LUISS Guido Carli

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

Dipartimento di Impresa e Management

Diritto pubblico dell'economia

# L' EVOLUZIONE DELLE AUTORITA' DI VIGILANZA FINANZIARIA: DALLA CONSOB, ALL' UBE, AL COVID-19

ANNO ACCADEMICO 2021-2022


RELATORE
Chiar.ma Prof.ssa
Mirella Pellegrini

CANDIDATO
Marco Calò
Matr n. 214131

**Indice**

**Introduzione** **4**

**Capitolo Primo**

**Evoluzione della Consob, dalle origini al Tuf. La vigilanza sul mercato finanziario dopo la crisi**

**1. Introduzione** **6**

1.1 La disciplina. Il prospetto informativo. 8

1.2Origini ed evoluzioni dello ius poenitendi di cui all'art. 30, comma 6 del TUF 11

1.3 L'ambito di applicazione dell'art. 30, comma 6 del TUF nella dottrina e nella giurisprudenza. L'orientamento delle Sezioni Unite della Suprema Corte. 14

1.4 L'art. 56-quater del decreto del fare e la sua natura di norma di interpretazione autentica. 19

1.5 Mercati regolamentati 21

1.5.1 I mercati regolamentari (Regulated Markets - RM); la società di gestione come impresa privata. 24

1.5.2 (Segue): i requisiti della società di gestione. 24

**Capitolo Secondo**

**Le autorità di vigilanza. Le trasformazioni successive all'UBE**

**2.Premessa** **27**

2.1 Concorrenza perfetta e monopolio 28

2.2 La disciplina italiana e comunitaria 31

2.3 Le singole fattispecie. Le intese restrittive della concorrenza 35

2.4 Gli atti di concorrenza sleale. 41

2.5 Le pratiche commerciali scorrette fra imprese e consumatori 43

2.6 I contratti di borsa 48

2.7 Gli strumenti finanziari derivati 50

2.8 Il Sevif 53

**Capitolo Terzo**

**Dall' UBE al Covid**

**3. Le risposte dell'Unione europea alla pandemia di Covid-19** **61**

3.1 Un piano di ripresa per l'Europa 87

Conclusioni 99

Bibliografia 102
Sitografia 106

## Introduzione

Con la riforma del 2003 si è completato il processo di separazione del controllo sull'amministrazione del controllo contabile, originariamente entrambi affidati al collegio sindacale. L'affidamento del controllo contabile ad un revisore esterno è stato avviato nel 1974 per le società quotate con l'introduzione dell'istituto della revisione contabile obbligatoria, disciplinato dagli artt. 156 – 165 Tuf. A tale disciplina – tuttora in vigore anche se riformata in più punti dalla legge sulla tutela del risparmio – si è affiancata con la riforma del 2003 quella del controllo contabile, applicabile a tutte le altre società per azioni.

Ne consegue un sistema articolato negli istituti del controllo contabile e della revisione contabile, così da graduare anche i costi del controllo e l'intensità della vigilanza sui revisori a seconda del grado di apertura al mercato della società.

L'attività di revisione contabile obbligatoria è riservata alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto a cura della Consob.

La Consob vigila sull'attività delle società di revisione iscritte nell'albo, e ne verifica periodicamente (e comunque ogni tre anni) l'indipendenza e l'idoneità tecnica anche con riguardo alle persone fisiche che per conto delle stesse sono responsabili della revisione (art. 162, 1° comma)[1]; può, fra l'altro, raccomandare principi e criteri da adottare per la revisione contabile.

Quando accerta gravi irregolarità nello svolgimento di revisione, la Consob può irrogare sanzioni amministrative pecuniarie ed adottare provvedimenti temporanei fra cui vietare l'assunzione di nuovi incarichi per un periodo non superiore a tre anni, o intimare alla società di non avvalersi (per un periodo non superiore di cinque anni) del responsabile di una revisione al quale sono ascrivibili le irregolarità. Se le irregolarità sono particolarmente gravi, dispone, invece, la cancellazione dall'albo speciale (art. 163, 2° comma).[2]

Significativi progressi sono tuttavia stati compiuti al riguardo con la legge sulla tutela del risparmio (legge 28-12-2005, n. 262), che ha riformato la disciplina del Tuf per meglio tutelare l'indipendenza e l'oggetto del controllo contabile. Le nuove norme rafforzano, inoltre, i poteri di controllo della Consob, restituendole fra l'altro alcune competenze in tema di conferimento e revoca dell'incarico, che la riforma del 1998 aveva cancellato.

---

[1]Le società di revisione devono comunicare alla Consob le modifiche intervenute negli assetti proprietari e nella composizione dell'organo amministrativo, nonché dei soci che rappresentano la società nella revisione contabile e dei direttori generali (art. 162, 3° comma). Devono, inoltre, comunicare alla Commissione in relazione a ciascun incarico loro conferito, i nomi dei responsabili della revisione entro dieci giorni dalla nomina (art. 3-bis).

[2]La cancellazione è disposta anche quando vengono meno i requisiti prescritti per l'iscrizione nell'albo speciale e la società non provvede a ripristinarli entro il termine, non superiore a sei mesi, assegnato dalla Consob; nonché quando la società di revisione è responsabile di aver violato la disciplina sulle incompatibilità all'assunzione dell'incarico di revisione. La cancellazione può essere altresì disposta se per un periodo continuativo di cinque anni la società non abbia svolto incarichi di revisione (art. 163, 3° comma).

In base all'attuale disciplina, è la società obbligata alla revisione che sceglie la società di revisione, con deliberazione dell'assemblea ordinaria in occasione dell'approvazione di bilancio, previo parere obbligatorio, ma non vincolante, del collegio sindacale. La deliberazione deve però essere trasmessa alla Consob, che entro venti giorni dal ricevimento può vietare l'esecuzione. Fino al decorso di tale termine, la delibera di nomina è inefficace. E la Consob può vietarne l'esecuzione non solo quando ricorre una delle cause di incompatibilità previste dalla legge (controllo di legalità), ma anche quando rilevi che la società cui è affidato l'incarico non è tecnicamente idonea ad esercitarlo, in relazione alla sua organizzazione ovvero al numero degli incarichi già assunti (art. 159, 5° comma). Si tratta quindi, sotto questo profilo, di un vero e proprio controllo di merito, predisposto al fine di evitare che l'incarico di revisione venga affidato ad una società non idonea a svolgere efficacemente le funzioni. L'incarico non può essere conferito a società di revisione che si trovino in una delle situazione di incompatibilità stabilite con regolamento dalla Consob.[3]

La nuova versione del Regolamento sul crowdfunding ha esteso a tutte le piccole e medie imprese (Pmi) questa forma di accesso al mercato dei capitali, inizialmente riservata alle start-up e alle Pmi innovative. È inoltre prevista una maggiore tutela per gli investitori, grazie all'obbligo, in capo ai gestori dei portali per la raccolta di capitali on-line, di aderire a sistemi di indennizzo o di dotarsi di copertura assicurativa. Il nuovo regolamento è entrato in vigore il 3 gennaio 2018 ad eccezione delle norme che riguardano l'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo o la stipula dell'assicurazione che entreranno in vigore decorsi sei mesi dalla pubblicazione del regolamento sulla Gazzetta Ufficiale. Tra le novità principali c'è la semplificazione della procedura. Finora erano le banche a verificare l'appropriatezza dell'investimento rispetto alle conoscenze e all'esperienza dell'investitore, d'ora in poi queste verifiche potranno essere effettuate dagli stessi gestori dei portali. In altre parole non è più necessario, per le piattaforme che faranno richiesta alla Consob, l'obbligo di far transitare gli investitori per importi sopra soglia (ovvero 500 euro per persona fisica e 5000 euro per persona giuridica) presso un intermediario finanziario (banca o Sim) per la compilazione del questionario MiFID ai fini dell'appropriatezza. Per gli investimenti sopra soglia, il cliente doveva rivolgersi a uno sportello fisico di una banca autorizzata allo svolgimento di questo controllo, appesantendo la procedura e rendendola poco fruibile. Con il recepimento della modifica del regolamento, è possibile per le piattaforme eseguire i test di appropriatezza ai fini MiFID direttamente online. Naturalmente gli investitori devono risultare dotati dei requisiti adeguati e qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo deve avvertire della situazione. È stato inoltre ampliato il novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori professionali. Sono state ammesse, infatti, due nuove categorie: gli "investitori professionali su richiesta",

[3] In attesa dell'emanazione di tale regolamento, non ancora intervenuta, trovano applicazione le cause di incompatibilità previste dall'art. 3, 1° comma, d.p.r. 136/1975 (art. 214, 2° comma, lett. C, Tuf). Al riguardo, Campobasso/Iermano, 1334

“investitori a supporto dell’innovazione”, identificati da Consob sulla base di criteri oggettivi.

## Capitolo Primo

## Evoluzione della Consob, dalle origini al Tuf. La vigilanza sul mercato finanziario dopo la crisi

### 1. Introduzione

Gli organismi di collettivo sono organismi con diversa forma giuridica che investono in strumenti finanziari (ad esempio, azioni o obbligazioni) o in altre attività il danaro raccolto fra il pubblico dei risparmiatori operando secondo criteri di gestione fondati sul principio della ripartizione dei rischi.

Con la gestione in monte, essi offrono ai risparmiatori uno strumento alternativo di investimento più sicuro e conveniente rispetto all'investimento diretto, spesso scoraggiato dalla mancanza di conoscere tecniche e dal rischio elevato. Consentono, infatti, una gestione di massa – affidata ad investitori professionali e perciò più redditizia – del risparmio raccolto; consentono, inoltre, di attenuare i rischi dell'investimento azionario attraverso un'opportuna composizione e diversificazione del portafoglio titoli. Consentono, infine, un pronto disinvestimento se l'organismo collettivo è di tipo aperto; permettono, cioè, di ottenere in ogni momento il rimborso del capitale.

Eccezion fatta per i fondi pensione, l'intera materia è poi confluita, con significative modifiche, nel Tuf del 1998 (artt. 34-50)

L'attuale disciplina riserva alle società di gestione del risparmio (Sgr) ed alle Sicav la prestazione del servizio di “gestione collettiva del risparmio”.

L'appello al pubblico risparmio per sollecitare la sottoscrizione di prodotti finanziari di nuova emissione (offerta pubblica di sottoscrizione) o l'acquisto di prodotti finanziarti già emessi (offerta pubblica di vendita)[4] necessita di una specifica disciplina a tutela dei potenziali investitori, ispirata da un duplice obiettivo: garantire decisioni di investimento consapevoli attraverso un'adeguata e corretta informazione; assicurare la parità di trattamento dei risparmiatori sollecitati dall'investimento e, più in generale, il corretto svolgimento dell'offerta.

Una prima embrionale disciplina al riguardo, fondata sul controllo della Consob, fu introdotta nel 1983 con la disciplina generale delle offerte al pubblico di valori mobiliari (artt. 18- 18 sexies legge 216/1974, nel testo introdotto dalla legge 77/1983 e dal d. lgs. 85/1992, emanato in attuazione della direttiva Cee n. 89/298), successivamente affiancata da una più specifica disciplina circoscritta alle offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita dei soli valori mobiliari che consentono di acquisire

[4]In particolare, l'offerta pubblica di vendita di azioni mira ad un allargamento dell'attuale base azionaria della società, anche al fine di poter ottenere l'ammissione alle quotazioni di borsa.
L'operazione può essere inoltre utilizzata dall'attuale gruppo di comando di comando per smobilizzare la propria partecipazione diffondendo i titoli fra il pubblico. Ed è questa la tecnica che deve essere di norma seguita per la dismissione delle partecipazioni pubbliche di controllo, come già avvenuto per la privatizzazione di alcune importanti società (Banca commerciale, Credito italiano, Imi, Ina, Enel).

diritti di voto (artt. 1-8 legge 142/1992).

L'intera materia è poi confluita, con significative modificazioni, nella disciplina della offerta al pubblico di prodotti finanziari, dettata nel 1998 dal Tuf (artt. 94-101), ulteriormente riformata dal d. lgs. 28-3-2007, n. 51 in attuazione della direttiva Ce 4-11-2003, n. 71. L'attuale normativa si caratterizza rispetto a quella previgente sotto un duplice profilo: a) la drastica riduzione della disciplina fissata per legge, con il conseguente riconoscimento alla Consob di più ampi poteri regolamentari;

b) l'estensione dell'ambito di applicazione al fine di assoggettare ad una disciplina unitaria tutte le operazioni di offerta al pubblico che configurano una proposta di investimento finanziario.[5]

Costituisce, infatti, offerta al pubblico di prodotti finanziari "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari[6] (art. 1, 1° comma, lett. T Tuf). Nozione quest'ultima in cui rientrano "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria" (art. 1, 1° comma, lett. U Tuf).

La disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari non trova però applicazione quando l'offerta è rivolta ai soli investitori qualificati (banche, Sgr, Sicav, Sim, fondi pensioni ecc.)[7], o a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob (attualmente, 100), o l'ammontare complessivo non supera quello fissato dalla stessa Consob (attualmente, 2.500.000 euro); nonché in una serie di altri casi fissati per legge(art. 100 Tuf) o individuati dalla Consob con regolamento. Fra l'altro, la Consob ha sottratto alla disciplina dell'offerta pubblica i prodotti finanziari aventi taglio minimo di almeno 50.000 euro, nonché le emissioni che prevedono un lotto minimo per investitore di pari importo (art. 33 reg. Consob 11971/1999)[8].

---

[5]Nel Tuf la disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziarie affiancata da una distinta disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio.

[6]Non costituisce tuttavia offerta al pubblico di prodotti finanziari la raccolta di depositi bancari o postali realizzata senza emissione di strumenti finanziari. Sono inoltre esonerate le offerte di acquisto o vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati ovvero, alle condizioni fissate dalla Consob con regolamento, nei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici (art. 205).

[7]Ma se in seguito l'investitore qualificato rivende tali prodotti al pubblico degli investitori non qualificati dovrà rispettare la disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari e quindi pubblicare il prospetto informativo (art. 100-bis, 1° comma).

Qualora l'operazione di ricollocamento sia realizzata senza prospetto informativo entro dodici mesi (dalla sottoscrizione o acquisto dei titoli da parte dell'investitore qualificato) nei confronti di investitori non qualificati che agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale e professionale, oltre alle normali sanzioni amministrative previste per la violazione della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, si applica la sanzione civilistica della nullità del contratto. Nullità che può essere fatta valere solo dal cliente-consumatore, il quale può pretendere anche il risarcimento del danno dall'intermediario presso cui è avvenuta la rivendita (2° e 3° comma).

[8]In alcuni casi, poi, l'offerente viene esentato dall'obbligo di pubblicare il prospetto qualora sia reso disponibile un documento alternativo che contenga adeguati dettagli sull'offerta (fusioni, offerte pubbliche di scambio, aumenti gratuiti di capitale, assegnazioni di strumenti finanziari a dipendenti ed amministratori).

E' inoltre esente dall'obbligo di prospetto l'emissione da parte delle banche di obbligazioni e di altri strumenti finanziari aventi le caratteristiche indicate dall'art. 100, lett. f) e g) Tuf.

## 1.1 La disciplina. Il prospetto informativo.

Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di strumenti finanziari devono prima pubblicare uno strumento informativo. Il prospetto non può essere pubblicato finchè non è approvato dalla Consob, salvi i casi in cui – in base al principio comunitario del mutuo riconoscimento dei prospetti – è consentito effettuare l'offerta in Italia sulla base del prospetto approvato dall'Autorità di vigilanza di altro Stato membro dell'Unione europea (art. 94, 1° comma Tuf)[9].

Per ottenere l'approvazione è necessario comunicare alla Consob l'intenzione di effettuare l'offerta allegando il prospetto destinato alla comunicazione. Il contenuto della comunicazione, nonché le modalità di pubblicazione del prospetto informativo, sono determinati dalla Consob con regolamento (art. 95, 1° comma).

In particolare, la comunicazione alla Consob contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono. Attesta inoltre l'esistenza dei presupposti necessari per l'esecuzione dell'offerta[10]. La comunicazione è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente, emittente e responsabile del collocamento intendono effettuare l'offerta (art. 4 reg. Consob 11971/1999).

Il prospetto informativo , a sua volta, deve contenere le informazioni necessarie "affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sull'investimento proposto, sui diritti ad esso connessi e sui relativi rischi[11]. Informazioni che vanno presentate in forma chiara, facilmente comprensibile ed analizzabile (art. 94, 2° comma Tuf). A tal fine, l'Unione europea ha definito mediante regolamento una serie di schemi tipo di prospetti informativi, diversamente articolati a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari, e degli emittenti (reg. Ce, 29-4-2004 n. 803).Nei casi non previsti dalla normativa comunitaria il contenuto del prospetto è stabilito dalla Consob. Il prospetto può comporsi, a scelta dell'offerente, di un unico documento o di più documenti. Nel secondo caso le informazioni richieste sono suddivise tra : il documento di registrazione, contenente le informazioni sull'emittente; la nota informativa sugli strumenti finanziari offerti al pubblico; e una nota di sintesi che riporta i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta[12].

