenziaria, tendendo a promuovere sul mercato del lavoro gli ex detenuti. Attualmente le vigenti disposizioni normative appaiono, però, poco più che mere enunciazioni di principio, rimanendo l'efficacia relegata ad una effettività marginale, a causa della scarsità di risorse realmente investite.

Abstract: reflecting on the topic “jail emergency”, it cannot be set aside that more than two thirds of convicts commit new crimes, after being released from correctional facilities, a fact which relentlessly poses the usual interrogative about compatibility of confinement and reeducation. Encouraging work in prison can be a crucial factor in the strategy to reduce risks of offence repetition and hinder the irreversibility of the affixation of a deviant label. Work, in fact, is certainly a very effective instrument to guarantee social reinsertion and such goal can only be achieved with a justice policy which promotes co-operation between companies and penitentiary administration to assist ex convicts in labour market during the phase of social reinsertion. At present, current regulations perform as little more than a mere enunciation of principles, since effectiveness remains confined to a marginal effectuality, because of the scantness of the resources actually invested.

Parole chiave: reinserimento sociale dei detenuti, lavoro in carcere, opportunità trattamentali.

L'Italia è tra i primi Paesi europei per tasso di sovraffollamento carcerario rispetto alla capienza ottimale, con la conseguente implicazione di pessime condizioni detentive¹.

¹ Attualmente i detenuti sono circa 66 mila a fronte di 45 mila posti disponibili. Sul tema cfr., *ex plurimis*, S. Anastasia – P. Gonnella, *Inchiesta sulle carceri italiane*, Roma, Carocci, 2002; G. Campesi – L. Re – G. Torrente (a cura di), *Dietro le sbarre e oltre. Due ricerche sul carcere in Italia*, Roma, L'Harmattan Italia, 2008; nonché Associazione Antigone, *Settimo rapporto nazionale sulle condizioni di detenzione in Italia. Da Stefano Cucchi a tutti gli altri*, in “Antigone. Quadrimestrale di critica del sistema penale e penitenziario”, 2011.

Di recente, anche il Presidente della Repubblica ha più volte lanciato un preoccupato allarme per l'emergenza carceri, sollecitando Parlamento e Governo ad adottare misure strutturali per ridurre la popolazione carceraria e creare condizioni più civili e più umane per quanti scontano sanzioni detentive, in linea con il dettato costituzionale che sancisce la funzione rieducativa della pena.

Pure i garanti dei diritti dei detenuti hanno sollecitato il legislatore affinché vengano prese iniziative idonee a superare il degrado che caratterizza l'odierna condizione carceraria, individuando quale primo obiettivo da conseguire, preliminarmente rispetto ad ogni altra meta più ambiziosa, il ristabilimento di condizioni di quotidianità detentiva rispettose della dignità umana del condannato².

Le forze politiche sembrano incorrere però in una grave contraddizione continuando, da un lato, ad enfatizzare la minaccia che l'incremento della criminalità reca allo stesso buon funzionamento del sistema democratico e, dall'altro, a sottovalutare il fabbisogno di risorse da destinare a interventi di politica criminale non circoscritti al puro momento repressivo.

Il principale provvedimento legislativo si limita di fatto a disporre la mera costruzione di nuovi istituti di pena³, sottovalutando che tale iniziativa non ha molta aderenza con un'autentica risoluzione dei problemi relativi all'universo penale e penitenziario italiano.

Il sovraffollamento è infatti principalmente il prodotto dell'uso ipertrofico dello strumento penale degli ultimi anni in risposta a problemi sociali specifici - quale per esempio l'inefficacia

² Il disagio negli istituti di pena è tale che il tasso di suicidio tra i detenuti è superiore di almeno 18 volte rispetto a quello della popolazione complessiva e che i fenomeni di autolesionismo riguardano un recluso su sette.

³ Sul punto, peraltro, è il caso di evidenziare come la Corte dei Conti, nell'ordinanza del 13 luglio 2010, abbia denunciato la mancanza di fondi ed il fallimento del piano carceri: *"Nella legge finanziaria per il 2001 erano previsti gli strumenti operativi della permuta, della finanza di progetto e della locazione finanziaria, solo l'ultimo dei quali è stato utilizzato, peraltro con esito negativo. E' stata riscontrata la scarsa utilizzabilità o convenienza, nel settore, di tali strumenti [...] Il Capo del D.A.P., per effetto dell'art. 44 bis del D.L. n. 207/2008, convertito dalla legge n. 14/2009, ha assunto le funzioni di Commissario delegato con i poteri straordinari previsti dall'art. 20 del D.L. n. 185/2008, convertito dalla legge n. 2/2009. Il programma predisposto dal Capo del Dipartimento ai sensi del suddetto art. 44 bis prevede l'attuazione degli interventi programmati entro il 2012, con la creazione di oltre 17.000 nuovi posti detentivi. In una società civile e democratica la soluzione dei nodi relativi all'emergenza penitenziaria rappresenta uno degli obiettivi principali, in quanto strettamente connesso ad una efficiente amministrazione della giustizia. Il sistema carcerario è ispirato al principio costituzionale (art. 27) che stabilisce che ogni pena deve tendere alla "rieducazione del condannato". Tuttavia, alto è il rischio di vedere disatteso il dettato costituzionale, in quanto la pena o non viene espiata o viene espiata in strutture, condizioni e forme che non rispondono al principio della rieducazione dei detenuti [...] Con la legge 23 dicembre 2009, n. 191 (legge finanziaria 2010), sono stati stanziati, "per far fronte alla grave e urgente emergenza dovuta al sovrappopolamento delle carceri", complessivi 500 milioni di euro, "destinati all'attuazione, anche per stralci, del programma degli interventi necessari per conseguire la realizzazione delle nuove infrastrutture carcerarie o l'aumento della capienza di quelle esistenti e garantire una migliore condizione di vita dei detenuti". L'Amministrazione ipotizza che realizzare un padiglione da 200 posti nel comprensorio d'un plesso penitenziario già esistente implicherebbe una spesa inferiore ai 10 milioni di euro, laddove un nuovo penitenziario da costruire in un'area libera da preesistenti strutture, comporterebbe una spesa di circa 45 milioni di euro, senza contare le susseguenti economie di risorse e di personale sopra citate [...] Sicchè, in base a tale previsione, tutti gli interventi dovrebbero essere realizzati entro il 2012. Gli interventi previsti nel programma dovranno consentire di ottenere complessivamente 17.129 nuovi posti detentivi, dei quali 4.605 derivanti da interventi già provvisti di finanziamento per un costo globale di 205.730.000 euro, 6.201 derivanti da interventi finanziabili in varie forme (quali fondi di bilancio, finanza di progetto, locazione finanziaria, permuta, fondi della Cassa depositi e prestiti mediante mutui pluriennali) per un costo globale di 405.000.000 di euro e 6.323 derivanti da interventi da realizzare con fondi da individuare per un costo globale di 980.000.000 di euro. L'intera gestione in materia di edilizia penitenziaria risulta contrassegnata da pesanti difficoltà di attuazione per varie ragioni, fra le quali emergono particolarmente la cronica insufficienza dei finanziamenti, i tortuosi meccanismi di assegnazione delle risorse disponibili, le lungaggini procedurali, il frequente e rapido mutamento delle esigenze e degli obiettivi, la dilatazione dei tempi nella fase esecutiva di costruzione delle nuove strutture penitenziarie dovuta anche al sorgere di contenziosi. Non può non farsi cenno, in proposito, alle notizie [...] secondo cui vi sarebbero decine di strutture carcerarie, sparse in tutto il Paese, edificate o incomplete e, comunque, abbandonate".*

della politica di integrazione degli immigrati, che ormai costituiscono un terzo dei detenuti presenti negli istituti di pena - e della scelta di sanzionare con la detenzione determinati tipi di condotte, come quelle relative al possesso ed al consumo di stupefacenti.