---

[9]Si tratta delle offerte aventi ad oggetto valori mobiliari e le quote di fondi chiusi (c.d. strumenti finanziari comuniatri) (art. 93-bis, 1° comma, lett. a)

[10]Fra l'altro, è richiesto per legge che l'ultimo bilancio approvato e il bilancio consolidato eventualmente redatto dall'emittente devono essere corredati del giudizio di un revisore contabile. L'offerta al pubblico avente ad oggetto strumenti finanziari diversi da quelli comuni atri non può essere effettuata se il revisore ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio. Vincolo che, invece, è contemplato per strumenti finanziari comunitari (art. 96 Tuf).

[11]Può accadere, però, che il prospetto non indichi il prezzo o la quantità di prodotti finanziari offerti, né i criteri per determinarli o il prezzo massimo (ad esempio perché tali elementi saranno fissati in base al numero di adesioni). In questo caso, l'adesione all'offerta può essere revocata nel termine di due giorni lavorativi da quando sono depositati il prezzo e la quantità definitivi, o nel maggior termine previsto dal prospetto (art. 95-bis, 1° comma).

[12]La suddivisione del prospetto in più documenti consente di accelerare la procedura di approvazione: il documento di registrazione approvato dalla Consob ha infatti una durata di dodici mesi e può essere utilizzato per più offerte. Perciò l'emittente che abbia già fatto approvare tale documento è tenuto a redigere solo la nota

Ai fini dell'approvazione, la Consob verifica la completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto (art. 94 bis, 1° comma Tuf) e ne può esigere l'integrazione[13].

I fatti sopravvenuti e gli errori o imprecisioni del prospetto rilevati prima della chiusura dell'offerta, se idonei ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari, sono portati a conoscenza del pubblico mediante la pubblicazione di un supplemento del prospetto; in tal caso, coloro che hanno già aderito all'offerta possono revocare la loro accettazione entro due giorni lavorativi dalla pubblicazione, o nel maggior termine fissato nel supplemento di prospetto.

Il prospetto è dunque una fonte particolarmente di informazioni sull'offerta, e la legge riconosce all'investitore il diritto al risarcimento del danno subito per aver fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle stesse[14]. L'azione può essere proposta nei confronti dell'offerente, dell'emittente, dell'eventuale garante, nonché contro le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza. Risponde in solido anche l'intermediario responsabile del collocamento.

Costoro possono esonerarsi da responsabilità solo offrendo la non facile prova di aver adottato "ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non rappresentassero omissioni tali da alterarne il senso" (artt. 94, commi 8° e 9° come modificati dal D. lgs. 28-3-2007, n. 51).

L'azione risarcitoria deve essere esercitata entro due anni da quando l'investitore ha scoperto le falsità o le omissioni del prospetto. In mancanza di prova la parte dell'investitore, su quando ciò sia avvenuto, si applica il termine breve di prescrizione di cinque anni dalla pubblicazione del prospetto (art. 94, 11° comma)[15].

Anche la Consob è esposta a responsabilità per i danni, ma solo in caso di violazione con dolo o colpa grave dei propri doveri di controllo (art. 24, comma 6-bis, legge 28-12-2005 n. 262)[16].

---

informativa sugli strumenti finanziari e la nota di sintesi quando i titoli vengono offerti al pubblico, soggetti a separata approvazione (art. 6 reg. Consob 11971/1999).

Inoltre, in caso di offerte realizzate sulla base di un prospetto redatto in lingua straniera, solo la nota di sintesi deve essere tradotta in italiano (art. 10bis reg. Consob).

Regole speciali valgono però per l'offerta di quote di fondi comuni aperti e azioni di Sicav (artt. 98 ter – 98 quinquies Tuf), la quale può essere realizzata anche sulla base di un prospetto semplificato, integralmente redatto o tradotto in italiano (art. 98 ter, 4° comma).

[13] E' opinione prevalente che i poteri di controllo della Consob non si estendano, invece, alla legittimità dell'operazione proposta al pubblico (Rabitti Bedogni, Lener, Ferarrini, Costi, Salanitro).Ne consegue che la Consob non potrebbe vietare il compimento di operazioni di dubbia legittimità, benchè la prassi operativa della stessa sia orientata in quest'ultimo senso. Per i termini del relativo dibattito, Ferrarini, Sollecitazioni del risparmio, 155, ss.; Costi-Enriques, Il mercato mobiliare, 77

[14] La legge puntualizza tuttavia che la responsabilità non può essere invocata esclusivamente per le informazioni (necessariamente sommarie)della nota di sintesi, a meno che tale documento non risulti fuorviante, impreciso o incoerente se letto insieme alle altre parti del prospetto (art. 94, 10° comma Tuf)

[15] E' controversa la natura (contrattuale o extracontrattuale)della responsabilità. Sul punto, Ferrarini, La responsabilità da prospetto, Milano, 1985,58 ss.. Si tratat di una questione la cui rilevanza pratica può e deve essere ridimensionata dopo la riforma del 2007, dato che la legge disciplina ora espressamente l'onere della prova liberatoria (posto a carico del danneggiante) e termini di prescrizione.

[16] E' nel senso che si tratta di responsabilità extracontrattuale: Cass, 3 marzo 2001, n. 3132, in Foro it., 2001, I, 1139

Peraltro, i compiti di vigilanza della Consob sono estesi non solo al prospetto, ma più in generale all'attività pubblicitaria di qualsiasi tipo concernente l'offerta. Tale pubblicità deve essere effettuata secondo i criteri stabiliti dalla Consob al fine di assicurare la correttezza dell'informazione e la coerenza con il contenuto del prospetto (artt. 101 Tuf e 17/19 reg. Consob). La relativa documentazione deve essere trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione; la Consob ne controlla il contenuto e può sospendere in via cautelare o vietare la diffusione[17].

La Consob è poi investita di ampi poteri regolamentari al fine di assicurare il corretto svolgimento dell'offerta. Essa, infatti, definisce "le modalità di svolgimento dell'offerta anche al fine di assicurare la parità di trattamento dei destinatari" (art. 95, 1° comam, lett. d Tuf)[18]. Individua inoltre " le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'offerente, l'emittente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti" (art. 95, 2° comma).

L'emittente gli strumenti finanziari e gli altri soggetti sopra indicati, coinvolti nell'offerta, sono a loro volta assoggettati a specifici obblighi informativi nei confronti del pubblico e della Consob al fine di assicurare il corretto svolgimento dell'operazione (art. 97 Tuf)[19]. Gli emittenti sono inoltre tenuti a sottoporre al giudizio di una società di revisione il bilancio di esercizio e quello consolidato redatti nel periodo dell'offerta (art. 97, 3° comma).

Nel contempo la Consob è investita di ampi poteri informativi, anche nei confronti degli acquirenti o sottoscrittori dei prodotti finanziari, al fine di accertare eventuali violazioni delle norme di legge e regolamentari in tema di offerta (art. 97, 4° comma); ed in tal caso può sospendere in via cautelare o vietare del tutto l'operazione (art. 99).

L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è poi assoggettata ad una specifica disciplina integrativa quando presenta i caratteri dell'offerta fuori sede. E' destinata cioè ad essere svolta nei confronti di soggetti diversi dagli investitori professionali, in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del

---

[17]In caso di mancata ottemperanza a tali provvedimenti, la Consob può evitare l'esecuzione della stessa offerta. Parzialmente soppresso è, invece, il divieto di pubblicizzare l'offerta prima della pubblicazione del prospetto,come prevedeva originariamente la disciplina del Tuf; divieto attualmente vigente solo per le offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari (art. 101, 2° comma Tuf, modificato dal d. lgs. 51/2007). E' comunque consentito, con l'osservanza delle modalità stabilite dalla Consob, diffondere notizie, svolgere indagini di mercato, raccogliere intenzioni di acquisto o di sottoscrizione (art. 95, 1° comma, lett. c), in quanto utili per meglio determinare le condizioni dell'offerta ed in particolare il relativo prezzo.

[18]Al riguardo la normativa regolamentare prevede, fra l'altro, che:a) l'adesione all'offerta è effettuata mediante la sottoscrizione del modulo predisposto dall'offerente o con altre modalità equivalenti indicate nel prospetto;
b)l'offerta è revocabile solo nei casi previsti nel prospetto informativo;
c) i criteri di riparto da adottare, qualora le adesioni superino il quantitativo offerto, devono essere indicati nel prospetto informativo e devono assicurare la parità di trattamento fra gli aderenti all'offerta (art. 13 reg. Consob 11971/1999).

[19]In particolare, l'emittente, l'offerente, i loro revisori e componenti degli organi sociali, nonché gli intermediari incaricati del collocamento sono sottoposti agli stessi obblighi informativi nei confronti del pubblico previsti per le società quotate, dalla data di pubblicazione del prospetto fino ad un anno dalla conclusione dell'offerta.
E' invece la Consob a definire, con regolamento, gli obblighi informativi nei confronti del pubblico e della stessa Consob degli altri soggetti coinvolti nell'offerta (artt. 97, 2° comma Tuf e 16 reg. Consob 11971/1999).

collocamento (art. 30 Tuf).

L'offerta fuori sede di prodotti finanziari al pari di quella dei servizi di investimento è infatti riservata ad intermediari professionali (banche, sim, imprese di investimento) autorizzati allo svolgimento del servizio di collocamento di strumenti finanziari e a loro volta tenuti ad avvalersi dell'opera dei promotori finanziari. All'investitore è inoltre riconosciuto lo jus poenitendi.

## 1.2 Origini ed evoluzioni dello ius poenitendi di cui all'art. 30, comma 6 del TUF[20]

La disciplina dell'offerta fuori sede di prodotti finanziari e servizi di investimento di cui all'art. 30 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF) persegue l'obiettivo di predisporre una tutela specifica a favore dell'investitore che entri in contatto con l'intermediario al di fuori delle sedi o dei locali di quest'ultimo[21].

In particolare, accanto all'obbligo posto in capo agli intermediari di avvalersi dell'apporto di un professionista, iscritto ad un albo con propri doveri e una competenza specifica e qualificata (i.e. il promotore finanziario), la disciplina recata dal citato Testo Unico riconosce all'investitore il diritto di recedere (c.d. ius poenitendi), entro sette giorni dalla data di sottoscrizione, dai contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali o – a decorrere dal 1° settembre 2013 – di negoziazione per conto proprio conclusi fuori sede. La mancata indicazione dello ius poenitendi nei moduli o formulari comporta la nullità dei menzionati contratti, nullità che può essere fatta valere solo dal cliente (c.d. nullità relativa).

La ratio della disciplina succintamente decritta si rinviene nell'esigenza di assicurare all'investitore retail[22] di effettuare scelte di investimento consapevoli e ponderate allorquando le medesime non

---

[20]Articolo Avv. Marco Tofanelli

[21]Ai sensi dell'art. 30, comma 1 del TUF "*per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:*

*a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;*

*b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività*".

Per dipendenze dell'intermediario devono, poi, intendersi le sedi costituite da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperte al pubblico, dotate di autonomia tecnica e decisionale, che prestano in via continuativa servizi o attività di investimento. In relazione alla definizione di dipendenza di cui all'art. 2, lett. g) del Regolamento Intermediari della Consob adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 la Consob, con Comunicazione n. DI/98068214 del 21-8-1998, ha specificato che: *i)*gli elementi caratterizzanti la nozione di dipendenza devono essere considerati congiuntamente; *ii)*per stabile organizzazione di mezzi e di persone devono intendersi il capitale tecnologico ed umano, le strutture logistiche ed organizzative e quant'altro necessario per svolgere in modo continuativo il servizio di investimento che si intende erogare presso la dipendenza; *iii)* per autonomia tecnica e decisionale si intende la presenza di dotazioni tecnologiche, di figure professionali adeguate e di soggetti muniti delle responsabilità necessarie per consentire alla dipendenza di erogare il servizio di investimento in modo autonomo; *iv)* per apertura al pubblico si intende la possibilità per la clientela effettiva e potenziale di accedere ai locali della dipendenza per ottenere, a titolo esemplificativo, informazioni, impartire disposizioni; *v)* per prestazione in via continuativa dei servizi di investimento si intende l'idoneità della sede ad offrire alla clientela un'efficace ed efficiente fruizione del servizio di investimento, senza che necessariamente l'intero processo produttivo del servizio offerto sia svolto dalla medesima sede.

[22]Si rammenta che, ai sensi dell'art. 30, comma 2 del TUF) non costituisce offerta fuori sede quella effettuata

siano presumibilmente frutto della sua iniziativa, mitigando, quindi, le conseguenze del c.d. effetto sorpresa[23].

L'istituto è stato introdotto nel nostro ordinamento dall'art. 18-ter del decreto legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito con legge 7 giugno, 1974, n. 216[24]. Il secondo comma di tale disposizione prevedeva, più in particolare, che "l'efficacia dei contratti stipulati mediante vendite a domicilio [di valori mobiliari] è sospesa per la durata di cinque giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione. Entro detto termine l'acquirente ha la facoltà di comunicare al venditore ... il proprio recesso". Il diritto di recesso trovava applicazione con riguardo a tutti i contratti aventi ad oggetto valori mobiliari conclusi in seguito a sollecitazione del pubblico risparmio svolta fuori sede [25]. La mancata riproduzione della citata facoltà nei contratti avrebbe comportato la nullità dei medesimi a norma dell'ultimo comma del citato art. 18-ter.

Con l'art. 8, comma 1, lett. c), legge 2 gennaio 1991, n. 1 (c.d. legge Sim), tenuto conto delle differenti esigenze di tutela sottese alla prestazione delle possibili attività di intermediazione, un analogo diritto di ripensamento venne previsto anche per i contratti di gestione di patrimoni (indipendentemente dalla conclusione in sede o fuori sede dei medesimi)[26].

---

nei confronti di clienti professionali privati e pubblici (di cui rispettivamente all'allegato 3 al Regolamento Intermediari della Consob - che riproduce l'allegato II alla MiFID - e al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 novembre 2011, n. 236), i quali si reputano dotati di una specifica competenza e preparazione in materia di investimenti in prodotti finanziari e possono non aver bisogno pertanto dell'assistenza del promotore finanziario.

[23]La disciplina dello *ius ponenitendi* non si applica alle "*offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea*".

[24]La menzionata disposizione è stata inserita nel decreto legge citato dall'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77. Si rammenta che, ai sensi dell'art. 30, comma 2 del TUF) non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di clienti professionali privati e pubblici (di cui rispettivamente all'allegato 3 al Regolamento Intermediari della Consob - che riproduce l'allegato II alla MiFID - e al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 novembre 2011, n. 236), i quali si reputano dotati di una specifica competenza e preparazione in materia di investimenti in prodotti finanziari e possono non aver bisogno pertanto dell'assistenza del promotore finanziario. La disciplina dello ius ponenitendi non si applica alle "offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea". La menzionata disposizione è stata inserita nel decreto legge citato dall'art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77. Si rammenta che, ai sensi dell'art. 30, comma 2 del TUF) non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di clienti professionali privati e pubblici (di cui rispettivamente all'allegato 3 al Regolamento Intermediari della Consob - che riproduce l'allegato II alla MiFID - e al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 novembre 2011, n. 236), i quali si reputano dotati di una specifica competenza e preparazione in materia di investimenti in prodotti finanziari e possono non aver bisogno pertanto dell'assistenza del promotore finanziario. La disciplina dello ius ponenitendi non si applica alle "offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni *con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea*".

[25]Per sollecitazione del pubblico risparmio doveva intendersi "ogni pubblico annuncio di emissione; ogni acquisto o vendita mediante offerta al pubblico, ogni offerta di pubblica sottoscrizione; ogni pubblica offerta di scambio di valori mobiliari; ogni forma di collocamento porta a porta, a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere, nonché ogni annuncio pubblicitario tendente ad offrire informazioni o consigli al pubblico degli investitori, concernenti valori mobiliari non ancora emessi o per i quali l'emittente o l'offerente non abbia già predisposto il prospetto informativo, fatta eccezione per quelli quotati presso le borse valori".

[26]Fu chiaro, a quel punto, che il diritto di ripensamento non doveva applicarsi a tutti i contratti di investimento e che non sarebbero state giustificate ulteriori estensioni rispetto alle due fattispecie menzionate ed

Successivamente, il decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim) abroga la menzionata disposizione della legge Sim, lasciando tuttavia in vigore l'art. 18-ter del d.l. n. 95/1974, con conseguente circoscrizione del diritto di ripensamento del risparmiatore ai soli contratti aventi ad oggetto valori mobiliari che fossero stipulati mediante vendite a domicilio, ivi compreso quello di gestione di patrimoni, il cui ambito di applicazione viene, quindi, circoscritto all'operatività fuori sede.

Con l'adozione nel 1998 del citato Testo unico – abrogate le precedenti disposizioni sopra menzionate - la materia ha trovato sistematica collocazione nell'art. 30 del TUF il quale ha espressamente limitato l'ambito di applicazione dello ius poenitendi ai contratti di collocamento di strumenti finanziari e di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede ovvero (nella versione originaria della norma) collocati a distanza.

Più recenti interventi legislativi hanno, poi, esteso la disciplina dell'offerta fuori sede ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e ai prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione[27] e hanno eliminato l'estensione della disciplina di cui all'art. 30, comma 6, del d.lgs. n. 58/1998 alle proposte contrattuali effettuate a distanza[28].

Da ultimo, l'art. 54-quater del decreto legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito con legge 9 agosto 2013, n. 98 (c.d. decreto del fare) ha integrato la disposizione in commento, da un lato, chiarendo che il diritto di ripensamento ivi previsto si applica ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c-bis) e d) del TUF e, dall'altro lato, estendendone l'applicazione, per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013, ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettera a) del TUF (i.e. negoziazione per conto proprio).

La citata norma del decreto del fare segue, invero, di pochi mesi una dirompente pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione le quali hanno ritenuto applicabile la disciplina dello ius poenitendi oltre che ai contratti di collocamento e di gestione di portafogli (espressamente richiamati dall'art. 30, comma 6 del TUF) anche alle ipotesi in cui la "vendita fuori sede di strumenti finanziari … abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio d'investimento diverso, ove ricorra la stessa esigenza di tutela" (S.U. sentenza n. 13905 del 3 giugno 2013).

Tanto premesso, pare opportuno dar conto degli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali che hanno spinto le Sezioni Unite della Suprema Corte, prima, e il legislatore, poi, ad intervenire sul tema della portata applicativa dell'art. 30, comma 6 del TUF.

---

espressamente previste dalla legge (cfr. Carbonetti F., "*I contratti di intermediazione mobiliare*", Milano, 1992, p. 136).

[27]Il riferimento è, in particolare alla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. "legge sul risparmio") nonché al decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303.

[28]In tal senso il decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, con cui il legislatore italiano ha recepito la direttiva 2004/39/CE (c.d. "MiFID").

## 1.3 L'ambito di applicazione dell'art. 30, comma 6 del TUF nella dottrina e nella giurisprudenza. L'orientamento delle Sezioni Unite della Suprema Corte.

Muovendo dal tenore letterale dell'art. 30, comma 6 del TUF, la dottrina pressoché unanime[29] e la giurisprudenza maggioritaria[30] hanno, nell'ultimo decennio, circoscritto l'operatività del diritto di ripensamento alle sole ipotesi di conclusione fuori sede dei contratti di gestione individuale di portafogli nonché di collocamento di strumenti finanziari (e degli altri prodotti finanziari contemplati dall'ultimo comma dell'art. 30 del TUF)[31]. La norma, infatti, fa riferimento a due specifici servizi d'investimento: il collocamento, attività rivolta ad un pubblico indifferenziato o comunque individuato per categorie di soggetti potenziali investitori diretta a far acquisire nuovi titoli (offerti in sottoscrizione) o già emessi (offerti in acquisto) per conto di un emittente od un potenziale venditore[32]; e la gestione su base individuale di un portafogli d'investimento, consistente nell'investimento in strumenti finanziari delle somme affidate dal cliente all'intermediario.

La ratio di tale orientamento "restrittivo" è stata rinvenuta nella circostanza che solo i due servizi di investimento citati possano procurare rischi attuali all'investitore, il quale con la sottoscrizione dei relativi contratti effettua immediatamente gli investimenti in strumenti finanziari, vuoi direttamente (sottoscrivendo o acquistando gli strumenti finanziari offerti dall'intermediario collocatore), vuoi indirettamente (attraverso le operazioni disposte discrezionalmente e in autonomia dall'intermediario

---

[29]Cfr. BRECCIA, La contrattazione su valori mobiliari e il controllo della contrattazione sorprendente, in Bessone e Busnelli (a cura di), La vendita porta a porta di valori mobiliari, Milano, 1992, p. 17 ss.; CARBONETTI, Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari, in Banca, borsa, tit. cred., 2001, I, p. 779; Chieppa Maggi A., sub art. 30, in "Testo unico della Finanza" Commentario diretto da Gian Franco Campobasso, Torino, 2002, pag. 271; ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2008, p. 171; SANTOSUOSSO, Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'"effetto sorpresa", in Banca, borsa, tit. cred., 2008, II, p. 773; ACCETTELLA, Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede, ivi, 2012, II, p. 343 ss.; DURANTE, Offerta fuori sede e jus poenitendi: la nozione di collocamento va intesa in senso tecnico, in Giur. mer., 2010, p. 1311 s.; PARRELLA, in Il testo unico della finanza, sub art. 30, a cura di Fratini e Gasparri, Utet, 2012, p. 496, nonché, all'indomani della sentenza della Corte di Cassazione a Sezioni Unite, CIVALE, Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini, in www.dirittobancario.it, giugno 2013.

[30]Cfr. Cass., 14 febbraio 2012, n. 2065; Cass., 22 marzo 2012, n. 4564 con le quali la Suprema Corte ha recisamente chiarito che lo *jus poenitendi* si applica soltanto ai contratti di collocamento *stricto sensu* e di gestione di portafogli; quanto alla giurisprudenza di merito v., *ex multis*, App. Torino, 27 dicembre 2011, n. 1846; App. Milano, 24 marzo 2010, n. 1909; App. Brescia, 20 giugno 2007.

[31]In particolare, nella sentenza n. 2065 del 14 febbraio 2012 si legge *"tale diritto è stato infatti stabilito per i contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede…, nonché limitatamente a quella parte dei servizi di investimento che riguarda la gestione di portafogli individuali e quindi, conclusivamente, in termini più contenuti e circoscritti rispetto alla fattispecie dell'offerta fuori sede delineata nel primo comma dell'art. 30".*

Ancor più chiara, se possibile, è la sentenza n. 4564 del 22 marzo 2012, la quale ha ulteriormente ribadito: "*una volta chiarito che i servizi d'investimento di cui all'art. 1 comma 5, TUF dianzi elencati costituiscono delle singole species rientranti in un unico genus che usufruiscono di una disciplina tra loro comune ma anche a volte diversificata in relazione al particolare tipo di servizio d'investimento, deve, in applicazione del criterio di interpretazione letterale, ritenersi che laddove l'art. 30, comma 6, TUF si riferisce esclusivamente ai contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali intenda dettare una disciplina peculiare limitata a siffatte tipologie di contratti con esclusione degli altri elencati all'art. 1, comma 5 TUF*".

[32]Il servizio di collocamento, infatti, "*tipicamente si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo determinate*" (così la Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997).

gestore). Al contrario, la conclusione dei contratti di raccolta e/o esecuzione di ordini non vincola di per sé l'investitore, essendo il compimento delle operazioni rimesso a sue successive ed autonome manifestazioni di volontà[33].

Tale interpretazione "restrittiva" è stata, peraltro, avallata dall'Autorità di vigilanza la quale ha affermato che "la non applicabilità del diritto di ripensamento ai contratti di raccolta e di esecuzione di ordini e alle operazioni compiute in esecuzione degli stessi discende … oltre che dal tenore letterale del comma 6 dell'art. 30 del T.U.F., dalla stessa ratio della disposizione, volta ad assicurare all'investitore il tempo necessario per meditare decisioni contrattuali che, per le relative peculiarità, necessitano di un adeguato spatium deliberandi»[34]. In quella medesima occasione la Consob ha poi chiarito che la garanzia sottesa al diritto di ripensamento mira a contenere l'effetto sorpresa «nella conclusione di un contratto di gestione di portafogli individuali – caratterizzato dall'attribuzione all'intermediario di margini di autonomia decisionale tali da consentirgli valutazioni discrezionali nell'individuazione delle operazioni da eseguire per conto dei clienti – e di un collocamento di strumenti finanziari – che presuppone un preventivo accordo tra intermediario collocatore ed emittente (od offerente) finalizzato all'offerta di strumenti finanziari»[35][36].

Gli intermediari hanno, dunque, sempre operato nella convinzione - confermata dalla norma di interpretazione autentica recata dal decreto del fare - che la disciplina dello jus poenitendi fosse limitata ai contratti di collocamento stricto sensu (art. 1, comma 5 lett. c) e c-bis) del TUF) e di gestione di portafogli (art. 1, comma 5 lett. d) del TUF), inserendo la relativa previsione del diritto di recesso nei relativi moduli e formulari, senza mai poter seriamente dubitare del fatto che essa potesse essere estesa anche ad altri servizi di investimento sol perché conclusi fuori sede.

---

[33]L'investitore sceglie anche il mezzo per comunicare le proprie decisioni di investimento all'intermediario (il promotore finanziario piuttosto che una tecnica di comunicazione a distanza). In tale contesto, lo *ius poenitendi* potrebbe determinare, invero, condotte abusive ed opportunistiche del risparmiatore in quanto un eventuale mutamento delle condizioni di mercato durante il periodo di sospensione degli effetti del contratto potrebbe spingere il risparmiatore ad esercitare il recesso al solo fine di evitare pregiudizi di natura patrimoniale.
Dalla circostanza, poi, che la Consob richieda la registrazione degli ordini telefonici si è dedotto che l'Autorità implicitamente abbia ritenuto non applicabile l'istituto del ripensamento agli ordini provenienti dagli investitori.

[34]Così la Comunicazione Consob n. DIN/12030993 del 19 aprile 2012 in risposta ad un quesito dell'Assoreti. Nel medesimo senso sembra richiamabile anche l'orientamento espresso in passato dalla stessa Autorità di vigilanza circa la non applicabilità del diritto di ripensamento in commento alle operazioni di passaggio tra fondi, di sottoscrizione successive alla prima e di rimborso che accedano ad un medesimo prospetto informativo (comunicazione n. DIS/RM/97001614/1997; v. anche le comunicazioni n. DI/99065403/1999 e n. DIS/99051449/1999). Invero, anche la Banca d'Italia si è occupata del diritto di ripensamento esclusivamente nell'ambito del servizio di collocamento di strumenti finanziari e, al riguardo, ha confermato che esso non trova applicazione nelle operazioni di conversione tra fondi comuni o comparti di Sicav, al ricorrere di determinate condizioni (cfr. nota della Banca d'Italia n. 37287 del 10.2.1997).

[35]E anche le disposizioni successive impartite dall'investitore in attuazione di facoltà già previste nell'accordo-quadro non integra la *ratio* sottesa al diritto di ripensamento, «*considerato che non sembra ricorrere in dette ipotesi una situazione in cui l'investitore sia esposto al rischio di assumere decisioni con effetto immediato e poco meditate in esito ad una "offerta" dell'intermediario*» (così la comunicazione Consob n. DIN/12030993, cit..).

[36]Alla luce di quanto esposto non v'è da stupirsi che la prassi applicativa degli operatori del settore è stata assolutamente costante ed uniforme nel senso sopra indicato. Dalla ricostruzione del quadro normativo, nonché dal combinato disposto delle definizioni presenti nel TUF e, più di ogni altra cosa, dagli orientamenti della Vigilanza, emerge(va) chiaramente la tassatività della previsione di cui all'art. 30, comma 6, del TUF.

Ciononostante, si è fatta strada negli scorsi anni un'interpretazione "estensiva" della portata applicativa dell'art. 30, comma 6 del TUF[37], la quale, muovendo da un'interpretazione lata del contratto di collocamento menzionato nella norma (sulla scia, invero, di un proliferare di controversie alimentate da un generico e sia pure comprensibile sentimento riferentesi al cd. "risparmio tradito", più che da argomentate motivazioni di ordine privatistico), è arrivata ad affermare che la facoltà di ripensamento si applicasse a qualsiasi vendita di strumenti finanziari effettuata fuori sede (e quindi anche in esecuzione del servizio di negoziazione) in virtù della necessità di fornire una tutela piena dell'investitore non professionale, il quale - al pari del consumatore rispetto alla prestazione di altre tipologie di beni e servizi - non deve essere colto di sorpresa quando è sollecitato ad eseguire un investimento fuori della sede legale dell'intermediario (o dell'emittente)[38].

Ed è proprio a tale secondo filone interpretativo, assolutamente minoritario, che attingono le Sezioni Unite della Suprema Corte allorquando, con la citata sentenza n. 13905 del 3 giugno 2013, hanno espresso il seguente principio di diritto: "il diritto di recesso accordato all'investitore dal sesto comma dell'art. 30 del d.lgs. n. 58 del 1998 e la previsione di nullità dei contratti in cui quel diritto non sia contemplato, contenuta nel successivo settimo comma, trovano applicazione non soltanto nel caso in cui la vendita fuori sede di strumenti finanziari da parte dell'intermediario sia intervenuta nell'ambito di un servizio di collocamento prestato dall'intermediario medesimo in favore dell'emittente o dell'offerente di tali strumenti, ma anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio d'investimento diverso, ove ricorra la stessa esigenza di tutela"[39].

L'interrogativo posto alle SS.UU. concerneva, giustappunto, il significato da attribuire all'espressione "contratti di collocamento", cui l'art. 30, comma 6 del TUF fa riferimento nel prescrivere l'inserimento, a pena di nullità, della clausola di recesso in favore del cliente; si è chiesto, in particolare, se dovesse intendersi come circoscritta ai contratti strettamente connessi e conseguenti alla prestazione del "servizio di collocamento", di cui all'art. 1, comma 5, lett. c) e c-bis), del TUF, ovvero se dovesse considerarsi comprensiva di qualsiasi operazione in virtù della quale l'intermediario offra in vendita a clienti non professionali strumenti finanziari al di fuori della propria sede, anche nell'espletamento di servizi d'investimento diversi (quali ad esempio quelli di

---

[37]Cfr. La Rocca, *L'art. 30 TUF innanzi alle Sezioni Unite* (nota a Cass. 21 giugno 2012, n. 10376), in *Foro it*., 2012, I, p. 3050, e in www.ilcaso.it. Quanto alla giurisprudenza di merito v. Trib. Milano, 17 aprile 2007; Trib. Bologna, 17 aprile 2007; Trib. Benevento, 26 ottobre 2005.

[38]Conseguentemente, la tipologia del servizio d'investimento in concreto prestato non avrebbe assunto decisivo rilievo in ordine all'applicabilità o meno dello lo *jus poenitendi,* fungendo tale istituto da mero strumento per superare il doppio grado di asimmetria informativa derivante dall'essere il risparmiatore raggiunto dall'intermediario ed esser sollecitato all'acquisto di servizi, sulla base di descrizioni ed informazioni di difficile decodificazione.

[39]La decisione delle Sezioni Unite ha fatto così riemergere dal pulpito più elevato la tendenza giurisprudenziale, che sembrava essere recessiva, ad operare forme di compensazione sociale, "*retaggio di una cultura che disattende le regole del mercato e disconosce l'assunzione di rischi da parte dell'investitore che invece consapevolmente e volontariamente [proceda] all'acquisto di strumenti finanziari*" (così PELLEGRINI, sia pure senza riferimenti al caso di specie, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario*, a cura di Capriglione, 2010, p. 840.

negoziazione o di esecuzione di ordini)[40].

Sostenendo tale seconda posizione, il ragionamento condotto dalle Sezioni Unite prende avvio dall'esame del primo comma dell'art. 30 del TUF, ove si utilizza il sostantivo "collocamento" in un'accezione non perfettamente coincidente con quella suggerita dalla nozione di "servizio di collocamento" cui sopra si è fatto cenno, che sarebbe concepibile solo se avente ad oggetto dei prodotti finanziari da altri emessi o offerti in vendita, non se invece ad esser "collocati" siano a loro volta altri servizi d'investimento di vario genere (cfr. l'art. 30, comma 1, lett. b TUF). In questo ultimo caso il termine "collocamento" starebbe quindi ad indicare ogni forma di sollecitazione che l'intermediario rivolga a propri clienti affinché questi si avvalgano del servizio d'investimento loro proposto, senza che tra l'offerente ed il collocatore del servizio vi sia un pregresso rapporto riconducibile alla figura giuridica del "servizio di collocamento" di cui all'art. 1, comma 5, lett. c) e c-bis). Tale circostanza ha insinuato nel giudice di legittimità il dubbio che "nell'intero art. 30 l'espressione "collocamento" sia stata adoperata dal legislatore con un significato più ampio e generico, quasi come sinonimo di qualsiasi operazione volta ad immettere sul mercato prodotti finanziari o servizi d'investimento". In altri termini, l'espressione "contratti di collocamento" utilizzata nei commi sesto e settimo del medesimo articolo 30 (in tema di recesso e di eventuale nullità), piuttosto che considerarsi circoscritta ai soli contratti stipulati fuori sede a mezzo di promotori da intermediari impegnati nella prestazione del servizio di collocamento strettamente inteso (oltre che in quello di gestione di portafogli), "come già s'è visto a proposito della definizione dell'offerta fuori sede contenuta nel primo comma, .. sia da intendere in un'accezione più ampia ed in qualche misura atecnica, cioè come sinonimo di qualsiasi operazione implicante la vendita all'investitore di strumenti finanziari, anche nell'espletamento di servizi d'investimento diversi (negoziazione, esecuzione, ricezione o trasmissione di ordini), se effettuata dall'intermediario al di fuori della propria sede" [41].