Occorre quindi intervenire a monte sul piano delle stesse fattispecie penali incriminatrici e dei corrispondenti oggetti di tutela, procedere alla revisione degli automatismi della ex Cirielli sui recidivi, considerare la previsione di una custodia cautelare limitata e di un numero maggiore di misure alternative. Così come è necessario favorire la risocializzazione di quanti hanno già delinquito e di progettare politiche di prevenzione sociale a raggio più vasto, finalizzate a rimuovere le cause sociali della criminalità⁴.

Tuttavia, non si può prescindere dal rilevare come più di due terzi dei detenuti commettano nuovi reati una volta usciti dal carcere; dato che ripropone inesorabilmente il consueto interrogativo sulla compatibilità tra reclusione e rieducazione.

Favorire il lavoro in carcere può costituire un elemento cruciale nella strategia volta a ridurre i rischi di recidiva e a contrastare l'irreversibilità dell'apposizione dell'etichetta deviante.

Come è noto, infatti, gli elementi basilari per l'inserimento nel tessuto sociale sono l'abitazione, la riconciliazione con la famiglia, l'adattamento ad un nuovo stile di vita ed il sostegno nella ricerca di un'occupazione⁵.

Il lavoro costituisce certamente uno strumento assai efficace per garantire il reinserimento sociale e tale obiettivo può essere raggiunto solo attraverso una politica del diritto che - in continuità con la complessiva evoluzione legislativa in materia - favorisca la cooperazione tra imprese ed amministrazione penitenziaria, tendendo a promuovere sul mercato del lavoro una categoria ai margini come quella degli ex detenuti.

Occorre riconoscere che un approccio costruttivo al tema delle opportunità trattamentali necessita, in primo luogo, di una sempre più ampia sensibilizzazione sociale, ma che l'assetto istituzionale, garante di una comunità politica tesa a considerare il primato della persona ed a promuoverne il pieno sviluppo, deve porre realmente il canone rieducativo quale elemento di un percorso "capacitante" ormai imprescindibile e caratterizzante dell'azione pubblica, per una possibile strada di attualizzazione dei presupposti della democrazia sostanziale.

Produrre pratiche di intervento inclusive tra individui posti in relazioni strutturali e interpersonali comporta quindi l'assunzione degli altri come compartecipi di un investimento che li riconosce nella loro specificità, in un bilanciamento coerente tra uguaglianza, libertà e responsabilità che tematizza la giustizia come principio giuridico.

Attualmente, però, le vigenti disposizioni normative – pur ispirate alla gerarchia dei valori che caratterizza la legalità costituzionale – appaiono poco più che mere enunciazioni di principio, rimanendo l'efficacia relegata ad una effettività marginale, a causa della scarsità di risorse

⁴ Sull'argomento utili riflessioni si trovano in G. Mosconi, *La crisi post-moderna del diritto penale e i suoi effetti sull'istituzione penitenziaria*, in U. Curi – G. Palombarini (a cura di), *Diritto penale minimo*, Roma, Donzelli, 2002, pp. 349-378; Id., *La prevenzione della devianza. Ipotesi teoriche e questioni di metodo*, in "Studi sulla questione criminale", 2006, I, 1, pp. 33-55; L. Re, *Carcere e globalizzazione. Il boom penitenziario negli Stati Uniti e in Europa*, Roma-Bari, Laterza, 2006; E. Santoro (a cura di), *Carcere e società liberale*, Torino, Giappichelli, 2004; A. Sbraccia – F. Vianello, *Sociologia della devianza e della criminalità*, Roma-Bari, Laterza, 2010.

⁵ A tal proposito cfr. l'utile Rapporto di ricerca promosso da Antigoneonlus, *L'inserimento sociale e lavorativo degli ex detenuti. I limiti delle pene accessorie*.

realmente investite.

L'art. 15, comma 2, o.p. prevede che «ai fini del trattamento rieducativo, salvo casi di impossibilità, al condannato e all'internato è assicurato il lavoro». Inoltre, l'art. 20 o.p. stabilisce non solo che il lavoro penitenziario non ha carattere affittivo ed è remunerato, ma anche che «l'organizzazione e i metodi del lavoro penitenziario devono riflettere quelli del lavoro nella società libera al fine di far acquisire ai soggetti una preparazione professionale adeguata alle normali condizioni lavorative per agevolarne il reinserimento sociale».

In concreto, la maggior parte dei detenuti occupati in attività lavorative risulta assegnata ad un lavoro intramurario⁶, mentre pochi sono i detenuti addetti alle cosiddette lavorazioni, cioè alla produzione di beni o servizi organizzata all'interno degli istituti da soggetti pubblici o privati. Al fine di incentivare i soggetti esterni all'assunzione di personale detenuto, la legge 14 giugno 2000, n. 193 (c.d. legge Smuraglia) ha ampliato il sistema di agevolazioni contributive previste dalla legislazione precedente per le imprese pubbliche o private e per le cooperative sociali, prevedendo anche la possibilità per le amministrazioni penitenziarie di stipulare apposite convenzioni, nonché la possibilità per il detenuto di assumere la qualità di socio nell'ambito delle cooperative.

Negli istituti di pena però risultano assegnati alle lavorazioni solo 2.257 detenuti, poco più del 3 % dell'intera popolazione carceraria, nonostante le statistiche rilevino che la recidiva passa dal 70 al 12 %, per coloro che in carcere hanno lavorato per un'azienda esterna.

È evidente che «non si tratta solo di un risultato importante da un punto di vista sociale: senza recidiva, l'amministrazione pubblica risparmia più di 35 milioni di euro, poiché ogni detenuto costa allo Stato circa 140 euro al giorno»⁷.

Ma gli incentivi alle aziende che creano occupazione in carcere sono fermi al 2000: 4,6 milioni di euro all'anno, niente più. E per il 2012 non sono bastati nemmeno a coprire le spese.

Solo un maggior investimento sulle occupazioni richieste dal mercato, assicurando anche istruzione e corsi professionali, può offrire una reale occasione di reinserimento per coloro che hanno scontato una pena. La formazione scolastica e professionale medio-bassa alimenta infatti il rischio di dequalificazione del lavoro e il rafforzamento dello stigma di detenuto, con una ridotta possibilità di mantenere a lungo la stessa occupazione ed un'elevata probabilità di vivere situazioni di disagio e di recidivanza.

Il sostegno all'operato delle cooperative sociali, la previsione di sgravi contributivi e fiscali a favore degli imprenditori disposti ad offrire opportunità di lavoro ai detenuti, nonché l'approntamento di forme contrattuali flessibili – supportate da adeguate garanzie – capaci di modellarsi secondo le esigenze del lavoratore e del datore di lavoro, possono invece costituire un reale stimolo a considerare gli ex detenuti come capitale umano da coinvolgere nel processo produttivo.

È necessario insomma che la legislazione penitenziaria, dopo aver ceduto il campo alle categorie delle occasioni premiali, recuperi la logica delle opportunità trattamentali, implementando la progettazione degli interventi in un'ottica di rete che sappia coinvolgere istituzioni, operatori

⁶ In particolare, sono assegnati ai cosiddetti lavori domestici (cucinieri, barbieri, addetti alla lavanderia, giardinieri, ecc.) circa il 25 % dei detenuti.

⁷ Fonte: l'Espresso, 25 ottobre 2012, p. 73.

sociali ed imprenditori.

Il lavoro, infatti, costituisce ancora «il punto di riferimento delle autorappresentazioni individuali e del rapporto fra individuo e la ‘comunità’, intesa in senso ampio come partecipazione sociale del processo di produzione e riproduzione della vita»⁸.