---

[40]Cfr. l'ordinanza di rimessione della Prima Sezione civile della Corte di Cassazione n. 10376 del 21 giugno 2012.

[41]Invero, tuttavia, non appare convincente la stessa comparazione tra il primo e il sesto comma dell'art. 30 del TUF. La differenza terminologica che si registra sembra più riflettere l'evoluzione normativa della disciplina dell'offerta fuori sede e del diritto di ripensamento che, come sopra visto, hanno avuto una disciplina distinta e solo in parte coincidente (la Corte non ha invece ritenuto decisivo il dato storico, idoneo in sé considerato a far propendere per un'interpretazione restrittiva). In particolare, l'espressione collocamento utilizzata nel primo comma è chiaramente volta a definire il fenomeno dell'attività di offerta fuori sede; nel sesto comma, invece, utilizzando l'espressione "*contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli*", il legislatore ha inteso disciplinare il fenomeno giuridico della sospensione dei citati contratti per la durata di sette giorni dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore utilizzando espressioni puntuali le quali non possono che essere intese secondo il significato proprio e coerentemente con le definizioni di cui all'art. 1, comma 5, del TUF. Ancora, nel primo comma l'espressione collocamento è accostata anche ai servizi di investimento, mentre nel successivo sesto comma è accostata in modo specifico ed esclusivo agli strumenti finanziari; nel primo comma l'espressione "collocamento" è utilizzata in modo autonomo (ancorché in connessione all' espressione "promozione" essendo entrambe destinate a definire una attività di offerta), mentre nel sesto comma l'espressione collocamento è utilizzata unitamente al termine contratto, proprio perché diretta a disciplinare un fenomeno di sospensione dell'efficacia giuridica. Più che di ambiguità terminologica ci troviamo di fronte a significati ed espressioni distinte. In tal senso v. CIVALE, *Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini.*

La suesposta questione semantica, sulla quale pare poggiare la soluzione dell'intera controversia, non viene tuttavia risolta dalla Corte, impossibilitata a rintracciare nel dato letterale una risposta all'interrogativo e legittimata, così, a travalicare "il significato proprio delle parole" quale criterio ermeneutico principe della legge, fondando invece l'interpretazione della norma di legge sulla ratio legis.

In particolare, ed è questa la conclusione cui giunge la Corte, la circostanza che l'operazione d'investimento si sia perfezionata al di fuori dalle sede dell'intermediario renderebbe (di per sé) necessaria una speciale tutela per l'investitore al dettaglio, "perché ciò significa che, di regola, l'iniziativa non proviene da lui. È logico cioè presumere che, in simili casi, l'investimento non sia conseguenza di una premeditata decisione dello stesso investitore, il quale a tale scopo si sia recato presso la sede dell'intermediario, ma costituisca invece il frutto di una sollecitazione, proveniente da promotori della cui opera l'intermediario si avvale; sollecitazione che, perciò stesso, potrebbe aver colto l'investitore impreparato ed averlo indotto ad una scelta negoziale non sufficientemente meditata. Il differimento dell'efficacia del contratto, con la possibilità di recedere nel frattempo senza oneri per il cliente, vale appunto a ripristinare, a posteriori, quella mancanza di adeguata riflessione preventiva che la descritta situazione potrebbe aver causato … È arduo negare che la medesima esigenza si ponga non soltanto per le operazioni compiute nell'ambito della prestazione di un servizio di collocamento in senso proprio, nell'accezione già prima richiamata, ma anche per qualsiasi altra ipotesi in cui l'intermediario venda fuori sede strumenti finanziari ad investitori al dettaglio, sia pure nell'espletamento di un servizio d'investimento diverso".

Di tutta evidenza, tale ricostruzione, nell'estendere l'ambito di applicazione dello ius poenitendi fino a ricomprendervi potenzialmente tutti i servizi di investimento, mostra di trascurare le differenze, pur sussistenti, tra i suddetti servizi. La componente sollecitatoria o propositiva è, infatti, caratteristica costante, fisiologica e necessaria del servizio di collocamento[42] ma non anche dei servizi lato sensu esecutivi, i quali per definizione presuppongono che l'iniziativa (i.e. l'ordine) provenga dal cliente. In tale ultima ipotesi l'investitore non potrà ritenersi "sorpreso" nel senso sopra descritto[43].

Ciò posto, se il ragionamento della Corte muove dalla circostanza che l'attività propositiva sia presupposto fattuale (necessario e, parrebbe, sufficiente) dell'applicazione del diritto di ripensamento, risulta evidente che nei servizi esecutivi tale presupposto non può darsi per assunto (o presunto), non

---

[42]Dall'incarico ricevuto dall'emittente sorge l'obbligo per l'intermediario collocatore di sollecitare il pubblico alla sottoscrizione o acquisto di uno specifico strumento finanziario (cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 cit.).

[43]In proposito, vale la pena rammentare che il recepimento nel nostro ordinamento della MiFID ha comportato la riformulazione delle regole di *best execution* (che impongono cioè agli intermediari, nell'esecuzione degli ordini dei clienti, di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente). Tra queste regole, particolare enfasi è data alla rapidità con cui si eseguono le operazioni richieste dal cliente (cfr. l'art. 45 del Regolamento Intermediari della adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007).
L'estensione della disciplina del diritto di ripensamento ai servizi diversi dal collocamento *stricto sensu* e dalla gestione di portafogli, con conseguente sospensione di efficacia dell'operazione per sette giorni dalla data dell'ordine, si porrebbe quindi anche in contraddizione con la norma appena enunciata.

rinvenendosi eadem ratio tra i servizi di collocamento e di gestione di portafogli, da un lato, e gli altri servizi di investimento. Peraltro le SS.UU, nel dichiarato obiettivo di tutelare i risparmiatori, hanno affermato un principio di diritto in grado di porsi in contrasto con le medesime esigenze di tutela della clientela. In particolare, se il diritto di ripensamento si applicasse anche ai servizi lato sensu esecutivi l'ordine conferito fuori sede dal cliente non solo non potrebbe essere eseguito immediatamente, ma la volontà di investimento del cliente stesso, seppur sospesa quanto ad efficacia, sarebbe comunque espressa senza conoscere il prezzo in base al quale l'operazione di investimento verrebbe eseguita[44].

## 1.4 L'art. 56-quater del decreto del fare e la sua natura di norma di interpretazione autentica.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, nel collegare la sussistenza del diritto di ripensamento all'esistenza (e, conseguentemente, alla prova) di un'attività svolta fuori sede dall'intermediario per il tramite di promotori finanziari, indipendentemente dal servizio di investimento prestato, avrebbero potuto mettere a rischio la stabilità di buona parte del sistema bancario e finanziario italiano. In particolare, la pronuncia in questione era chiaramente idonea a porre in discussione la validità di tutti i contratti di investimento – altri rispetto a quelli di collocamento e di gestione di portafogli – stipulati fuori sede, posto che gli intermediari, come già evidenziato sopra, hanno sempre operato in conformità a quella che era l'interpretazione sicuramente dominante dell'art. 30, comma 6 fornita da dottrina, giurisprudenza e dalla medesima Autorità di vigilanza, limitando l'inserimento della clausola in un'ottica "restrittiva"[45] .

Nell'intento di ovviare alle suesposte incertezze interpretative e operative, è intervenuto l'art. 56-quater del decreto del fare che, come accennato, ha modificato l'art. 30, comma 6 del TUF inserendo, da un lato, una norma di interpretazione autentica, volta a risolvere definitivamente la questione interpretativa connessa all'ambito di applicazione dello ius poenitendi nell'offerta fuori sede e,

---

[44]"E' davvero difficilmente conciliabile con la dichiarata finalità di promuovere la tutela dell'investitore imporre a quest'ultimo di conferire un ordine di investimento senza l'esatta cognizione del prezzo dello strumento finanziario. In realtà, il meccanismo stesso della necessaria sospensiva dell'efficacia della disposizione del cliente pare da ricondurre e risultare giustificabile solo in relazione al caso di condizioni di offerta e di prezzo standardizzate (come avviene di norma nell'ambito del servizio di collocamento), ma oggettivamente inconciliabile con la negoziazione dei titoli in fase di mercato secondario in cui il prezzo è caratterizzato come noto da rapide e continue fluttuazioni. Non è un caso, del resto, che anche le fattispecie di esclusione del diritto di ripensamento indicate nell'art. 30, comma 8, del T.U.F. sono riferiti a casi di fluttuazione dei prezzi, quali le offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, quando le azioni o gli strumenti finanziari sono negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea. Risulta quindi evidente che l'affermata estensione del diritto di recesso (e quindi della necessaria sospensiva di efficacia degli ordini) ai servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti e ricezione e trasmissione di ordini comporta possibili conseguenze pregiudizievoli per gli stessi investitori che si intendeva tutelare" (così CIVALE, Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini,).

[45] Si consideri, infatti, che ogni singolo risparmiatore avrebbe potuto (sarebbe stato indotto a) cogliere l'opportunità di agire in giudizio, a distanza di anni, per veder dichiarare la nullità di contratti stipulati in perfetta buona fede e nel rispetto della normativa *pro tempore* vigente.

dall'altro lato, prevedendo che la medesima disciplina debba, per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013 applicarsi al servizio di negoziazione per conto proprio.

Quanto al primo profilo, sono eliminati con effetto retroattivo i dubbi circa i servizi di investimento cui doveva (e dovrà) applicarsi il diritto di ripensamento: detti servizi sono ora puntualmente individuati attraverso il richiamo alle lettere c), c-bis) e d) dell'art. 1, comma 5, TUF. Tale richiamo esprime in maniera inequivocabile la volontà del legislatore di rendere applicabile la disciplina in commento al solo collocamento in senso stretto (oltre che alla gestione di portafogli).

La natura interpretativa e la connessa efficacia retroattiva dell'art. 56-quater del decreto del fare trovano conferma nella collocazione temporale della stessa immediatamente dopo la sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con l'evidente intento di contrastarne la portata per il passato; nella contestuale previsione nella medesima norma di una disciplina di stampo diverso per l'avvenire ; nella relazione illustrativa, ove si individua a chiare lettere la portata innovativa della norma nella estensione della disciplina dello ius poenitendi al servizio di negoziazione per conto proprio (nel presupposto, dunque, che la stessa prima non si applicasse a tale servizio).

Per effetto della novella in esame viene (dovrebbe venire) del tutto meno ed è (dovrebbe essere) ormai scongiurato il rischio – in passato invece latente – che la giurisprudenza consideri affetti da nullità di atti di compravendita conclusi fuori sede senza la clausola sul diritto di ripensamento in esecuzione dei contratti di ricezione e trasmissione di ordini e di esecuzione degli ordini, essendo ormai chiara la volontà del legislatore di limitare l'applicazione della disciplina dello ius poenitendi ai servizi di gestione di portafogli, di collocamento in senso stretto e, dall'1 settembre 2013, di negoziazione per conto proprio: in claris non fit interpretatio [46].

Quanto alla estensione dello ius poenitendi ai contratti di negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari conclusi fuori sede, si rammenta che detto servizio di investimento si caratterizza per il fatto che l'intermediario, nell'acquistare o vendere strumenti finanziari in relazione a ordini dei clienti, impegna posizioni proprie e si pone in contropartita diretta con i clienti medesimi [47], con la conseguenza che gli effetti o i risultati dell'operazione incidono esclusivamente sul suo patrimonio. Più in particolare, l'intermediario, nella prestazione del servizio in commento, agisce in qualità di dealer, lucrando sugli spread applicati (i.e. differenza tra il prezzo a cui è disposto a vendere e il

[46]Salve isolate e non controllabili derive giurisprudenziali, e fermi restando gli effetti definitivamente prodotti dalle sentenze già passate in giudicato, non sembra infatti ormai più ammissibile quella dilatazione in via interpretativa del significato del termine "collocamento" che nella vecchia dizione della norma aveva invece consentito alle Sezioni Unite della Cassazione di ricomprendervi anche le operazioni compiute nella prestazione di servizi di investimento diversi dal collocamento.

[47]La negoziazione per conto proprio è definita dall'art. 1, comma 5-bis del TUF come "*l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta e in relazione ad ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker*", a sua volta definito come quel soggetto che "*si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti*"; come colui cioè che, nello svolgimento dell'attività di negoziazione per conto proprio, si obbliga a rispettare determinati livelli minimi di attività, impegnandosi a trasmettere sul mercato un dato quantitativo di proposte di negoziazione entro un dato lasso di tempo.

prezzo a cui è disposto a comprare), atti a remunerare sia i costi diretti relativi alle transazioni sia il rischio di mercato insito nelle posizioni assunte[48]. Diversamente da quanto accade nella prestazione dei servizi di esecuzione di ordini o di ricezione e trasmissione di ordini[49], il "prezzo" di negoziazione può essere, quindi, stabilito ex ante.

Tale notazione consente di comprendere la ratio della novella. In particolare, la scelta legislativa appare coerente con la circostanza che la sospensione dell'efficacia dei contratti di investimento risulta strettamente connessa ai casi in cui le condizioni di offerta e di prezzo abbiano carattere standardizzato (come avviene di norma nell'ambito del servizio di collocamento), ovvero siano determinabili ex ante in quanto sia possibile escludere una fluttuazione dei prezzi nel periodo di sospensione (i.e. sette giorni dalla sottoscrizione del contratto), come abbiamo visto poter accadere nell'ambito del servizio di negoziazione per conto proprio.

## 1.5 Mercati regolamentati

Volendo evidenziare l'evoluzione storica del sistema borse in Italia[50], è possibile suddividere il lasso temporale che va dall'unità d'Italia sino al Testo Unico della Finanza (TUF), in tre distinti periodi storici:

- un primo periodo che va dall'unità d'Italia sino alla Legge 95/74, che è il decreto legge che ha istituto la Consob (D.L. 95/74 convertito con legge 216/74);
- un secondo periodo che va dall'istituzione della Consob fino alla legge 1/91 (c.d. legge sulle SIM);
- un terzo periodo che va dalla legge sulle SIM sino all'emanazione del TUF;
- un quarto periodo che va dal TUF sino alle ultime e recentissime innovazioni portate tanto in materia di intermediari, quanto in materia di mercato, dalla cosiddetta direttiva MIFID 2 (n. 65/2014), che ha sostituito la direttiva MIFID 1 (n. 39/2004), e che, pur essendo stata approvata in sede di Unione Europea, ancora deve essere implementata nel nostro ordinamento in quanto la sua piena entrata in vigore è prevista entro 18 mesi.

Più specificatamente il sistema delle borse valori italiano, è stato disciplinato nel modo seguente:

- la Legge n. 272/1913 vennero definite le modalità per l'istituzione delle borse di commercio, per l'ammissione alla quotazione e per l'accertamento dei prezzi, nonché i compiti degli organi locali di Borsa (Camera di commercio, Deputazione di borsa, Sindacato dei mediatori). Venne riconosciuto, al Ministro delle finanze, il potere di vigilare sulle borse di commercio, mediante l'ordine di ispezioni

[48]Cfr. la comunicazione Consob n. DI/99014081 del 1° marzo 1999.

[49]In particolare, quando l'intermediario si rivolge al mercato in qualità di *broker* non sostiene - come avviene nella negoziazione per conto proprio - il rischio di mercato e commisura la remunerazione per il servizio prestato (negoziazione per conto terzi) in ragione di una percentuale commissionale da applicarsi sul prezzo pagato o corrisposto per il titolo oggetto della negoziazione (cfr. la comunicazione Consob n. DI/99014081 cit.).

[50]Mercati finanziari, Capriglione

e di emanazione di provvedimenti; furono disciplinati i mediatori, la cui attività era considerata privata. Unitamente a prevalenti connotati pubblicistici (modalità d'istituzione, sedi dei locali di borsa, riserva d'uso della denominazione borsa di commercio, sorveglianza), coesistevano rilevanti elementi privatistici, relativi alla figura degli operatori e agli aspetti più propriamente tecnici delle negoziazioni, disciplinate dagli usi di borsa (es. art. 1374 del codice civile.). Con successivi provvedimenti fu completato il pieno riconoscimento dell'interesse pubblico per la negoziazioni svolte nelle borse valori.

- il R.D.L. n. 222/1925 convertito nella Legge n. 597/1926, che attribuì ai mediatori (da allora denominata agenzia di cambio") la qualifica di pubblici ufficiali.
- la Legge n. 216/1974 venne avviata una riforma con l'intento di promuovere una rinnovata fiducia dei risparmiatori nell'investimento azionario, assicurando un'adeguata informazione di mercato e un'efficace vigilanza sulle società quotate. Venne istituita la Consob (D.P.R. n. 138/1975), quale autorità di controllo sulle società quotate e la borsa, e le attribuzioni alla Consob di tutti i poteri con riguardo agli organi di borsa, all'organizzazione e al funzionamento delle borse valori e all'ammissione dei titoli a quotazione;
- la Legge n. 49/1977 : con essa venne istituito il Mercato Ristretto, per la negoziazione dei titoli azionari delle piccole e medie imprese, sottoposto alla vigilanza e alla potestà organizzativa.
- la Legge n. 77/1983 : con essa si ha l'introduzione dei fondi comuni d'investimento e della disciplina della gestione su base collettiva, venne stabilendo di sottoporre al preventivo controllo le relative operazioni;
- la Legge n. 281/1985 : essa attuò la riforma istituzionale, dotandola di personalità giuridica, rendendone maggiormente trasparente i criteri di nomina dei componenti accentuandone il distacco e l'indipendenza dal potere esecutivo, secondo un disegno rimasto a tutt"oggi sostanzialmente immutato;
- la Legge n. 289/1986 , con la quale fu istituita la Monte Titoli SPA ed assegnato alla stessa in via istituzionale il compito di provvedere alla custodia ed amministrazione accentrata di valori mobiliari, con meccanismi analoghi a quelli poi recepiti dalla legge sulla dematerializzazione;
- il Decreto del Ministro del Tesoro del 1988 con il quale vennero istituiti e disciplinati il MTS, il MIF e il MTO, escludendoli dal sistema della regolamentazione borsistica, al fine di assicurare una miglior gestione del debito pubblico da parte del Ministero del tesoro e una più efficace azione di politica monetaria da parte della Banca d'Italia.

 la Legge n. 1/1991 , apre una nuova stagione di riforme ad ampio spettro del mercato mobiliare che vedrà il suo epilogo nel Decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996) e nel Testo unico della mancanza (TUF d.lgs. 58/1998). Essa introduce le società d'intermediazione mobiliare, relegando gli agenti di cambio a categoria residuale e ad esaurimento. Viene fissata, per la prima volta, una ripartizione delle competenze di vigilanza sugli intermediari fondata sulla formalità dei controlli, attribuendo alla

Consob il potere di vigilare sugli intermediari con riferimento alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti e alla Banca d'Italia con riferimento alla stabilità patrimoniale e veniva dettata una disciplina specifica dello svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare fuori sede per il tramite dei promotori finanziari. Più in generale la Legge 1/91, con riferimento alla disciplina degli intermediari o dell'attività di intermediazione mobiliare, rafforza gli strumenti a presidio degli investitori anche con la creazione di un fondo di garanzia per la tutela dei crediti da loro vantati nei confronti degli intermediari.

La Legge 1/91 ha anche una parte specificamente dedicata all'organizzazione dei mercati: viene istituito il Consiglio di Borsa con sede principale a Milano e sedi secondarie presso le altre borse valori; vengono dettate disposizioni per la negoziazione telematica dei valori mobiliari e per il collegamento delle borse nonché per la liquidazione delle operazioni, prevedendo la costituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia con il compito di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti stipulati; si attribuisce alla Consob il potere di istituire e disciplinare con proprio regolamento mercati locali (il cd terzo mercato - quindi dopo il mercato borsistico e il mercato ristretto, il terzo mercato); si demanda alla Consob il potere di autorizzare e disciplinare, nell'ambito delle borse valori, mercato per la negoziazione di contrasti uniformi a termine su strumenti finanziari e derivati.

Si può dire che, con la Legge n. 1/1991, fondamentalmente, si avviano due tendenze che hanno caratterizzato il successivo sviluppo normativo della finanza:

-quella di una regolamentazione tendenzialmente esaustiva nel disciplinare tutti i profili dell'intermediazione finanziaria e mobiliare con nuovi soggetti e nel sottoporre a riserva attività prima liberamente esercitabili. Tra i provvedimenti normativi di maggior rilievo si ricordano: il

Decreto Legislativo n. 84/1992 relativo alle società d'investimento a capitale variabile – SICAV;

la Legge n. 154/1992 che dettò la prima disciplina generale per la trasparenza dei servizi bancari e finanziari; la Legge n. 157/1991, con la quale si sanzionò per la prima volta l'utilizzo abusivo di informazioni privilegiate (cd. insider trading); la Legge n. 149/1992 che disciplinò la materia delle offerte pubbliche di acquisto, introducendo l'OPA obbligatoria a tutela degli azionisti di minoranza, etc;

- quella, in parallelo con quanto già in essere per il settore bancario, di riconoscere un maggior rilievo alla normativa secondaria emanata dalle autorità, limitandosi la legge ad essere strumento di sanzione di principi ed allocazione di poteri, visto che trapassi di una materia soggetta a repentini cambiamenti

Di fondamentale importanza, è il Decreto Legislativo n. 164/2007 che recepisce Direttiva n. 39/2004, ossia la MIFID, che ha attribuito alla Consob il potere di individuare in via preventiva i criteri generali ai quali i regolamenti dei mercati devono adeguarsi (art. 62, comma 1-ter del TUF),introducendo la subordinazione del potere regolamentare privato a quello regolamentare pubblico.

### 1.5.1 I mercati regolamentari (Regulated Markets - RM); la società di gestione come impresa privata.

Il TUF ha definitivamente superato la concezione pubblicistica dei mercati a favore del modello privatistico, che vede gli stessi gestiti da imprese private, operanti in regime di concorrenza e dotate di poteri di autoregolamentazione dei mercati stessi, anche se questi ultimi risultano notevolmente più limitata ed indirizzata dai nuovi poteri regolamentari riconosciuti alle autorità dalle novelle successive all'emanazione del Testo unico {I poteri regolamentari di Consob e Banca d'Italia devono peraltro essere esercitati nell'osservanza dei principi generali:

a) della valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati;

b) della proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari;

c) del riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione compensativa dell'industria italiana;

d) dell'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza}.

Il carattere d'impresa, espressamente riconosciuto dall'art 61, 1° co. del TUF, continua a costituire il cardine della disciplina, poiché sancisce il carattere economico dell'attività in questione, assicurandole la tutela costituzionale dell'art 41, 1° comma{la realizzazione della missione propria del mercato mobiliare (quella cioè di soddisfare, attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta,i bisogni d'investimento e di finanziamento dei singoli) realizza di per sé «quei fini sociali che l'art. 41, comma 3, della Costituzione evoca quale meta cui indirizzare l'iniziativa economica privata, sicché anche per tal via resta confermata l'imprecabilità di qualsivoglia intervento funzionale dell'autorità, che impedisca al mercato di realizzare la sua naturale funzione sociale».}

Come impresa privata la società di gestione dei mercati è chiamata ad operare in regime di concorrenza ed all'attività da essa svolta può quindi applicarsi la disciplina antitrust.

Collegata al carattere d'impresa e all'agire in ambito concorrenziale è la forma giuridica individuata dal legislatore, quella della "società per azioni, anche senza scopo di lucro."

### 1.5.2 (Segue): i requisiti della società di gestione.

Ruolo delle società di gestione è quello di organizzare e gestire mercati regolamentari di strumenti finanziari, cioè quei particolari mercati che godono del bene, del mutuo riconoscimento e del passaporto europeo {I mercati regolamentari possono espandere la loro attività al di fuori dei confini nazionali (ad es. aprendo sedi di negoziazione o installando postazioni telematiche ovvero ancora fornendo servizi di mercato in funzione remota in altri Paesi UE) senza sottostare alle norme dei Paesi di destinazione. Inoltre gli intermediari autorizzati in uno Stato UE hanno libero accesso ai mercati regolamentari degli altri Stati UE, a parità di condizioni con gli intermediari di tali Stati.

Il Testo unico, ricalcando l'art 4, n. 14, della Direttiva 39/2004 (Direttiva MIFID II), definisce il

mercato regolamentato come un: " sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita dì terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente ".

Caratteristica dei mercati regolamentari è la multilateralità (come MTF e OTF).

Nel delineare il modello della società di gestione dei mercati regolamentari, il testo unico elenca presupposti soggettivi (ovvero riferiti al soggetto gestore) necessari per il rilascio dell'autorizzazione che, oltre la forma della società azionaria, sono:

1. l'esistenza di "risorse finanziarie", nell'ammontare ,fissato in via regolamentare dalla Consob (art. 61, 2° comma, lett. a TUF). La ratio di tale disposizione va ricollegata all'esigenza di garantire la serietà dell'iniziativa imprenditoriale. La Consob, tuttavia, non ha provveduto all'indicazione di un ammontare puntuale delle risorse finanziarie richieste, limitandosi a prevedere che le società di gestione debbano disporre "al momento dell'autorizzazione e continuativamente di risorse finanziarie per rendere possibile il funzionamento ordinato dei mercati regolamentari gestori, tenendo conto, altresì, della natura e dell'entità delle operazioni concluse nei mercati nonché della portata e del grado dei rischi ai quali essi sono esposti. Detta previsione rimedia alla piena discrezionalità amministrativa della Consob, da esercitarsi caso per caso in sede di rilascio dell'autorizzazione, la valutazione dell'idoneità delle risorse finanziarie delle società di gestione.

2. l'esclusività dell'oggetto sociale, nel senso che le società non possono svolgere altre attività,oltre quelle di organizzazione e gestione di mercati regolamentari e di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione[51], se non quelle «connesse e strumentali» individuate dalla CONSOB (art 61, 2° comma, lett. B TUF). L'art. 4 del regolamento Consob 16191/2007 elenca le attività connesse e strumentali come, ad esempio, quelle di promozione dell'immagine del mercato anche attraverso la diffusione dì informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato; come la gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari; etc. Le società di gestione comunicano senza indugio alla Consob le attività connesse e strumentali che intendono esercitare. Tale limitazione è da collegare ad esigenze di vigilanza e di prevenzione, il cui interesse derivi dallo svolgimento di attività d'impresa estranee. Al fine di evitare elusioni della disciplina, la limitazione in parola è stata estesa in via regolamentare anche alle partecipazioni assumibili dalle società di gestione.

3. gli esponenti aziendali (i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo) siano dotati dei requisiti di onorabilità {con riguardo al requisito dell'onorabilità, l'esponente, ad esempio, non deve essere che stato condannato con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della

[51]Cfr. art 18, comma 3-bis del TUF

riabilitazione, a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in tema di mercato e di valori mobiliari, di strumenti di pagamento; etc.},professionalità {i consiglieri di amministrazione e i sindaci devono essere scelti, secondo criteri di professionalità e competenza, tra persone che abbiano maturato una esperienza complessiva di almeno un triennio attraverso l'esercizio di attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, oppure attività professionali in materia attinente ai settori creditizio, finanziario, mobiliare, assicurati o comunque funzionali all'attività della società di gestione; etc.} e indipendenza previsti con regolamento ministeriale (art 61,3° comma TUF) e decadano dalla carica, in caso di carenza dei medesimi sopravvenuta o scoperta successivamente alla nomina. Al regolamento ministeriale è anche dato il compito di individuare le cause che comportano la sospensione temporanea dalla carica. I poteri di controllo sulla sussistenza dei requisiti e sul permanere degli stessi restano alla Consob o alla Banca d'Italia a seconda della tipologia dei mercati gestori[52] {le società di gestione devono comunicare senza indugio alla Consob l'identità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nonché dei soggetti che dirigono effettivamente le attività e le operazioni del mercato regolamentato, e ogni successivo cambiamento nell'identità di tali soggetti}

4. i partecipanti al capitale siano dotati di requisiti di onorabilità anch'essi previsti con regolamento ministeriale (art 61, 5° comma TUF). Spetta alla Consob (non più al Ministero), fissare la soglia di rilevanza della partecipazione al di sopra della quale scatta l'obbligo di comunicazione alla Consob stessa e al pubblico, da parte della società di gestione, delle informazioni relative ai partecipanti al capitale. Corollario (e presupposto logico) della suddetta disciplina è che gli acquisti e le cessioni di partecipazioni nelle società di gestione devono essere comunicati dal soggetto acquirente alla CONSOB e alla società di gestione entro 24 ore, unitamente alla documentazione restante il possesso dei requisiti (art 61, 6° comma TUF). La Consob ha il potere di opporsi - entro 90 giorni dalla ricezione della relativa comunicazione – ai cambiamenti degli assetti partecipativi nelle società di gestione, quando tali cambiamenti mettano a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato; in caso di opposizione, i dirigenti di voto inerenti le azioni oggetto di cessione non possono essere esercitate.

5. l'obbligatoria sottoposizione a revisione legale dei conti (art 61, 9° comma TUF), pur se non tutte le norme relative alla revisione sono applicabili {ad esempio restano escluse le disposizione relative alla revisione contabile dei gruppi (art 165 TUF}. Tale obbligo è previsto anche per le SIM, le SGR e le SICAV al fine di realizzare neutralità ed uniformità dell'ordinamento per tutti gli attori del comparto mobiliare.

[52]Cfr. art 61, comma 6-bis, lett. b) e art 61, comma 6-terTUF

## Capitolo Secondo

## Le autorità di vigilanza. Le trasformazioni successive all'UBE

### 2.Premessa[53]

Un regolamento del Consiglio europeo, definito nel settembre del 2013, ha specificato i compiti della BCE per l'esercizio della vigilanza prudenziale sugli enti crediti dell'unione bancaria. Viene qui fornito un quadro compiuto delle modalità di funzionamento del meccanismo unico di supervisione, consentendo all'interprete di individuare vuoi l'ambito di applicazione della normativa da cui esso è disciplinato, vuoi le attribuzioni disposte a favore della BCE; fermo restando che tutte le autorità coinvolte nel funzionamento dell'UBE sono tenute ad un dovere di cooperazione .Il complesso dispositivo destinato a riformare il 'mercato unico' appare pienamente coerente con gli orientamenti del Parlamento europeo, il quale in passato aveva raccomandato misure analoghe a quelle ora adottate[54]. Per il suo tramite si imprime, quindi, un'ulteriore accelerazione ai lavori comunitari riguardanti materie di specifica rilevanza per il settore bancario (i.e.: requisiti patrimoniali e di liquidità delle banche, copertura dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi, strumenti di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi), la cui definizione potrà avvalersi dei risultati rivenienti dalla concreta sperimentazione delle misure interventistiche quivi previste. Tralasciando in questa sede una particolareggiata analisi della normativa in parola, è tuttavia il caso di prendere in esame alcuni aspetti della medesima, in considerazione della peculiare rilevanza che essi presentano ai fini di una compiuta valutazione dell'orientamento del regolatore europeo. Mi riferisco, in primo luogo, alla circostanza che per un'esatta stima della dimensione dei «compiti» attribuiti alla BCE – stante la loro stretta correlazione all'esercizio di funzioni di 'vigilanza prudenziale'– non sarà possibile prescindere dalla valutazione della portata prescrittiva (rectius: dei contenuti tipici) di detta forma di controllo. Più in particolare, l'indicata delimitazione di campo riporta l'interprete alle determinazioni in materia di supervisione fissate, nella definizione del SEVIF o ESFS (European System of Financial Supervision), a favore delle autorità rientranti nella compagine di quest'ultimo. Ciò in quanto gli organismi, che compongono la relativa struttura, sono titolari di specifiche competenze, tra cui rileva il potere regolamentare espressamente riconosciuto all'EBA, la quale risulta pertanto assegnataria di mansioni tipicamente proprie di una forma di vigilanza prudenziale[55]. Orbene – ferma l'esigenza di verificare in quali modalità è ipotizzabile al

---

[53]L'Unione bancaria europea, Regolamento del Consiglio europeo sulla vigilanza unica (a cura di) Francesco Capriglione,33 ss.