Una politica criminale feconda saprà quindi promuovere un’efficace prevenzione speciale rieducatrice laddove sarà capace di considerare l’assunzione degli altri come compartecipi di un investimento che li riconosce in quanto tali, come soggetti in un rapporto di reciprocità e responsabilità inteso come paradigma che istituisce un nuovo ordine finalizzato alla realizzazione della persona.

⁸ P. Barcellona, L’individuo dentro la globalizzazione, in “Democrazia e Diritto”, numero monografico su Lavoro: declino o metamorfosi?, 1999, IV trimestre, p. 133.

Sul tema, poi, risultano sempre valide le riflessioni di Giovanni Paolo II che ha rilevato che “se la soluzione o, piuttosto, la graduale soluzione della questione sociale, che continuamente si ripresenta e si fa sempre più complessa, deve essere cercata nella direzione di ‘rendere la vita più umana’, allora appunto la chiave, che è il lavoro umano, acquista un’importanza fondamentale e decisiva” (Laborem exercens (14 settembre 1981), Roma, Edizioni Paoline, 1981, p. 8). Del resto, il lavoro si prospetta al contempo quale “tramite necessario per l’affermazione della personalità” e quale adempimento del “debito contratto dall’individuo con la società [...] La considerazione del lavoro quale valore informante di sé l’ordinamento [...] richiede altresì che sia data a ciascuno la possibilità di svolgere l’attività di lavoro più congeniale alle proprie attitudini, fruendovi i mezzi per la soddisfazione dei bisogni inerenti alla qualità umana” (C. Mortati, Istituzioni di diritto pubblico, Padova, Cedam, 1991, pp. 159, 160).

I DIRITTI SINDACALI ON LINE: L'ESPLICITAZIONE DELLA LIBERTÀ SINDACALE NEL LUOGO DI LAVORO ATTRAVERSO I MEZZI TELEMATICI

Giampaolo Teodori¹

Abstract: il saggio analizza le potenzialità che la tecnologia digitale offre, applicata agli Istituti di rappresentanza attraverso i quali i Sindacati operano nei contesti aziendali. Ne risulta un quadro di realtà consolidate e prospettive in cui, a fronte della normative di garanzia previste nello Statuto dei Lavoratori e della disciplina riguardante il Diritto di Internet, va riletto completamente il ruolo del Sindacato in un'ottica 2.0.

Abstract: The essay analyses the potentials offered by digital technology, which applies to representative bodies through whom Trade Unions perform in business contexts. The result is a framework of consolidated set-ups and perspectives in the light of which – in accordance with the guarantee regulations as provided by the Bylaws of Italian Workers, and with Internet Regulation Laws - the role of the Trade Union is to be thoroughly revised in Viewpoint 2.0.

Sommario: 1. Premessa 2. Attività sindacale ed Internet 3. Teleassemblea 4. Referendum On Line 5. Bachecca Sindacale digitale.

1. Premessa

La realizzazione delle libertà costituzionali trova nello sviluppo inesorabile delle tecnologie informatiche, nuove modalità esplicative. L'evoluzione digitale comporta naturalmente l'affacciarsi di effetti espansivi dei diritti fondamentali, ma contemporaneamente patologie e diversioni.

Questo vale in particolar modo nel campo dei diritti dei lavoratori ove l'evoluzione tecnologica si raffronta, da una parte, ad una consistente produzione normativa indirizzata alla flessibilità e modernizzazione dei rapporti di lavoro, dall'altra alla convivenza con normative basiche

¹ Avvocato, Tecnico Formez, già Professore a contratto di Informatica Giuridica presso la Scuola di Specializzazione per le Professioni Legali dell'Università di Salerno, Docente di Pubblico Impiego e Telelavoro nel Master in Management Pubblico ed E-Gov presso l'Università di Lecce.

ultraquarantennali i cui istituti vanno riportati alle condizioni attuali di progresso informatico. A tutto questo si aggiunge il dato giurisprudenziale che rappresenta la cartina di tornasole del raffronto tra tali Diritti e le Nuove Tecnologie, oltre che il moto primario d'impulso per la realizzazione di nuove previsioni normative, regolamentari e contrattuali. La tematica della tutela della riservatezza e del suo confronto con i poteri di indirizzo e controllo Datoriali costituisce per certo un asse primario cui sottende il contenzioso del lavoro a livello di giurisdizione ordinaria e di attività del Garante.

Da questi elementi, la presente trattazione vuole trarre linfa per giungere ad una prima definizione di "Diritto Sindacale Elettronico", di un diritto sindacale e dell'esplicitarsi dei suoi principali istituti che si sussumano cioè al realizzarsi in via elettronica delle varie fattispecie: ciò attraverso la revisione degli istituti tradizionali, l'analisi della naturale intrusività e pervasività dello strumento informatico, le possibilità evolutive dal lato della regolamentazione e della contrattazione, la panoramica di buone pratiche già sperimentate a livello normativo ed organizzativo.

Vengono analizzati quindi in maniera strutturata gli istituti della partecipazione sindacale ove realizzati o realizzabili in via elettronica, cercando di proiettare tali prerogative in un futuro prossimo di rinnovato slancio che reinterpreti il ruolo della rappresentanza del lavoratore al di là dell'obiezione, purtroppo frequente in periodi di crisi economica, del Sindacato come fenomeno sterilmente "novecentesco".

2. Attività sindacale ed Internet

Il rapporto tra Attività sindacale ed Internet si individua come tematica generale di base del Diritto Sindacale Elettronico. Per tale ragione e per il primato della quasi onnicomprensività delle vicende normative, giurisprudenziali e dottrinali che sottende è l'argomento che in questa trattazione si affronta prima di tutti gli altri, più specifici poiché facenti parte come *species* di tale *genus*.

La rappresentanza sindacale si pone oggi a confronto con i mezzi di comunicazione telematica innanzitutto per la quasi totale sparizione del supporto cartaceo: i siti e la posta elettronica sostituiscono a tutti i livelli la carta e garantiscono livelli di fungibilità e condivisione delle informazioni mai raggiunti prima.

Nella gestione del rapporto di lavoro, la navigazione in rete e la posta elettronica rappresentano elementi cardine di ogni forma di esegesi giuridica intesa all'adeguamento alle nuove realtà: su di essi infatti si riversano problematiche vecchie e nuove della dialettica Azienda – Lavoratore che inevitabilmente coinvolgono l'esercizio della Rappresentanza Sindacale.

Le attuali dinamiche esplicative di una garanzia prevista nello Statuto dei Lavoratori come quella del divieto del controllo a distanza, trova connotati impensabili per il legislatore del '70, tali da richiedere interpretazioni estensive della norma che tengano conto del livello della tecnologia, della normativa sovrappostasi negli anni e delle tendenze spesso divergenti manifestatesi in autorità giurisdizionali e non.

Ed allora in primo luogo la normativa sulla tutela della riservatezza e la sua evoluzione nel corso della sua vigenza quasi ventennale, dalla L. 675/196 al DLgs 196/2003, si pone a

stretto confronto con le vicende del potere di controllo datoriale sul lavoratore in ordine alle prestazioni ed alla fedeltà.

Dal lato del Diritto Sindacale tali dinamiche si traducono nei limiti apponibili all'attività quanto alle comunicazioni, alle adesioni ed al proselitismo, alla navigazione ai fini informativi e conoscitivi.

Limiti che vengono a cozzare direttamente con l'articolo 14 dello Statuto dei Lavoratori il quale stabilisce che l'attività sindacale può essere svolta anche all'interno dei luoghi di lavoro, che la libertà di fruire del diritto di svolgere attività sindacale è riconosciuta a tutti i lavoratori e che conseguenzialmente il datore di lavoro non può limitare l'esercizio delle libertà sindacali all'interno dell'azienda opponendo il proprio diritto di proprietà o altri diritti relativi alla disponibilità dei beni aziendali.