[54]Cfr. la risoluzione del Parlamento europeo del 7 luglio 2010 recante raccomandazioni alla Commissione sulla gestione delle crisi transfrontaliere nel settore bancario (2010/2006, INI)

[55] Cfr. Pellegrini,L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione,inRiv. trim. dir. ec., 2012, I, p. 57, ove si puntualizzano le funzioni ed i ruoli delle nuove autorità dell'ordinamento finanziario europeo;Troiano,Interactions Between EU and National Authorities in the New Structure ofEU Financial System Supervision,inLaw and Economics Yearly Review, n.1/2012, p. 104 ss. visionabile su www.lawandeconomicsyearlyreview.org.uk); Guarracino,Supervisione bancaria

presente un coordinamento/conciliazione tra le attuali componenti del SEVIF e la BCE (problematica che verrà affrontata) – mi sembra opportuno fin da ora puntualizzare che le soluzioni proponibili devono, comunque, confrontarsi con la dinamica del binomio regolazione/discrezionalità (cui, sul piano delle concretezze, necessita aver riguardo per identificare la reale estensione dei poteri stabiliti dalla disciplina in esame).Ciò posto, in base alle indicazioni desumibili dalla normativa concernente «i compiti di vigilanza non attribuiti alla BCE» (considerando n. 22) e, in particolare, dal tenore letterale dell'art.1,comma quinto, del regolamento, devono ritenersi escluse dalla sfera previsionale di cui trattasi le «competenze delle autorità.. degli Stati membri» riguardanti tipologie d' interventi che, per quanto possano apparire connessi all'ambito dei controlli presi in considerazione dal complesso disciplinare in esame, verosimilmente non sono stricto iure al medesimo riconducibili. In particolare, vengono in considerazione i compiti di antiriciclaggio svolti dalle amministrazioni nazionali di supervisione, con riguardo ai quali si ritiene, comunque, possibile per l'autorità europea (cui fa capo il meccanismo di vigilanza unico) attivare relazioni ad hoc, ovvero altre forme di collaborazione/cooperazione con i competenti organismi domestici al fine di contrastare (in linea con una prassi consolidata in ambito internazionale, da tempo recepita da numerose direttive comunitarie) il fenomeno della circolazione del danaro di provenienza illecita. Peculiare rilievo presentano, poi, i poteri attribuiti alla BCE con riferimento all'«autorizzazione» all'accesso all'attività bancaria degli enti creditizi ovvero alla revoca della stessa, all'apertura di succursali o prestazioni di servizi, alla valutazione delle «domande di acquisizione o cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi»; funzione autorizzativa esercitabile anche «nei confronti degli enti creditizi stabiliti in uno stato membro non partecipante che aprono una succursale o che prestano servizi transfrontalieri in uno Stato membro partecipante»(artt. 4 e 13).

## 2.1 Concorrenza perfetta e monopolio

Un mercato concorrenziale non è controllato da nessun singolo agente economico essendo un mercato con molti compratori e venditori. Ne segue che ogni venditore non ha, in pratica, alcun controllo sul prezzo. In particolare, nei mercati perfettamente concorrenziali i prodotti sono perfettamente sostituibili e c'è una molteplicità di compratori e venditori che presi singolarmente non possono influenzare il prezzo di mercato. Essi sono quindi dei price taker, determinano le quantità che intendono offrire e domandare del bene per un dato livello dei prezzi. In monopolio è invece presente un solo venditore, che determina il prezzo. In Oligopolio abbiamo pochi venditori, che non sempre si fanno concorrenza in modo aggressivo. Possono infatti cercare di fissare obiettivi in termini di quote

europea(Sistema delle fonti e modelli teorici), p. 66. Si veda, altresì, Ferran,Understanding the New Institutional Architecture of Eu Financial MarketSupervision,inLegal Studies Research.Paper Series, University of Cambridge, Facultyof Law, n. 20/2011, p. 34 s., vedilo su http://ssrn.com/abstract=170147;Taranto,La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti, Lezione al Master in Diritto Amministrativo e Scienza dell'Amministrazione', Università degli Studi di Roma Tre, 8 aprile 2011, rinvenibile in www.bancaditalia.it,p.16.

di mercato, invece di farsi una forte concorrenza di prezzo, o al limite colludere tra di loro per comportarsi come un solo venditore. L'equilibrio di mercato riflette il modo in cui i mercati allocano le risorse scarse. Compratori e venditori traggono benefici dal partecipare a un mercato. L'analisi economica studia l'allocazione determinata dai mercati e mostra come essa sia desiderabile. Per mostrare come l'equilibrio di mercato concorrenziale giunga al prezzo ed alle quantità che massimizzano il benessere totale dei compratori e venditori è necessario considerare i benefici individuali degli agenti economici. Gli strumenti dell'analisi sono: (i) la rendita (surplus) del consumatore misura in termini economici il benessere del compratore, (ii) la rendita del produttore misura invece in termini economici il benessere dal lato del venditore. Ciò consente di discutere correttamente del problema dell'efficienza (e delle distorsioni dovute a monopolio ed esternalità) che possiamo definire in termini di: (1) surplus del consumatore a là Bentham-Marshall (un beneficio netto positivo; i.e. somma della variazione dei benefici individuali espressi in termini monetari) e (2) Pareto-ottimalità (dove non è possibile aumentare il benessere di alcun individuo senza danneggiare altri) o miglioramento paretiano (una situazione nella quale il benessere individuale di alcuni aumenta, senza che si riduca quello degli altri). Il libero-scambio soddisfa entrambe i criteri, dato il potenziale beneficio che la disposizione del bene implica per tutte le parti. In presenza di pari potere contrattuale ed in assenza di frizioni, tale situazione conduce a soluzioni di ottimo paretiano, non essendovi incentivo ad interrompere gli scambi finché sono mutuamente benefici. La transazione è infatti volontaria; ognuno riceve un beneficio netto e per ipotesi non vi sono errori di valutazione né costi. L'efficienza a là Bentham-Marshall guarda al risultato (il massimo beneficio netto) ed è interessata solo alle conseguenze delle regole - giudicandole in base alle posizioni finali di benessere raggiunte dagli individui. Si assume che gli individui siano i migliori giudici del proprio benessere, attraverso le proprie azioni. I giudizi di valore sono generalmente basati sulla disponibilità a pagare degli attori (in quanto possibili approssimazioni delle misure del benessere) che servono per confrontare costi e benefici individuali per trovare una sorta di beneficio netto. Il concetto è piuttosto debole in termini redistributivi (se i surplus sono monetari), ma non rifiuta a priori redistribuzioni volontarie di risorse tra i soggetti. Ovviamente, valutare le regole legali in termini monetari può favorire i ricchi rispetto ai poveri. Tuttavia, come visto, le regole possono favorire entrambe le categorie, aumentando le dimensioni della torta. L'ottimo paretiano non si pone invece il problema di massimizzare il benessere collettivo, ne redistribuire risorse tra i soggetti. Nel tentativo di prescindere il più possibile da giudizi di valore: (i) solo gli individui giudicano il proprio benessere e (ii) la situazione 1 è preferita alla 2 se almeno un individuo la preferisce l'allocazione che ne consegue e nessuno preferisce quella che consegue dalla 2. Da (i) segue il criterio di valutazione individualistico e da (ii) il criterio di miglioramento paretiano (e.g. se la scelta di 1 migliora la situazione di Paula senza peggiorare quella degli altri).

Questi sono comunque giudizi di valore che si oppongono: (i) al paternalismo ed (ii) ai confronti

interpersonali in termini di benessere (i.e. non è possibile confrontare il benessere di Paula ed Alberto). Benché apparentemente generali, tali criteri possono avere implicazioni non sempre condivisibili; ad es. se non è possibile delegare ad altri la responsabilità della scelta, non esistono beni (de)meritori. La società non è vista in modo organico (come nell'analisi sociologica) e non vi sono interessi superiori a quelli individuali, l'analisi si orienta sulle posizioni finali di benessere e non sul processo e si tende a privilegiare lo status quo.

Dove c'è perfetta concorrenza e non ci sono esternalità, il benessere di una società è misurato dalla somma della rendita del consumatore e del produttore. L'efficienza del mercato è raggiunta quando l'allocazione delle risorse massimizza la rendita totale. In un libero mercato abbiamo molti compratori e venditori motivati dal proprio interesse. Un bene è acquistato dai compratori che gli attribuiscono il valore più elevato e prodotto dai venditori che hanno i costi più contenuti. Si ottiene così un processo di coordinazione e di comunicazione in modo che compratori e venditori allocano le risorse in maniera efficiente. La mano invisibile del mercato conduce compratori e venditori ad allocare le risorse in maniera efficiente. Quindi il libero mercato produce la quantità di beni che massimizza la somma della rendita del consumatore e di quella del produttore. I mercati perfettamente competitivi non descrivono situazioni reali ma sono uno standard di riferimento (viste le loro proprietà ottimali) ed uno strumento utile a comprendere meglio la realtà. Infatti, è difficile analizzare i mercati imperfetti, essendo questi complessi e diversi a seconda del paese e del bene scambiato. I più imperfetti sono forse i più importanti: quello del lavoro e quello finanziario, cui è utile dare subito un breve sguardo. Il lavoro non è considerato una merce, essendo le relazioni sul lavoro anche relazioni sociali. I prezzi assoluti e relativi sono quindi, per natura, vischiosi e non riflettono rapidamente la congiuntura economica. La situazione è complicata dalla presenza di norme sociali e legali, che incoraggiano la contrattazione collettiva, regolano i salari minimi e i licenziamenti[56]. I mercati della liquidità finanziaria hanno usualmente forte volatilità, registrando oscillazioni, ritenute a volte irrazionali, che superano i livelli di equilibrio. Ciò dipende dalla difficoltà di stimare i valori di equilibrio delle azioni (diritti su insiemi estremamente complessi di beni reali eterogenei quali le imprese), il cui valore dipende da andamenti futuri interni e esterni all'impresa (prezzi, redditi, ...), dai bassi livelli delle commissioni di acquisto, che rende profittevole realizzare i guadagni anche di piccole oscillazioni, e da asimmetrie nei rischi di molti operatori, con forti benefici in caso di guadagni e costi modesti in caso di perdite su operazioni speculative[57]. Simile il comportamento del mercato dei prestiti bancari, data la necessità di abbandonare le posizioni perdenti prima che si rivelino tali

[56]Una maggiore flessibilità sarebbe importante, specie se sono necessari aggiustamenti verso il basso delle retribuzioni reali, per evitare una disoccupazione lunga e persistente. Con mercati non flessibili è necessario svalutare invece il cambio (ridurre il valore dell'euro rispetto al dollaro, lo yen, ...) per aumentare la competitività internazionale e neppure questa misura è efficace se le retribuzioni poi seguono l'andamento dei prezzi esteri .

[57]Infatti, il prezzo da determinare dipende dall'andamento futuro del mercato che l'opinione media si attende in base agli umori degli investitori. Di qui la tendenza a comportamenti imitativi e eccessi di volatilità, dato che ogni mossa genera altre mosse, gli umori degli investitori cambiano e vince chi esce dal gioco prima degli altri

agli altri. Ciò crea un rischio sistemico e le note fughe di capitali, volte ad alleggerire la posizione nei confronti imprese e banche sospette, che peggiorano notevolmente anche situazioni non particolarmente gravi[58]. L'evidenza non smentisce l'efficienza del mercato borsistico, se liquido e ben gestito, con un governo societario (di corporate governance) trasparente e in grado di trasferire il controllo societario. Infatti, i prezzi traducono velocemente in termini operativi le nuove informazioni che si diffondono rapidamente (non è possibile arricchirsi utilizzando modelli basati su conoscenze precedenti) e i prezzi relativi sono corretti, sicché il capitale è allocato efficientemente tra le varie imprese. Perciò, tale mercato assicura un'allocazione più rapida e corretta alle nuove imprese innovatrici rischiose, rispetto al finanziamento bancario (senza considerare corruzione e cattive politiche delle banche pubbliche).

## 2.2 La disciplina italiana e comunitaria

Orbene, può essere utile svolgere alcune brevi considerazioni sugli obiettivi e realizzazioni della politica della concorrenza in Italia ed in Europa. La politica della concorrenza ha come scopo primario risolvere possibili fallimenti del sistema di libero mercato, oggi alla base della maggior parte dei sistemi economici sviluppati. Essa si basa sull'economia ed è probabile che documentazioni e testimonianze abbiano carattere economico. Serve comprendere l'economia per porre le giuste domande e comprendere le risposte. Come abbiamo visto non sempre la mano invisibile di Adam Smith da sola produce gli effetti benefici attesi realizzando una situazione di ottimo paretiano. In date situazioni c'è spazio per una sola impresa nel mercato, e, a meno che si regoli la sua condotta, questa può agire a detrimento dell'economia. Altre volte la competizione pone i semi della sua propria distruzione. Alcuni imprenditori riescono a realizzare posizioni dove possono prevenire altri dal competere e con ciò danneggiare il processo complessivo. Lo Sherman Act del 1890 in America è stato preso come il punto iniziale della moderna legazione sulla competizione (o antitrust) ma le radici sono molto antiche. Lo stesso Senatore Sherman disse che non enunciava un principio nuovo di legge, ma applicava il vecchio e noto principio di diritto comune. Già la legislazione Romana tratta con aspetti della competizione. Anche al tempo della Magna Carta (1215) la legislazione considerava tutti i monopoli contrari alla legge a causa del loro effetto pernicioso sulla libertà individuale. In Italia la politica della concorrenza è attuata a livello europeo e nazionale dalle giurisdizioni e dalle autorità nazionali competenti. Essa mira a mantenere e a sviluppare una concorrenza efficace nel mercato, intervenendo sulla struttura dei mercati e sul comportamento degli operatori economici. La politica comunitaria della concorrenza persegue lo scopo di preservare e sviluppare una concorrenza efficace

[58]Quando tali mercati non sono ben regolati, crisi di sfiducia possono provocare crolli della liquidità, con forti instabilità periodiche. L'eventuale supporto pubblico se da un lato risolve il problema non elimina le imperfezioni, creandone di nuove; e.g. la protezione dei depositanti crea inefficienza e rischio, dato che: (i) i depositanti non indagano più sulla corretta politica della banca e (ii) queste sono incentivate a correre maggiori rischi sui prestiti. S'impone quindi una attenta e vigile regolamentazione, su entrambe i mercati, possibilmente indipendente dai poteri politici e finanziari.

nel mercato comune. Essa è definita nei suoi punti essenziali dal Trattato di Roma 1957 e dagli articoli dal 81 al 90 del Trattato di Amsterdam. In 4 pilastri fondamentali sono: (i) l'Antitrust che reprime gli accordi restrittivi della concorrenza e gli abusi di posizione dominante, (ii) il controllo delle Fusioni (concentrazioni) tra imprese per evitare di creare posizioni dominanti, (iii) la liberalizzazione dei settori economici soggetti a monopolio (e.g. le telecomunicazioni), (iv) il controllo degli aiuti di Stato vietando sovvenzioni che mantengono in attività imprese in difficoltà senza prospettive di ripresa. Oggi l'Europa è di sicuro nell'antitrust anche più che nell'Euro o nei trattati di Mastricht e Schengen. L'euro stesso, una moneta senza Stato, lo si spiega come figlio della necessità di evitare distorsioni concorrenziali in un mercato integrato. Non è un caso che Mario Monti sia stato definito esagerando dal Wall Street Journal l'uomo più potente d'Europa. È stato il commissario più forte perché l'antitrust è forse la parte più solida della costruzione europea e può comminare sanzioni ai privati di tutta Europa e di tutto il mondo. La politica e la giurisprudenza della concorrenza hanno costituito in questi 50 anni lo strumento principale per realizzare il mercato integrato europeo. Molto è stato realizzato attraverso regolamenti e direttive, o attraverso l'armonizzazione dei sistemi legali dei singoli Stati Membri, ma le maggiori realizzazioni hanno avuto luogo grazie alla politica della concorrenza che ha progressivamente abbattuto barriere pubbliche e private che segmentavano il mercato unico. La politica della concorrenza è la più efficace nel determinare integrazioni, perché impone alle attività economiche le regole più uniformi, quelle della concorrenza. Le altre discipline delle attività economiche non della concorrenza, tendono a differenziare attività da attività, settore da settore, in qualche modo mercato nazionale da mercato nazionale. La giurisprudenza antitrust europea è segnata dalla finalità prioritaria di realizzare l'integrazione e questa genera più forte concorrenza riducendo le differenze tra i mercati nazionali. Si passa dall'uniformità delle regole della concorrenza (o del mercato, senza interventi settoriali o di varia natura) all'armonizzazione del mutuo riconoscimento, per definizione vede coesistere regole compatibili ma diverse. Mentre discutiamo del futuro federale dell'Europa, su questo versante la costruzione va avanti con aspettative superiori, integrazione e concorrenza. È cambiata perfino la legge antitrust negli UK, padre storico come tradizione giuridica. Dal 1998 si è uniformata allo schema degli articoli ora 81 e 82 del Trattato. Dall'ottobre 1990, a conclusione di un dibattito iniziato a fine anni '50 e maturato negli '80,[59] la legge 287, ha dato vita in Italia all'Autorità garante della concorrenza e del mercato e ad una normativa del tutto aderente a quella europea, salvo alcuni limiti temporali e sanzionatori posti all'autorità e l'attribuzione alla Banca d'Italia, del controllo del settore del credito. Soprattutto in termini di processo antitrust è

[59]Nel 1984, Zanone, Ministro dell'Industria, aveva insediato una Commissione per la concorrenza, presieduta dal prof. F. Romani, per verificare la compatibilità tra una possibile normativa antitrust italiana e quella europea. Si profilava entro il '92 l'unificazione del mercato europeo, e quindi la necessità di adeguare il mercato italiano alle regole europee della concorrenza. La Commissione Romani (contraria a norme di controllo delle concentrazioni) evidenziò l'opportunità di una politica antimonopolistica nazionale armonica con quella europea, guidata da un'autorità centralizzata diversa dalla magistratura civile. Tra gli altri, anche se non unici, artefici del successo possiamo ricordare il senatore prof. G. Rossi, estensore principale del disegno di legge n.1012, e il senatore R. Cassola, presidente della Commissione parlamentare

intervenuta un'osmosi tra istituti di "common law" e di diritto continentale che permettono di collocarlo e collegarlo con la costruzione in atto di regole interregionali per l'antitrust, che ormai attraversano il mondo. Le Autorità nazionali che applicano queste leggi parlano la stessa lingua, applicano gli stessi principi, comunicano continuativamente fra di loro, per cui il rischio di giurisprudenze divergenti è attenuato a prescindere dalla possibilità di intervento della Commissione e della Corte di Giustizia. È stato così possibile realizzare: un sistema antitrust europeo in cui Commissione decentra alle Autorità nazionali l'applicazione delle medesime regole antitrust europee (rinunciando al monopolio, custodito gelosamente per decenni, del potere di esenzione 3° comma art.81), salvo la possibilità di avocare o mantenere i casi dove gli interessi comunitari e/o i principi comunitari hanno particolare rilievo. In generale, la politica della concorrenza ha inteso fornire un quadro per consentire lo sviluppo delle attività competitive e proteggere il processo competitivo oggi di importanza critica in un mondo sempre più innovativo e globalizzato. Ciò è stato evidenziato dal collasso dei sistemi economici realizzato nelle economie pianificate e protezioniste. Una vigorosa competizione è vitale per sviluppare mercati efficienti ed avvantaggia i consumatori. Incoraggiando l'innovazione e mettendo pressione sulla riduzione dei costi per acquisire nuovi clienti e sullo sviluppo nuovi prodotti e servizi (o sfruttando al meglio gli specifici punti di forza e le abilità interne) per incontrare i desiderata dei clienti e realizzare migliori qualità a livelli più bassi di costi e prezzi, si incentiva un'organizzazione efficiente della produzione. Porre le imprese in concorrenza può aiutare a sostenere l'innovazione e ridurre i costi di produzione. Ciò accresce l'efficienza economica e rafforza la competitività dell'economia, nei confronti dei partner commerciali. Le imprese stimolate dalla concorrenza, offrono prodotti e servizi competitivi in termini di prezzo e di qualità. La concorrenza offre al consumatore finale prodotti e servizi diversificati a prezzi inferiori, aumentando la libera scelta. Ciò si traduce inoltre in un vantaggio per le imprese intermedie, che aumentando la propria efficienza trasmettono tali aumenti di produttività ad altre imprese ed ai consumatori. L'apertura alla concorrenza anche alle industrie a rete, rafforza la competitività dell'industria, che beneficia di servizi (di trasporto, di telecomunicazioni o energetici) più efficienti e meno costosi. Ciò contribuisce a rafforzare il tessuto industriale ed a sostenere l'occupazione. Inoltre, fa crescere la produttività nel sistema economico, e ne aumenta la competitività internazionale. Nella pratica, la politica della concorrenza ha quindi un'incidenza diretta sulla vita quotidiana dei cittadini europei. Ha fatto diminuire le tariffe nelle telecomunicazioni, nel trasporto aereo ed ha dato la possibilità di acquistare in un altro paese della Comunità dove i prezzi sono più convenienti. La liberalizzazione ha aiutato a produrre riduzioni dei prezzi e nuovi servizi. Anche altre azioni meno visibili hanno avuto effetti positivi, e.g. il controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese. Anche il controllo degli aiuti di Stato, favorisce un'occupazione efficiente e sostenibile. In linea di principio gli aiuti sono vietati, poiché, favorendo talune imprese, possono danneggiare le imprese concorrenti di altri Stati membri, pregiudicando la competitività e quindi l'occupazione. Preservare artificiosamente

attività non più economicamente efficienti provoca distorsioni nella concorrenza perturbando i mercati e nocendo alle imprese concorrenti che compiono gli sforzi necessari per restare competitive. Sulle imprese in difficoltà spesso tali aiuti hanno solo un effetto placebo. Molte imprese che ricevono aiuti pubblici hanno infatti chiuso pochi anni dopo la concessione di tali aiuti. È quindi preferibile privilegiare interventi intesi a ridare competitività dalle imprese, come i piani di ristrutturazione, che aumentano l'efficienza delle imprese e creano un'occupazione sostenibile. Solo se gli aiuti possono essere giustificati da un interesse comunitario, si può derogare al principio. L'azione della Commissione europea costituisce quindi una protezione contro discriminazioni ingiustificate dal punto di vista economico, migliora la trasparenza degli aiuti di Stato e consente di verificare il rispetto delle regole e valutarne adeguatamente il costo e l'incidenza sul mercato. Purtroppo ciò non ha avuto luogo per gli aiuti EU, specie quelli agricoli. La politica agricola comune sembra la negazione della concorrenza e vista dall'esterno un'isola di protezionismo. L'Europa della concorrenza convive con l'Europa delle corporazioni, degli aiuti, delle chiusure protezionistiche. Naturalmente, molta strada rimane da fare, in Italia e Europa, in ragione del suo modello sociale e della sua attenzione contro l'esclusione sociale. I nostri vizi sono anche europei: la persistenza di discipline corporative che affidano agli interessati la selezione dei futuri concorrenti; l'esistenza di accordi sindacali o parasindacali ed aiuti che alterano profondamente il mercato. Siamo ancora in realtà chiusi nella difesa dei propri interessi corporativi. Attraverso gli accordi sindacali o parasindacali, come ha mostrato la vicenda dei prodotti petroliferi in Italia, possono passare accordi tra imprese, che limitano fortemente il mercato. Anche in questo settore bisognerà fare i conti con l'efficienza economica e non sempre la protezione di interessi meritevoli può essere occasione che giustifica non meritevoli chiusure di mercato. La concorrenza migliorando le possibilità dei concorrenti può aumentare la qualità della vita e il potere d'acquisto dei cittadini. La politica della concorrenza mira a preservare e stimolare la capacità di agire sul mercato come soggetti concorrenziali attivi, in grado di contribuire al processo competitivo. Un concorrente danneggiato dalla condotta anti-competitiva ed illegale di altri può andare in corte a chiedere i danni o cercare appropriati rimedi. È un diritto di imprenditori e manager condurre gli affari in un ambiente commerciale equo e ragionevole. Anche se la politica della concorrenza non è diretta alla protezione dei consumatori, questi possono legittimamente pretendere che la Commissione Europea, nonché le giurisdizioni o le autorità nazionali garanti della concorrenza (quando gli indizi di pratiche anticoncorrenziali presentano carattere nazionale), combattano gli ostacoli alla concorrenza e difendano i loro interessi, favorendo la qualità e la varietà dei prodotti immessi sul mercato, incoraggiando l'innovazione tecnologica e l'efficienza economica e promuovendo prezzi competitivi. I mercati concorrenziali si garantiscono anche permettendo ai consumatori di compiere scelte capaci di incidere sul comportamento delle imprese. Con la loro conoscenza del funzionamento dei mercati di largo consumo, i consumatori sono in grado di comunicare informazioni d'interesse, mediante denunce o contatti informali. Tali informazioni

possono far avviare indagini contro le pratiche che falsano il gioco della concorrenza. In conclusione, il trattato sull'Unione Europea comprende tra i suoi principi l'adozione di una politica economica "condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza". In particolare, la politica comunitaria della concorrenza persegue il preciso scopo, di sviluppare o preservare un'efficace concorrenza nel mercato comune. La concorrenza è un meccanismo fondamentale dell'economia di mercato che pone di fronte l'offerta (di produttori e commercianti) e la domanda (di clienti intermedi e consumatori). I primi offrono sul mercato prodotti o servizi che cercano di rispondere alle esigenze dei secondi, prospettando il migliore rapporto tra qualità e prezzo. La risposta più vantaggiosa discende dal confronto tra le diverse offerte. La concorrenza induce i produttori a ricercare rapporto tra qualità e prezzo, che soddisfa al meglio i clienti e costituisce uno strumento semplice ed efficace per garantire il suo raggiungimento nei prodotti e nei servizi. Inoltre, la concorrenza induce le imprese a ricercare l'efficienza economica per risultare competitive. Così si rafforza il tessuto industriale e commerciale comunitario, in modo di poter fronteggiare la competitività dei partner commerciali, e si consente alle imprese comunitarie di precostituire una situazione atta a conquistare i mercati esteri. Un processo concorrenziale, per risultare efficace, presuppone un mercato costituito da produttori indipendenti, ognuno soggetto alla pressione concorrenziale esercitata dagli altri. Il diritto della concorrenza ha pertanto l'obiettivo di preservare la capacità degli offerenti di esercitare tale pressione sul mercato, vietando gli accordi o le pratiche contrarie a tale principio. La politica della concorrenza rappresenta quindi una garanzia della libertà economica, che a sua volta, in un quadro di regole adeguate, costituisce una condizione necessaria dello sviluppo di mercati e società e libere, incidendo sull'ambiente economico sull'organizzazione della società civile.

## 2.3 Le singole fattispecie. Le intese restrittive della concorrenza

In tutte le previsioni in materia di concorrenza contenute nel titolo VII del TFUE («Norme comuni sulla concorrenza, sulla fiscalità e sul ravvicinamento delle legislazioni») si fa riferimento al concetto di impresa; questa costituisce una delle nozioni generali del diritto antitrust comunitario, tuttavia non prevista dal Trattato, la cui definizione è imprescindibile nell'ambito di un elaborato dedicato anche alla descrizione della disciplina della concorrenza nell'ordinamento comunitario. La giurisprudenza comunitaria ha avuto modo di precisare che per impresa si debba intendere «qualsiasi entità esplicante un'attività economica, indipendentemente dallo stato giuridico di questa entità e dal suo modo di finanziamento»[60]. Parimenti, la Commissione ha chiarito che «costituisce un'attività di natura economica qualsiasi attività che partecipi agli scambi economici, anche a prescindere dalla ricerca di profitto»[61]. Il principio appare pertanto quello che sia impresa ogni attività che abbia un carattere

[60]Così CGCE 23 aprile 1991, Klaus Hofner e Fritz Elser c. Macroton GmbH, causa C-41/90.
[61]Così la Decisione n. 92/521/CEE della Commissione del 27 ottobre 1992, in GUCE, 12 novembre 1992, L

economico, ed il carattere economico è rapportato alla circostanza che l'attività possa essere oggetto di scambio commerciale. Quale ulteriore conferma dell'ampia definizione accolta a livello comunitario del concetto di impresa, si può ricordare un'altra sentenza della Corte di giustizia[62] dove viene puntualizzato che «nel contesto del diritto della concorrenza, la nozione di impresa comprende qualsiasi entità che svolge un'attività economica, a prescindere dal suo status giuridico e dalle sue modalità di funzionamento». Accanto alla definizione di impresa, risulta fondamentale nell'applicazione di ogni disposizione sostanziale del diritto della concorrenza (in primis artt. 101 e 102), la previa delimitazione del mercato o dei mercati rispetto ai quali valutare l'effetto dell'atto o del comportamento eventualmente lesivo considerato. Si parla al proposito di «mercato rilevante» o di «mercato di riferimento», con lo scopo di individuare il settore economico e l'ambito geografico all'interno del quale inserire l'accordo, la misura o il comportamento misura oggetto di esame, onde valutarne successivamente l'impatto sulla concorrenza. Già nella nota sentenza Continental Can, la Corte di giustizia richiamava l'attenzione sull'esigenza di valutare le possibilità di concorrenza in funzione delle caratteristiche dei prodotti, e quindi avendo riguardo al mercato di riferimento[63]. La definizione del mercato costituisce inoltre uno strumento per individuare e definire l'ambito nel quale le imprese sono in concorrenza tra loro: dunque, scopo principale della definizione del mercato è di individuare in modo sistematico le pressioni concorrenziali alle quali sono sottoposte le imprese interessate. Per fare tale operazione, il mercato va definito sia sotto il profilo del prodotto che sotto quello geografico. Quanto alla prima dimensione, un criterio per valutare se un prodotto rientri o meno in un mercato di riferimento è rappresentato dal concetto della c.d. interscambiabilità dei prodotti. Se i prodotti non sono sostituibili con altri, questi non fanno parte del mercato di riferimento[64]. È opportuno, in ogni caso, sottolineare come l'interscambiabilità non deve essere valutata soltanto in relazione alla domanda ma anche all'offerta[65]. Quanto, invece, al contesto

326, p. 31 e ss

[62]CGCE 11 dicembre 1997, procedimento di volontaria giurisdizione su iniziativa della Job Centre coop. a r.l. Causa C-55/96 cfr. anche CGCE 24 ottobre 2002, Aéroports de Paris c. Commissione delle Comunità europee e Alpha Flight Services SAS, causa C-82/01 in cui la Corte ha affermato che «la circostanza che un ente disponga, per l'esercizio di una parte della propria attività, di prerogative dei pubblici poteri, non impedisce di per sé solo, di qualificarla come impresa ai sensi dell'art. 86 (oggi art. 102) del Trattato».

[63]CGCE 21 febbraio 1973, Europemballage Corporation e Continental Company Inc. c Commissione delle Comunità europee, causa 6/72. In questo caso la Corte ha annullato la decisione della Commissione, rilevando come «la decisione omette tuttavia di precisare quali siano le caratteristiche che distinguono l'uno dall'altro questi tre mercati (precisamente il settore degli imballaggi leggeri destinati alle conserve di carne, quello degli imballaggi leggeri destinati alle conserve di pesce ed il mercato dei tappi e coperchi metallici, diversi dai tappi a corona, destinati all'industria delle conserve, n.d.a.), in modo da considerarli separatamente. Neppure viene indicato quali caratteristiche distinguano questi tre mercati dal mercato generale degli imballaggi metallici leggeri»

[64]La Corte di Giustizia, in particolare, sottolinea come per valutare la posizione eventualmente dominante, di un'impresa su un determinato mercato, è necessario che le possibilità di concorrenza siano considerate nell'ambito del mercato comprendente tutti i prodotti idonei a soddisfare esigenze costanti dei consumatorie che questi prodotti non siano facilmente interscambiabili con altri; cfr. CGCE 9 novembre 1983, NV Nederlandsche Banden –Industrie Michelin

[65]Nel caso Continental Can, la Corte di giustizia ha rilevato come nella decisione della Commissione, oggetto di impugnazione, si fossero presi in esame tre diversi settori di imballaggi, quelli destinati alle conserve di carne, quelli destinati alle conserve di pesce e quello dei tappi e coperchi metallici per l'industria.

geografico entro cui si svolge il processo concorrenziale, tale può essere definito «il territorio nel quale tutti gli operatori economici si trovano in condizioni di concorrenza analoghe, con riferimento per l'appunto ai prodotti considerati»[66].

L'art. 101 TFUE disciplina, vietandole, una molteplicità di intese, che presentano la caratteristica comune di avere «per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune». La prima fattispecie indicata nel Trattato è quella degli accordi tra imprese. Il concetto di accordo non comprende solo il contratto in senso formale, giuridicamente vincolante. Perché vi sia accordo appare sufficiente l'esistenza di una volontà congiunta di comportarsi in un determinato modo. Ove siano indissociabili da un determinato rapporto contrattuale, anche i cd. gentlemen's agreements possono configurarsi come accordi ai sensi dell'art. 101, 1° comma del trattato[67] Parimenti, le «convenzioni verbali vincolanti reciprocamente due imprese» costituiscono accordi ai sensi dell'art. 85, n. 1 (ora art. 101 TFUE) [68]. È vietato l'accordo orizzontale, cioè quello tra imprese che intendano tenere lo stesso comportamento decidendo di dividersi o suddividersi il mercato. Orizzontale, perché le due imprese sono su un piano paritetico e sono entrambe nello stesso «ambito commerciale». Il divieto si estende anche all'accordo verticale, che si realizza in tutte quelle ipotesi in cui le due imprese non sono sullo stesso piano, ma operano in fasi distinte del processo produttivo-distributivo. Nel caso degli accordi verticali, una parte si obbliga ad un comportamento diverso da quello che pretende dall'altra parte[69]. La seconda categoria disciplinata dall'art. 101 è quella delle decisioni di associazioni di imprese. Si tratta della categoria nella quale le imprese di un determinato settore non stipulano direttamente dei contratti o degli accordi con altre imprese, ma seguono il contenuto della decisione, adottata e posta in essere dall'associazione di cui fanno parte le imprese. Mancando nel Trattato una definizione di cosa si intenda per associazione di imprese, l'interpretazione sarà ampia: si considerano tali sia quelle strutturate come le società commerciali, sia le associazioni di fatto, sia i consorzi, sia i gruppi di imprese, come pure le associazioni di singole attività produttive o gli stessi gruppi europei di interesse economico[70]. Oltre alle tipologie di intese appena descritte, esistono delle ipotesi più subdole, quali le pratiche concordate, ossia meri comportamenti di fatto che non trovano nessuna formalizzazione esterna ma che

---

[66]Tribunale di I grado 6 ottobre 1994, Tetra Pak International SA c. Commissione delle Comunità europee, causa T-83/91. Il Tribunale conferma la valutazione della Commissione secondo cui le condizioni di concorrenza non devono essere perfettamente omogenee, ma è sufficiente che siano analoghe o abbastanza omogenee.