Comunicazioni Sindacali

Veniamo alle comunicazioni sindacali: per esse si intendono sia le comunicazioni generali della Sigla ai Lavoratori, sono i veri e propri "Comunicati" rivolti a tutti i lavoratori oppure agli iscritti, sia le comunicazioni particolari tra Sigla e Lavoratore o gruppi di lavoratori. Per le prime assume un ruolo centrale la bacheca sindacale on line alla cui argomentazione si rinvia, ma per esse e per le comunicazioni particolari si vuole analizzare il ruolo e l'utilizzo della posta elettronica aziendale, oggetto di numerose controversie giudiziarie.

In primo luogo ci si chiede se il Rappresentante Sindacale possa utilizzare la casella di posta elettronica aziendale per le comunicazioni ai lavoratori: Il dipendente Rappresentante Sindacale può inviare, utilizzando il suo indirizzo personale di posta elettronica, comunicazioni sindacali a mezzo di e-mail ai dipendenti della società durante il loro orario di lavoro e al loro indirizzo aziendale di posta elettronica: deve ritenersi che l'attività di invio o di ricezione di comunicazioni sindacali attraverso la posta elettronica possa equipararsi all'attività di volantinaggio, che rientra nell'ambito della libertà sindacale concessa a qualunque organizzazione presente in azienda – non vedendosi in cosa consista la differenza tra la materiale consegna ai dipendenti di volantini stampati sul luogo di lavoro e l'invio agli stessi, anche sulla loro posta elettronica aziendale, di una e-mail avente identico contenuto – attività di volantinaggio che, come noto, è di per sé lecita in quanto non arrechi pregiudizio alla normale attività aziendale.

L'e-mail quindi non è altro che la traduzione in formato digitale dell'ormai desueto "volantino".² *Nulla quaestio*, poi, in ordine all'utilizzo della posta elettronica tra Rappresentante Sindacale e Datore di lavoro: le comunicazioni tra le parti possono avvenire per posta elettronica e costituisce condotta antisindacale ex art. 28 dello Statuto dei Lavoratori l'infrazione di sanzioni al Lavoratore che rappresenta via e-mail vicende a rilevanza sindacale all'Azienda durante

² Tribunale di Catania, Sezione Lavoro, 2 febbraio 2009 (vedasi anche Pretura di Torino, sentenza del 18 marzo 1995, Estensore Cambria): *Alcun dubbio può infatti esservi sul fatto che la contestazione di addebito mossa nei confronti del XXX peraltro avente ad oggetto condotte che, come detto, ben difficilmente potrebbero integrare estremi di illecito disciplinare – è di per sé idonea a produrre una concreta, attuale e perdurante lesione della libertà sindacale dell'organizzazione per la quale il medesimo opera come RSU, tendendo essa di fatto ad impedire, nell'attuale e anche per il futuro, attraverso la minaccia e la concertata irrogazione di sanzioni disciplinari, il libero inoltro di comunicazioni aventi contenuto strettamente sindacale ai lavoratori dell'azienda attraverso quello che, ai tempi di oggi, rappresenta certamente lo strumento più rapido ed efficace di divulgazione, apparendo francamente non sostenibile che l'attività di comunicazione del sindacato, oggi come nei decenni scorsi, possa esplicarsi unicamente attraverso l'obsoleto sistema della bacheca aziendale o della consegna brevi manuali di volantini cartacei.*

l'orario di lavoro. Ciò è confermato dalla Corte di Cassazione, sentenza n. 1568 del 27.04.2012³. Veniamo ora ad analizzare la possibilità di comunicazione tra Lavoratori e Rappresentanze Sindacali a livello particolare, come ad esempio segnalazioni, reclami per finalità di sensibilizzazione o di denuncia, messa a conoscenza di atti documenti e comportamenti antisindacali. In tal caso le fattispecie concrete che si realizzano risultano molto più problematiche per gli interessi che vi si contrappongono: tutela sindacale dei diritti del lavoratore e, contemporaneamente, dal lato datoriale, ottemperanza agli obblighi di fedeltà e lealtà del Lavoratore e tenuta del rapporto fiduciario con l'Azienda. In tal caso l'utilizzo di posta elettronica aziendale stride fortemente con le finalità di denuncia dei contenuti e pone il Lavoratore sicuramente di fronte a maggiori rischi.

E-Mail Aziendale

Su ciò si apre il discorso generale delle interrelazioni tra l'utilizzo dell'e-mail aziendale, la tutela della riservatezza di cui al Dlgs 196/2003, il divieto statutario dei controlli a distanza del soggetto datore di lavoro, la tutela penale della corrispondenza privata di cui all'art. 616 C.P.⁴. Aspetti normativi questi, cui sottendono:

- a livello interno, disciplinari aziendali concordati con le rappresentanze sindacali nonché, per la Pubblica Amministrazione, Direttive e Circolari,
- a livello esterno, atti di indirizzo del Garante della privacy, tendenze giurisprudenziali di legittimità e di merito.

Dal lato interno, va detto che i disciplinari costituiscono la fonte pattizia che individua la modalità di utilizzo della posta elettronica: in essi vengono stabilite le restrizioni volte fondamentalmente a limitare l'utilizzo improprio e privato della posta elettronica e che trovano di volta in volta, a seconda delle realtà aziendali, più o meno fittizie modalità di realizzazione. Vengono frequentemente sanzionati i download di file e programmi e lo scambio di mail personali ed a scopo extralavorativo o ludico oppure compromettenti l'immagine dell'azienda, vengono fatte salve, come si è visto, le prerogative sindacali e rappresentative, vengono individuate le sanzioni conseguenti agli usi impropri nonché i meccanismi di raffreddamento dei conflitti.

³ <http://www.studiolegaleparenti.com/giurisprudenza/diritto-del-lavoro/4/il-dipendente-puo-usare-l-email-d-ufficio-per-l-attivita-sindacale-senza-incorrere-in-sanzioni-disciplinari/1702/>: La Corte di Cassazione con la sentenza in esame ha precisato che il dipendente può usare l'email d'ufficio per l'attività sindacale senza incorrere in sanzioni disciplinari. Non conta «l'ultimo salvataggio» per provare che il documento fu scritto durante il servizio. Scatta la condanna per condotta anti-sindacale per il datore che cerca di porre il delegato in posizione di debolezza alla vigilia di una trattativa importante comminandogli una sanzione disciplinare. E la pronuncia del giudice ex articolo 28 dello statuto dei lavoratori va affissa nella bacheca aziendale: non si può infliggere il rimprovero scritto al dipendente-delegato sindacale solo perché ha risposto tramite l'account dell'ufficio all'email del capo che gli sollecitava il confronto su temi inerenti l'organizzazione del lavoro; il messaggio di posta elettronica non riguarda argomenti privati ma questioni comunque legate al buon andamento dell'ufficio. Né si possono invocare utilmente dati inerenti la creazione e l'ultimo salvataggio del "file" informatico di risposta inoltrato dal sindacalista al dirigente che lo ha contattato, per dimostrare che il delegato dei lavoratori abbia predisposto il documento durante l'orario di lavoro e, dunque, sottraendo illegittimamente tempo alle scadenze di servizio.

⁴ La segretezza della corrispondenza è tutelata nell'art. 15 della Costituzione che dispone: "La libertà e la segretezza della corrispondenza e di ogni altra forma di comunicazione sono inviolabili". A tutela di tale principio, il codice penale punisce "chiunque prende cognizione del contenuto di una corrispondenza chiusa, a lui non diretta, ovvero sottrae o distrae, al fine di prenderne o di farne da altri prendere cognizione, una corrispondenza chiusa o aperta, a lui non diretta..." (art. 616 cod. Pen.).

Per quello che riguarda la Pubblica Amministrazione va riferita in particolare la Direttiva n. 2/2009 del Ministro della Pubblica Amministrazione⁵.

Fulcro delle prescrizioni è il principio della pertinenza e non eccedenza dei controlli e quello dell'accordo con le rappresentanze sindacali per stabilire i limiti dei controlli medesimi ed il loro contemperamento con il diritto alla privacy ed il divieto di controlli a distanza. Molto interessante è al termine della Direttiva l'eccezione al divieto di svolgere, tramite internet o posta elettronica, attività che non rientrino tra i compiti istituzionali e cioè, si concede alle varie Amministrazioni la libertà di regolamentare tutte quelle pratiche volte all'assolvimento di incombenze amministrative e burocratiche senza allontanarsi: ad esempio si può mandare una mail per segnalare questioni o circostanze alla scuola frequentata dai propri figli.

Dal lato esterno, il Garante per la privacy ha emanato con la Delibera n 13 del 1 marzo 2007 le "Linee Guida", relativamente a "posta elettronica e internet". In essa sono previste le caratteristiche generali e gli obblighi relativi ai disciplinari (pubblicizzati e notificati ai dipendenti e alle R.S.A). Vengono inoltre indicate particolari accortezze finalizzate alla garanzia della riservatezza della posta elettronica del Dipendente.⁶

Nell'esercizio delle sue facoltà decisionali il Garante protezione dati personali in data 01-03-2007 afferma che *"I datori di lavoro pubblici e privati non possono controllare la posta elettronica e la navigazione in internet dei dipendenti, se non in casi eccezionali. Spetta al datore di lavoro definire le modalità d'uso di tali strumenti, nel rispetto della normativa sulla privacy e tenendo conto dei diritti dei lavoratori e della disciplina in tema di relazioni sindacali."*

Sotto l'aspetto giurisprudenziale va rappresentato che il contenuto delle e-mail soggiace in generale alla disciplina penale (art. 616 CP) di tutela della corrispondenza⁷, ma presupposto

⁵ Ivi: «L'utilizzo delle risorse Ict da parte dei dipendenti, oltre a non dover compromettere la sicurezza e la riservatezza del sistema informativo non deve pregiudicare ed ostacolare le attività dell'amministrazione o essere destinato al perseguimento di interessi privati in contrasto con quelli pubblici».

⁶ Ivi: «- il datore di lavoro renda disponibili indirizzi di posta elettronica condivisi tra più lavoratori (ad esempio, info@ente.it, ufficiovendite@ente.it, ufficio reclami@società.com, urp@ente.it, etc.), eventualmente affiancandoli a quelli individuali (ad esempio, m.rossi@ente.it,rossi@società.com,mario.rossi@società.it);
- il datore di lavoro valuti la possibilità di attribuire al lavoratore un diverso indirizzo destinato ad uso privato del lavoratore;
- il datore di lavoro metta a disposizione di ciascun lavoratore apposite funzionalità di sistema, di agevole utilizzo, che consentano di inviare automaticamente, in caso di assenze (ad es., per ferie o attività di lavoro fuori sede), messaggi di risposta contenenti le "coordinate" (anche elettroniche o telefoniche) di un altro soggetto o altre utili modalità di contatto della struttura. È parimenti opportuno prescrivere ai lavoratori di avvalersi di tali modalità, prevenendo così l'apertura della posta elettronica. In caso di eventuali assenze non programmate (ad es., per malattia), qualora il lavoratore non possa attivare la procedura descritta (anche avvalendosi di servizi webmail), il titolare del trattamento, perdurando l'assenza oltre un determinato limite temporale, potrebbe disporre lecitamente, sempre che sia necessario e mediante personale appositamente incaricato (ad es., l'amministratore di sistema oppure, se presente, un incaricato aziendale per la protezione dei dati), l'attivazione di un analogo accorgimento, avvertendo gli interessati; in previsione della possibilità che, in caso di assenza improvvisa o prolungata e per improrogabili necessità legate all'attività lavorativa, si debba conoscere il contenuto dei messaggi di posta elettronica, l'interessato sia messo in grado di delegare un altro lavoratore (fiduciario) a verificare il contenuto di messaggi e a inoltrare al titolare del trattamento quelli ritenuti rilevanti per lo svolgimento dell'attività lavorativa. A cura del titolare del trattamento, di tale attività dovrebbe essere redatto apposito verbale e informato il lavoratore interessato alla prima occasione utile; i messaggi di posta elettronica contengano un avvertimento ai destinatari nel quale sia dichiarata l'eventuale natura non personale dei messaggi stessi, precisando se le risposte potranno essere conosciute nell'organizzazione di appartenenza del mittente e con eventuale rinvio alla predetta policy datoriale»

⁷ Corte Cost. 17 luglio 1998, n. 281 e 11 marzo 1993, n. 81 "Il contenuto dei messaggi di posta elettronica –come pure i dati esteriori delle comunicazioni e i file allegati– riguardano forme di corrispondenza assistite da garanzie di segretezza tutelate anche costituzionalmente, la cui ratio risiede nel proteggere il nucleo essenziale della dignità umana e il pieno sviluppo della personalità nelle formazioni sociali; un'ulteriore protezione deriva dalle norme penali a tutela dell'inviolabilità dei segreti"

per la configurabilità del citato reato è che si tratti di corrispondenza chiusa: Poiché il Datore di lavoro legittimamente conosce la password di accesso al computer aziendale, l'e-mail aziendale non può essere qualificata come corrispondenza chiusa e pertanto la condotta del datore di lavoro che prende conoscenza del contenuto della posta elettronica del proprio dipendente non integra il reato di cui sopra.

L'indirizzo di posta elettronica aziendale del lavoratore risulta pertanto essere personale ma non privato, ossia d'uso esclusivo del lavoratore stesso. Così il lavoratore non può essere considerato titolare di un diritto all'esclusivo utilizzo dell'account di posta elettronica.

Le oscillazioni giurisprudenziali attengono alla minore o maggiore intrusività del controllo da parte del datore di lavoro che, concordemente con quanto indicato sopra dal Garante investe casi di eccezionalità patologica. Esempio sotto tale punto di vista è la recentissima Sentenza della Cassazione – Sezione Lavoro del 23 febbraio 2012, n.2722, che respinge il ricorso di un ex dirigente di banca licenziato per aver diffuso via email notizie riservate ad un cliente. Legittimo il controllo delle email, ma solo ex post dopo l'attuazione del comportamento addossato al dipendente, quando erano emersi elementi di fatto tali da raccomandare l'avvio di un'indagine retrospettiva.

Con questa sentenza la Corte di Cassazione ha respinto il ricorso di un ex dirigente di banca che era stato licenziato in tronco nel 2004 *“per aver divulgato a mezzo di messaggi di posta elettronica, diretti a estranei, notizie riservate concernenti un cliente dell'Istituto e di aver posto in essere, grazie alle notizie in questione, operazioni finanziarie da cui aveva tratto vantaggio personale”*.⁸

Navigazione su Internet

Anche per la navigazione su Internet valgono i medesimi crismi della posta elettronica aziendale.

Nell'esercizio di controlli contro abusi da parte del Dipendente, l'azienda deve tener conto delle garanzie contenute nello Statuto dei lavoratori e nella legge a tutela della privacy. Un equilibrio tra controllo aziendale e diritti del Lavoratore da costruire tenendo conto dei principi di pertinenza e non eccedenza nel trattamento dei dati personali.

Sulla premessa del divieto del controllo a distanza dei lavoratori di cui all'articolo 4 dello Statuto dei lavoratori (legge 300/1970), vengono concordati con i Sindacati i disciplinari per monitorare la navigazione su internet dei Lavoratori. Le Linee Guida del Garante per posta elettronica e internet n. 13/2007 individuano i contenuti di tali disciplinari.⁹

⁸ Su ciò vedi <http://www.leggioggi.it/2012/02/27/il-datore-di-lavoro-puo-leggere-le-email-dei-dipendenti-per-il-controllo-difensivo/>: il controllo della posta elettronica e degli accessi ad internet da parte del datore di lavoro per verificare la corretta esecuzione della prestazione è, in linea di principio, vietato. Non lo diventa più, però, quando avviene in seconda battuta, nel momento in cui l'azienda, a seguito dell'emersione di elementi di fatto “tali da raccomandare l'avvio di una indagine retrospettiva”, accede alla corrispondenza telematica del dipendente. E dall'ispezione ravvede delle violazioni gravi che ne giustificano il licenziamento

⁹ Ivi: (...) *se determinati comportamenti non sono tollerati rispetto alla “navigazione” in Internet (ad es., il download di software o di file musicali), oppure alla tenuta di file nella rete interna; in quale misura è consentito utilizzare anche per ragioni personali servizi di posta elettronica o di rete, anche solo da determinate postazioni di lavoro o caselle oppure ricorrendo a sistemi di webmail, indicandone le modalità e l'arco temporale di utilizzo (ad es., fuori dall'orario di lavoro o durante le pause, o consentendone un uso moderato anche nel tempo di lavoro); quali informazioni sono memorizzate temporaneamente (ad es., le componenti di file di log eventualmente registrati) e chi (anche all'esterno) vi può accedere legittimamente; se e quali informazioni sono eventualmente conservate per un periodo più lungo, in forma centralizzata o meno (anche per effetto di copie di back up, della gestione tecnica della rete o di file di log); se, e in quale misura,*

In ogni caso non è esercitabile un controllo sul tipo di siti visitati e sui loro contenuti poiché è sufficiente registrare i tempi di connessione alla rete per verificare l'abuso, salvaguardando il diritto del lavoratore alla privacy quanto ad esempio alle opinioni politiche, religiose e, nella fattispecie oggetto della presente trattazione, sindacali.¹⁰

3. Teleassemblea

Il diritto di assemblea si colloca nell'ambito dello Statuto dei Lavoratori come diritto di convocare l'assemblea e come diritto del lavoratore di parteciparvi con la previsione, modificabile in estensione dai contratti collettivi, di dieci ore annue. Il diritto si sostanzia nella messa a disposizione da parte del Datore di lavoro di idonei locali per le riunioni e nella necessità che tale disponibilità sia richiesta dai soggetti sindacali: nella predetta richiesta devono essere individuati la sede, l'orario, l'ordine del giorno e l'eventuale partecipazione di dirigenti sindacali esterni. Alla congruità della richiesta sotto il profilo temporale e logistico sussegue la necessaria giustificazione di un eventuale rifiuto della Parte Datoriale

L'insistenza degli aspetti digitali per quanto riguarda tale diritto investe da un lato le comunicazioni, dall'altro l'effettuazione dell'assemblea come tale.

Innanzitutto le comunicazioni scritte: l'e-mail può senz'altro sostituire il documento cartaceo. Sorge però il dubbio se il crisma dell'ufficialità debba essere reso, dal lato del richiedente, attraverso una mail certificata con l'applicazione della firma digitale nell'atto sindacale e, altrettanto dal lato dell'Azienda o dell'Amministrazione, con il pervenimento ad una casella di posta elettronica certificata: questo ai fini della certezza della provenienza dell'e-mail e del tempo di trasmissione.

Ferma restando la sovrapposibilità perfetta di tale modello alle previsioni normative di cui agli artt. 21 – 24 - 48 del Dlgs n. 82/2005, che sanciscono la validità formale e la piena opponibilità a terzi delle comunicazioni, è necessario riflettere sulla validità del mezzo della posta elettronica ordinaria che viepiù viene utilizzata in questa fase all'interno dell'Ente anche per i molteplici destinatari della comunicazione che rendono problematica una trasmissione

il datore di lavoro si riserva di effettuare controlli in conformità alla legge, anche saltuari o occasionali, indicando le ragioni legittime – specifiche e non generiche – per cui verrebbero effettuati (anche per verifiche sulla funzionalità e sicurezza del sistema) e le relative modalità (precisando se, in caso di abusi singoli o reiterati, vengono inoltrati preventivi avvisi collettivi o individuali ed effettuati controlli nominativi o su singoli dispositivi e postazioni); quali conseguenze, anche di tipo disciplinare, il datore di lavoro si riserva di trarre qualora constatati che la posta elettronica e la rete Internet sono utilizzate indebitamente; le soluzioni prefigurate per garantire, con la cooperazione del lavoratore, la continuità dell'attività lavorativa in caso di assenza del lavoratore stesso (specie se programmata), con particolare riferimento all'attivazione di sistemi di risposta automatica ai messaggi di posta elettronica ricevuti (...)»

¹⁰ Corte Cass. Sent. n. 4375 del 23/02/2010 "I programmi informatici che consentono il monitoraggio della posta elettronica e degli accessi ad Internet sono strumenti di controllo allorché consentono al datore di lavoro di controllare a distanza e in via continuativa l'attività lavorativa. In tal caso, la loro installazione è soggetta alla disciplina di cui all'art. 4 l. n. 300 del 1970 e pertanto devono essere autorizzate con accordo sindacale o dalla Direzione provinciale del lavoro. La violazione di tale disciplina rende inutilizzabili i dati acquisiti per eventuali sanzioni disciplinari. L'esigenza di evitare condotte illecite da parte del lavoratore non può assumere portata tale da giustificare un sostanziale annullamento di ogni forma di tutela della dignità e della riservatezza per cui devono ritenersi vietati, ai sensi dell'art. 4, comma 2, st. lav., i cd. controlli difensivi diretti ad accertare comportamenti illeciti dei lavoratori quando tali comportamenti riguardino l'esatto adempimento delle obbligazioni discendenti dal rapporto di lavoro e non la tutela di beni estranei al rapporto stesso."

in via cartacea (direttore generale, dirigente al personale, dirigenti dei vari settori o servizi, responsabili della logistica e della sicurezza e ovviamente i Lavoratori).

Se la richiesta proviene dall'indirizzo di posta elettronica ordinaria del Dipendente-Rappresentante Sindacale vi è certezza circa la provenienza, nell'ipotesi che questo sia stato attribuito personalmente con indicazione del nominativo e accesso riservato con password, ma non vi è certezza rispetto al tempo di trasmissione ed al pervenimento della mail. In altri termini in caso di mancata risposta, la Parte Datoriale potrebbe opporre sempre il mancato pervenimento della mail medesima poiché non è dimostrabile giuridicamente il contrario. Ancora più incerto appare il caso della trasmissione dall'indirizzo di posta elettronica dell'Organizzazione Sindacale poiché in questo caso anche l'identificazione del mittente non rende certezza analogamente a quanto avviene per il mittente interno a meno che l'Organizzazione Sindacale non disponga di indirizzi PEC. In ogni caso la dimostrata omissione della parte datoriale costituisce condotta antisindacale. Nella pratica la soluzione per parte delle Sigle è quella di affidare, quando si agisce attraverso un Rappresentante interno, il documento in cartaceo direttamente al protocollo informatico affinché, attraverso la protocollazione medesima e l'acquisizione ottica, si possa avere certezza di ricezione e consequenzialmente di circolazione ufficiale verso i vari destinatari interni in via digitale.

Altra soluzione, sicuramente meno "artigianale" di quella testè analizzata è quella dell'utilizzo della bacheca sindacale elettronica come modalità comunicativa basica tra rappresentanze dei lavoratori e parte datoriale.

Tutto ciò dal lato della certezza giuridica delle comunicazioni in generale, dal verso delle previsioni contrattuali sono necessarie norme che recepiscano l'utilizzo dello strumento informatico-telematico come mezzo primario per le comunicazioni medesime.

Veniamo ora all'effettuazione dell'Assemblea: i sistemi di videoconferenza costituiscono realtà consolidata a livello aziendale da più di venti anni. Lo sviluppo di Internet e di applicativi per riunioni virtuali ha esteso macroscopicamente l'utilizzo di tali strumenti con notevoli risparmi di costi e di tempi. Oggi sono disponibili oltre che prodotti a pagamento anche applicativi gratuiti che permettono la realizzazione di riunioni on line con molteplicità di partecipanti: sotto questo punto di vista v'è da citare l'esempio di Skype che si presta a riunioni in videoconferenza, Google Hangouts, suite di applicazioni di produttività che consentono di condividere lo schermo, collaborare in Google Documenti e guardare insieme presentazioni e grafici, Open Meetings che permette di creare un proprio profilo utente, e partecipare sia alle stanze pubbliche, sia creare una stanza privata cui invitare esclusivamente i contatti che si desidera (tramite e-mail) oppure farsi invitare a autentiche sale riunioni, il programma si interfaccia con la propria webcam e/o microfono.

I profili di utilità ed i limiti di tali tecnologie si intrecciano con le vicende giuridiche che ne possono inerire. Innanzitutto vanno evidenziati innegabili limiti interattivi derivanti dalla natura e complessità delle relazioni sindacali e delle dinamiche tra rappresentanti e rappresentati, tali da non rendere tali mezzi assolutamente sostitutivi delle assemblee *de visu*, ma sicuramente ausilio alternativo, finalizzato all'estensione massima della partecipatività, soprattutto in realtà aziendali o amministrative frammentate e territoriali.

Dal lato giuridico vi è da analizzare il profilo autorizzatorio da parte del soggetto datore di lavoro: la messa a disposizione di idonei locali viene sostituita in tali termini nella possibilità di

utilizzo di “suite” telematiche. Tale profilo si incontra con gli aspetti giurisdizionali, dottrinali e regolamentari attinenti l'utilizzo di Internet in azienda. Sui limiti di accesso ad Internet quanto a Siti visitabili, numero di visite, tempo trascorso in Rete, download di programmi effettuabili, vi sono innumerevoli tendenze che si diversificano con relazione alle caratteristiche dell'azienda, oggetto sociale, profili professionali e mansioni, orari di lavoro e pause, ruoli di rappresentanza esercitati. Per fare un esempio l'utilizzo di Internet trova connotazioni diverse tra una realtà lavorativa bancaria ed una pubblica amministrazione o sempre in una p.a. tra chi è un operatore di sportello in un ufficio aperto al pubblico od invece chi esercita funzioni di ricerca o di istruttoria decisionale.

L'utilizzo però di tali programmi di condivisione per Assemblee sindacali in rete dovrebbe essere in ogni caso realizzabile. Ciò, naturalmente entro i termini temporali dell'assemblea stessa: d'altra parte avverrebbe con le stesse modalità con le quali tali strumenti, come si è detto prima perlopiù gratuiti, vengono utilizzati per riunioni di lavoro vere e proprie.

Sull'utilizzo di applicativi di teleconferenza con licenza proprietaria dell'azienda, e quindi poiché tecnologicamente più avanzati sicuramente più fruibili, sorgono maggiori dubbi: perché l'azienda dovrebbe mettere a disposizione delle rappresentanze uno strumento di lavoro sul quale ha investito risorse economiche proprie? Ma allora perché l'azienda dovrebbe mettere a disposizione locali idonei al suo interno per le assemblee, quando i locali sono stati realizzati anch'essi con risorse economiche proprie per finalità lavorative?

Seguendo il filo del ragionamento i locali e le suites telematiche rappresentano sotto forma diversa la stessa cosa ed un utilizzo limitato nel tempo, giustificato dai diritti del lavoratore e non di ostacolo rispetto al primario utilizzo lavorativo (il Sistema non è un bene “consumabile”) risulta plausibile.

L'ultimo aspetto di opposizione dal lato Datoriale è quello dei costi della connessione. Limitati, se si pensa ai costi oggi bassissimi di accesso in rete e non raffrontabili rispetto ai costi di gestione di locali per assemblee.

Molto interessante è poi dal lato della tutela del lavoratore quello della riservatezza e non accessibilità da parte del datore di lavoro di queste “telemassemblee”: si estendono per tale ipotesi le fattispecie di tutela della riservatezza ed il divieto generale dei controlli a distanza previsti quanto alle comunicazioni sindacali ed alle mail aziendali.

Va detto in conclusione che l'Assemblea Sindacale On Line non è una chimera irrealizzabile ma, già attuabile con i mezzi a disposizione, conoscerà un'estensione progressiva con gli sviluppi esponenziali della telematica. Sotto tale punto di vista, come è avvenuto ed avviene in tutti i settori dall'impresa al commercio, dalla società civile alla pubblica amministrazione, dovrà essere il diritto a inseguire, con ormai usuale ritardo, lo sviluppo telematico.

4. Referendum On Line

Il Referendum è l'ulteriore prerogativa di carattere assembleare prevista all'articolo 21 dello Statuto dei Lavoratori per quello che riguarda le libertà sindacali. Esso si finalizza all'emersione delle opinioni dei lavoratori in merito a vicende inerenti i rapporti azienda-sindacato. Di norma lo scrutinio di tali opinioni è segreto.

Esso deve tenersi nel luogo di lavoro, ma fuori dall'orario lavorativo, salvo diversa previsione contrattuale e non è vincolativo. Il Datore di lavoro deve collaborare affinché questa prerogativa si realizzi materialmente mettendo a disposizione, a pena di azione per condotta antisindacale,

idonei locali per il suo svolgimento.

Lo strumento digitale assume primariamente importanza in ordine alla convocazione dello stesso ed alle comunicazioni che ne ineriscono. Qui vale la disciplina analizzata quanto alle comunicazioni sindacali per posta elettronica ed alla bacheca elettronica e quindi la piena legittimazione delle Sigle ad utilizzare gli strumenti elettronici aziendali per tale fine.

Quanto al suo effettivo svolgimento si possono prospettare modalità digitali analoghe a quelle realizzabili per sperimentare modelli di democrazia elettronica, è il cosiddetto “e-vote”, questo soprattutto in realtà aziendali molto grandi con strutture decentrate.

Recentissime iniziative di carattere consultivo-referendario sono state intraprese in Italia: quella più importante è quella del marzo 2012 del Ministero dell’Istruzione dell’Università e della Ricerca, per verificare il parere della cittadinanza su un tema di scottante attualità quale quello del valore legale dei titoli di studio. Il sistema del Ministero viene di volta in volta attivato per altre consultazioni.

Con il voto via web, l’elettore naviga usando un browser web su un comune p.c. e si autentica sul sito di voto. Quindi gli viene presentata su schermo la scheda che compila e che, con il bottone “vota”, spedisce al server delle elezioni con la sua preferenza. L’uso di internet per elezioni governative pubbliche, dove gli standard necessari di sicurezza, privacy e controllo sono molto alti, viene considerato generalmente pericoloso.

Nella realizzazione di referendum sindacali on line i problemi sarebbero legati ovviamente alla privacy del Dipendente nell’esercizio del diritto di voto segreto e alla non accessibilità del Sistema da parte del Datore di lavoro.

Per la messa a disposizione del sistema e dei computer valgono le stesse regole relative alle disponibilità del Datore in ordine all’assemblea. Le norme dei contratti ed appositi regolamenti e disciplinari potrebbero stabilire i principi cui sottenderebbero e gli aspetti tecnico gestionali delle modalità di espletamento, ivi compresi i costi che inevitabilmente i sistemi sperimentali avrebbero (su tale punto la leale collaborazione tra Sindacati ed Aziende sarebbe fondamentale). Pleonastica, inoltre, risulterebbe la norma che prevede lo svolgimento dei referendum fuori dall’orario di ufficio, vista l’istantaneità dei sistemi di votazione e di scrutinio.

La velocità di gestione e l’estrema flessibilità e fungibilità dei sistemi garantirebbero quindi la possibilità di un utilizzo più massivo di tale istituto, realizzantesi nelle modalità cartacee, nel passato ed oggi, solo per eventualità eccezionali ed altamente strategiche.

L’obiettivo finale sarà quello di giungere ad un Sindacato 2.0 nel quale tale istituto partecipativo venga rivalutato ed esteso per contingenze di maggiore ordinarietà e nel quale pertanto le dinamiche Sindacati - Lavoratori - Aziende assumeranno maggiore flessibilità e trasparenza.

5. Bacheca sindacale digitale

La bacheca sindacale elettronica rappresenta l’istituto evolutivo delle prerogative sindacali sicuramente più a portata di mano rispetto alla teleassemblea ed al referendum on line. Questo per le caratteristiche di mera pubblicità e conoscenza dello strumento e della sua non interattività con l’utenza-forza lavoro, che ha permesso la sua diffusione nelle intranet aziendali fin dalle prime fasi di diffusione di internet.

Ed è per questo che sin dalla metà degli anni '90 si è avuto a che fare con esperienze organizzative e giurisprudenziali che hanno reinterpretato tale strumento, previsto all'art. 25 dello Statuto dei Lavoratori, in un senso "elettronico": ciò in concomitanza anche con le dinamiche evolutive del telelavoro, del lavoro svolto a distanza attraverso la rete.

Così si è consolidato un principio di obbligatorietà da parte del Datore di lavoro di realizzazione per l'utilizzo da parte delle Rappresentanze della bacheca elettronica, la cui violazione configura, come per la bacheca tradizionale, una vera e propria "condotta antisindacale" sanzionabile ex art. 28 dello S.L.

In tal senso si è mossa la prima giurisprudenza sull'argomento¹¹ che ha ritenuto antisindacale il rifiuto del datore di lavoro di consentire l'accesso alle Rappresentanze Sindacali Aziendali ad uno strumento informatico per comunicazioni ai lavoratori su materie di interesse sindacale. Nella fattispecie, le organizzazioni sindacali chiedevano al datore di lavoro ai sensi dell'art. 25 della legge n. 300/1970 di ottenere una bacheca informatica all'interno del sistema di comunicazione aziendale. Nella sostanza, il magistrato motivava la propria decisione con la necessità di una applicazione evolutiva dell'art. 25 della legge n. 300/1970

Tale Sentenza si è innestata nel contesto di un'azienda evoluta del settore informatico (IBM) la quale, per ciò tale, sperimentava al suo interno forme di lavoro a distanza che per la prima volta ponevano il problema dell'esercizio dei diritti sindacali per i "primigeni" telelavoratori. Lo stesso provvedimento ha sancito tra l'altro quel principio di "reciprocità" tra il Datore di Lavoro ed i Sindacati per quanto riguarda l'utilizzo delle comunicazioni in via telematica, che sta alla base delle evoluzioni successive riguardanti il divieto di controllo a distanza e la tutela della riservatezza.

La vicenda IBM si risolveva poi in maniera esemplare attraverso un accordo successivo tra l'Azienda e i Sindacati¹² che ha stabilito norme circa: la collocazione telematica della bacheca nell'intranet dell'Azienda, i soggetti legittimati ad affiggere digitalmente le comunicazioni, le convocazioni e le attività, i tempi di conservazione on line degli atti, la permanenza delle modalità concordate per adeguare la bacheca a più moderne condizioni tecnologiche.

Non mancano tuttavia giurisprudenzialmente battute d'arresto rispetto alla lungimirante e quasi profetica Sentenza di cui sopra. Si registra in proposito una sentenza di Trib. Catania 2 febbraio 2009 che in assenza di accordo Sindacati-Azienda in ordine all'uso di intranet, ha effettuato una discutibilissima riconduzione dell'invio di comunicazioni sindacali ai dipendenti da parte della Rappresentanza Sindacale Aziendale nell'ambito del cd. "volantinaggio" di cui all'art. 26 dello Statuto dei lavoratori, che legittima i sindacati a *«svolgere opera di proselitismo per le loro organizzazioni sindacali all'interno dei luoghi di lavoro, senza pregiudizio del normale svolgimento dell'attività aziendale»*.

Con tale assimilazione la Sentenza *de qua* ha di fatto limitato la comunicazione on line, poiché

¹¹ Pretura di Milano, decreto 7 aprile 1995: *«Non configura condotta antisindacale l'invio, da parte del datore di lavoro, di comunicazioni inerenti a materie di interesse sindacale attraverso strumenti informatici (posta elettronica) diretti alla generalità dei dipendenti, dovendosi equiparare il mezzo elettronico agli altri mezzi di comunicazione tradizionali»*. *«E' antisindacale la condotta del datore di lavoro che, servendosi abitualmente di strumenti d'informazione informatica per comunicare con i propri dipendenti su qualsiasi argomento, compresi argomenti di carattere sindacale, non consenta alle organizzazioni sindacali di utilizzare i medesimi strumenti di comunicazione elettronica»*.

¹² Per il testo dell'accordo: <http://www.lomb.cgil.it/rsuibm/970129.htm>

ha riportato giuridicamente la celerità e fungibilità dello strumento informatico a modalità cartacee ormai sorpassate che come tali richiedono tempi lunghi di gestazione e diffusione, tanto da dover essere compiute fuori dall'orario d'ufficio.

Le vicende della bacheca On Line si connettono come già visto alle vicende evolutive a livello informatico e giuslavoristico del telelavoro.

Il telelavoro è una modalità di prestazione di lavoro svolta da un dipendente in un qualsiasi luogo ritenuto idoneo (esterno alla sede di lavoro) dove la prestazione sia tecnicamente possibile. E' caratterizzato dal supporto di tecnologie dell'informazione e della comunicazione, che consentono il collegamento con l'Azienda per la quale viene svolta la prestazione.

Nel telelavoro, quindi, vengono in rilievo tre elementi che si combinano tra loro: la delocalizzazione dell'attività lavorativa, l'utilizzazione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, il legame con l'azienda.

Il telelavoro, nelle sue forme domiciliari, presso tele-centri e mobile, è, dunque, uno strumento di cui avvalersi per avviare un processo di ristrutturazione, teso alla creazione di una azienda moderna e competitiva nella quale l'applicazione delle tecnologie informatiche possa consentire di realizzare un modello organizzativo dinamico ed una gestione flessibile del personale, funzionali al raggiungimento di obiettivi prefissati.

L'Italia, considerando l'Europa a 15, e' ultima in classifica: ha il 3,9% degli occupati in telelavoro contro una media europea dell'8,4%, con la Danimarca al 16%, il Regno Unito al 9,6%, la Germania all'8,5% e la Francia al 7%.

Tra gli aspetti detrimenti vi è sicuramente quello dell'“isolamento sindacale” del Dipendente conseguente alla delocalizzazione dalla sede fisica di lavoro. Ebbene la bacheca digitale ed in generale tutti gli strumenti di partecipazione sindacale on line rappresentano un ausilio essenziale per il telelavoratore quanto al suo diritto di informazione e di partecipazione.

In conclusione la bacheca on line costituisce per le sue caratteristiche digitalmente semplificate il primo step verso una evoluzione del diritto sindacale in senso elettronico: le organizzazioni sindacali attraverso iniziative normative generali, attraverso la leale collaborazione con le parti datoriali e quindi attraverso maggiori sperimentazioni, potrebbero essere protagoniste di tale sviluppo facendosi portavoce di una rappresentanza al passo con i tempi della “New Economy”.