[67]La Commissione ha sottolineato come «anche i gentlements devono essere considerati come accordi ai sensi dell'art. 85, paragrafo 1 (attualmente art. 101 TFUE), poiché nonostante la loro denominazione di gentlemen's agreements, essi prevedono espressamente obblighi scritti e vincolanti per le parti relativamente al loro comportamento sul mercato, obblighi che le parti possono essere costrette ad osservare mediante ricorso alla procedura arbitrale in caso di mancata osservanza» Decisione della Commissione n. 69/240/CEE del 16 luglio 1969, relativa ad una procedura a norma dell'art. 85 del trattato.

[68]CGCE 20 giugno 1978, Tepea BV c. Commissione delle Comunità europee, causa 28/77

[69] F.Bortolotti,I sistemi di distribuzione selettiva nel diritto antitrust comunitario, in Contratto e Impresa/Europa,1996, p. 127 e ss.

[70]A.Preto,Le libere professioni italiane nella Comunità europea tra mercato interno e diritto della concorrenza, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 1999, p. 1031 e ss

ugualmente riducono il grado di concorrenza, ponendosi così in contrasto l'art. 101 TFUE. «Pratica concordata» è stata definita dalla Corte di Giustizia come un coordinamento delle attività delle imprese che non comporta l'elaborazione di un vero piano, essendo sufficiente che i comportamenti siano contrari alla concezione inerente le norme del trattato in materia di concorrenza. La Corte ha affermato inoltre che «le pratiche di cui trattasi, lungi dal risultare da decisioni unilaterali, sono frutto della concertazione fra i produttori interessati: questi hanno consapevolmente escluso i rischi della concorrenza, instaurando fra loro una collaborazione pratica che ha portato ad una situazione non corrispondente alle condizioni normali del mercato (...) a detrimento dell'effettiva libertà di circolazione delle merci nel mercato comune e della libera scelta dei fornitori da parte dei consumatori»[71]. Ancora, in una serie di sentenze, note come il «caso polipropilene»[72], il Tribunale di primo grado ha introdotto il concetto di «accordo-pratica concordata». La Commissione rilevò che quindici produttori di polipropilene avevano posto in essere un «accordo e pratica concordata», avendo deciso di mantenere dei contatti, di incontrarsi per discutere le politiche commerciali, in ordine ai prezzi minimi, alle strategie per i c.d. prezzi obiettivo, alla ripartizione di mercati[73]. La Commissione ritenne di essere in presenza sia di un accordo che di una pratica concordata: da un lato si evidenziava un «accordo quadro di natura generale»; dall'altro, in via residuale, nei casi in cui non vi era la prova del consenso all'attuazione dei provvedimenti, una pratica concordata. Il Tribunale di I grado, invece, ritenne che la fattispecie dell'accordo-pratica, avesse un carattere unitario ed integrato. Ciò consente, secondo il Tribunale, di non dover indagare e ricercare i singoli elementi costitutivi delle due fattispecie, accordo e pratica, in quanto la violazione del trattato può consistere in elementi propri degli accordi vietati ed in elementi propri delle pratiche vietate[74]. Il divieto contenuto nell'art. 101 par. 1 è immediato ed automatico. Tuttavia il divieto non è assoluto. Infatti, in deroga al par. 1, il terzo ed ultimo paragrafo dell'art. 101 consente di dichiarare inapplicabile il divieto a quegli accordi tra imprese, decisioni di associazione o pratiche concordate o categorie degli stessi «che contribuiscano a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico o economico, pur riservando agli utilizzatori una congrua parte dell'utile che ne deriva, ed evitando di a) imporre alle imprese interessate restrizioni che non siano indispensabili per raggiungere tali obiettivi; b) dare a tali imprese la possibilità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti di cui trattasi». A proposito del par. 3 art. 101, il Regolamento n. 1/2003 ha introdotto una importante trasformazione poiché da disposizione attuabile solo dalla Commissione, questa è

[71] CGCE 16 dicembre 1975, Coperatieve Vereniging «Suiker Unie» U.A. Ed altri c. Commissione delle Comunità europee, cause riunite da 40 a 48, 50, da 54 a 56, 111, 113 e 114/73. In una sentenza del Tribunale di I grado 10 marzo 2002, HFB e altri la nozione di pratica concordata «corrisponde ad una forma di coordinamento delle attività delle imprese che, senza spingersi fino all'attuazione di un vero e proprio accordo, sostituisce scientemente una cooperazione pratica tra di loro ai rischi della concorrenza (...)».

[72] Si tratta di 14 sentenze del Tribunale di I grado e precisamente 24 ottobre 199\, Rhone-Poulenc SA c. Commissione delle Comunità europee, causa T-1/89.

[73] Decisione n. 86/398/CEE della Commissione.

[74] Decisione n. 86/398/CEE della Commissione.

divenuta direttamente applicabile sia sul piano comunitario che su quello statale.

L'art. 102 TUF stabilisce che è incompatibile con il mercato comune e quindi vietato lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante. Tale divieto acquista operatività nella misura in cui l'abuso possa essere pregiudizievole al commercio tra gli Stati membri e si sviluppi sul mercato comune ovvero su di una parte sostanziale dello stesso[75]. L'art. 102 affianca alla statuizione del divieto un elenco, meramente esemplificativo, di possibili abusi: l'imposizione sia diretta che indiretta di prezzi di acquisto, di vendita o di altre condizioni non eque della transazione commerciale; la limitazione della produzione, degli sbocchi e dello sviluppo tecnico a danno dei consumatori l'applicazione nei confronti di altri contraenti di condizioni dissimili per prestazioni equivalenti; la subordinazione del contratto alla previa accettazione di prestazioni supplementari, parallele e non giustificate né dagli usi commerciali né dall'oggetto del contratto. L'art. 102 non contempla, a differenza dell'art. 101, alcuna esenzione al divieto di abusare della propria posizione dominante. Tale assolutezza appare, peraltro, ovvia, se solo si pone attenzione alla circostanza che il divieto colpisce non la posizione dominante, ma lo sfruttamento abusivo della stessa. Come già detto in relazione all'art. 101 TFUE per la nozione di intesa, anche l'art. 102 del TFUE non fornisce alcuna definizione del concetto di posizione dominante. Sia la Commissione che la Corte di giustizia hanno elaborato dei parametri per definire cosa si debba intendere per posizione dominante. Alla luce di tali costruzioni, si può considerare la posizione dominante quale la «posizione di potenza economica grazie alla quale l'impresa che la detiene è in grado di ostacolare la persistenza di una concorrenza effettiva sul mercato in questione, ed ha la possibilità di tenere comportamenti alquanto indipendenti nei confronti dei concorrenti, dei clienti e, in ultima analisi, dei consumatori»[76]. Per dare concretezza a tale definizione è, peraltro, indispensabile definire il concetto di mercato di riferimento: è normale che più il mercato è ristretto , più probabile è che una determinata impresa raggiunga quella particolare posizione di forza evocata dall'art. 102. La Corte di giustizia ha anche sottolineato come tale posizione di potenza che ostacola una concorrenza effettiva e che legittima comportamenti indipendenti si riferisce ad una situazione di fatto, indipendentemente dai motivi per i quali la situazione esiste[77]. Il secondo elemento da cui occorre prender le mosse per accertare l'esistenza di una posizione dominante è rappresentato dalla sua quota di mercato. Tra gli elementi che concorrono a determinare la rilevanza della quota di mercato dell'impresa considerata vi sono: la sua capacità

[75]G. Tesauro,Diritto comunitario, Cedam, p. 576 e ss.

[76]CGCE 14 febbraio 1978, United Brands Company e United Brands Continentaal BV. In questo caso, la Corte dopo aver precisato che l'esistenza di una posizione dominante deriva in generale dalla concomitanza di più fattori che, presi isolatamente, non sarebbero necessariamente decisivi, esamina sia la struttura della UBC, sia la situazione concorrenziale, per concludere che la somma dei vantaggi di cui gode la UBC le garantisce dunque una posizione dominante sul mercato di cui trattasi. Una formulazione analoga si ha anche in CGCE 13 febbraio 1979, Hoffmann-La Roche & Co. AG, e CGCE 9 novembre 1983, NV Nederlandsche Banden Industrie Michelin.

[77]CGCE 3 ottobre 1985, SA Centre belge d'études de marché-télémarketing (CBEM) c. SA Compagnie luxembourgeoise de télédiffusion (CLT) e SA Information publicité Benelux (IPB), causa 311/84

produttiva e la sua potenza finanziaria; le quote di mercato dei concorrenti; l'esistenza di barriere di accesso al mercato. Appare evidente che un'impresa non può detenere una posizione dominante se non ha acquisito una parte non secondaria di tale mercato[78]. La posizione dominante può anche essere collettiva, nel senso che la stessa sia detenuta da più imprese; tale nozione implica che le imprese siano sufficientemente legate tra di loro al fine di adottare una posizione comune sul mercato: in altri termini, le imprese devono ostacolare insieme ed in maniera consapevole la concorrenza[79]. L' art. 102 TFUE non punisce la detenzione di una posizione dominante o il processo di creazione della stessa, piuttosto sanziona quei comportamenti dell'impresa dominante che fuoriescono dai canoni di una condotta tipica dell'operatore in un regime concorrenziale, evidenziando uno sfruttamento abusivo della propria situazione di forza. La Corte di giustizia ha sottolineato in varie occasioni che l'art. 82 (attualmente art. 102) osta a che un'impresa dominante elimini un concorrente e rafforzi in tal modo la propria posizione, avvalendosi di mezzi diversi da quelli che sono propri di una concorrenza fondata sui meriti. In particolare, nessuna concorrenza esercitata facendo leva sui prezzi può considerarsi legittima[80]. L'art. 102 TFUE esemplifica alcuni tipi di comportamento delle imprese in posizione dominante che possono configurarsi come abusi. Il riferimento più immediato è rappresentato dall'esempio fornito dallo stesso art. 82, alla lettera a): imposizione in maniera diretta o indiretta, di prezzi di acquisto, di vendita o di altre condizioni di transazione non eque. A tal proposito la Commissione ha ritenuto che sussistesse una violazione dell'art. 82 (ora 102 TFUE) da parte della General Motors la quale aveva stabilito dei prezzi eccessivi per il rilascio dei certificati di conformità per i veicoli nuovi importati in Belgio[81]. La Corte di giustizia ha confermato le considerazioni della Commissione, pur avendo annullato la decisione, avendo la General Motors cessato il comportamento e restituita la differenza di prezzo pretesa per il rilascio dei certificati[82]. Un'altra forma di intervento sui prezzi, non espressamente menzionata nell'art.102eche può essere valutata abusiva è quella relativa agli sconti. Tra quelle più significative si può ricordare l'applicazione dello sconto-fedeltà o quella dello sconto-obiettivo. Lo sconto-fedeltà si caratterizza per l'obbligo di approvvigionamento esclusivo imposto dall'altro contraente e differisce dagli sconti per quantità consumate, in quanto prescinde dal volume degli acquisti, avendo la sola finalità di ricompensare l'acquirente per non avere differenziato le fonti di approvvigionamento[83]. La

[78]La quantificazione di tale posizione è stata individuata percentualmente sia nel caso Hoffmann_La Roche che nel caso Michelin. Cfr. CGCE 13 febbraio 1979, Hoffmann-La Roche & Co. AG (le percentuali variano indicativamente dal 65% al 93%) e CGCE 9 novembre 1983, NV Nederlandsche Banden-Industrie Michelin (in questo caso le percentuali variano dal 57% al 65%)

[79]Tribunale di I grado 10 marzo 1992, Società Italiana Vetro SpA e altri c. Commissione delle Comunità europee, causa riunite T-68, T-77 e T-78/89.

[80]CGCE 3 luglio 1991, AKZO Chemie BV c. Commissione delle Comunità europee, causa C-62/86.

[81]Decisione della Commissione del 19 dicembre 1974; la Commissione riconosce la posizione abusiva della GMC in quanto «è eccessiva la differenza esistente tra il costo effettivamente richiesto per il controllo (...) e per il fatto che essa ha applicato prezzi non equi ai sensi dell'art. 86, secondo comma, lettera a)».

[82]CGCE 13 novembre 1975, General Motors Continental NV

[83]CGCE 16 dicembre 1975, Cooperative Vereniging «Suiker Unie» U.A. e altri

conseguenza più evidente, lesiva dei principi posti a fondamento della concorrenza, è quella che i soggetti che pongono in essere transazioni commerciali acquistando le stesse quantità di prodotto sono trattati in maniera diversificata a seconda che acquistino o meno l'intero proprio fabbisogno da quel fornitore. Da questo evidentemente discende che qualora gli stessi siano concorrenti sul mercato, almeno uno finisce per essere svantaggiato[84]. Una situazione diversa si verifica quando lo sconto è collegato al raggiungimento di un certo obiettivo «cd. sconto-obiettivo». Tale situazione è, altresì, differente dal cd. sconto-quantità. In quest'ultima ipotesi, infatti, il riferimento è operato al volume d'acquisto, mentre lo sconto-obiettivo è determinato individualmente per ciascuna controparte contrattuale. Nel caso Michelin, la Corte di giustizia ha ribadito che tale sistema costituisce un abuso di posizione dominante, in quanto la pressione sull'acquirente alla fine del periodo di riferimento (un anno), lo dissuadeva dal rivolgersi ai fornitori concorrenti[85]. L'abuso di posizione dominante, può infine configurarsi nella pratica dei «predatory prices». In sostanza, viene sanzionato il comportamento di un'impresa che effettua la vendita di un prodotto ad un prezzo inferiore ai costi produttivi al fine di eliminare dal mercato un concorrente. La Corte di giustizia ha riconosciuto la pratica predatoria quale abuso di posizione dominante, nel caso specifico di una importante industria chimica che ha posto in essere comportamenti sui prezzi per eliminare piccoli concorrenti dal mercato. La Corte di giustizia precisa che l'art. 82 «ora art. 102 TFUE» vieta che un'impresa dominate elimini un concorrente facendo leva sui prezzi. Poichè ogni vendita comporta per l'impresa dominante una perdita pari alla totalità dei costi fissi, cioè quei costi che restano costanti a prescindere dalla quantità prodotta, e, almeno in parte, dei costi variabili relativi all'unità prodotta, l'impresa non ha alcun interesse a praticare prezzi inferiori alla media dei costi variabili, se non quello di eliminare i propri concorrenti, per poter poi rialzare i propri prezzi approfittando della posizione di monopolio[86].

## 2.4 Gli atti di concorrenza sleale.

Se un mercato non è perfettamente concorrenziale vi può essere potere di mercato. Ciò si verifica quando compratori o venditori sono in grado di esercitare un controllo sui prezzi di mercato. Quando un agente ha potere di mercato ne segue il fallimento del mercato a realizzare la precedente allocazione efficiente. Il potere di mercato può quindi generare risultati inefficienti. Le basi economiche dell'antitrust partono dalla perdita di benessere sociale, collegata, a parità di condizioni di domanda e di costo, al monopolio, che rispetto al mercato perfettamente concorrenziale genera minore produzione e prezzi più elevati. Quando il monopolista determina il prezzo di un bene, alzandolo per aumentare i propri profitti, la quantità di equilibrio del bene diminuisce, così come la

[84]CGCE 13 febbraio 1979, Hoffmann-La Roche & Co. AG.
[85]CGCE 9 novenbre 1983, NV Nederlandsche Banden-Industrie Michelin
[86]CGCE 3 luglio 1991, AKZO Chemie BV.

dimensione del mercato per quel bene. Si genera così una differenza (profitto unitario) tra il prezzo pagato dal compratore e costo del monopolista. La quantità venduta e la dimensione del mercato si riducono al di sotto del livello ottimo, dato il più alto prezzo per i consumatori. La rendita persa dai consumatori eccede il profitto che il più alto prezzo genera, portando così a una perdita secca di benessere (deadweight loss). La perdita secca è la riduzione della rendita totale dovuta ad una riduzione della quantità venduta e non è catturata dal profitto del monopolista. La superficie del triangolo, compreso tra le curve di domanda e dei costi marginali e delimitato dal livello della quantità venduta, è la misura della perdita secca. Il profitto dapprima aumenta all'aumentare del prezzo da pl a pc (e del profitto unitario da zero a pl-pc), nonostante la domanda si riduca da qc a ql; poi per valori superiori a pm, a causa della contrazione delle dimensioni del mercato, comincia a diminuire. A fronte quindi di incrementi del profitto unitario (prezzo), il profitto totale aumenta velocemente (da zero a plpcFL) fino a raggiungere il massimo (per pmpcDM) e, poi, comincia a diminuire (a phpcGH). La perdita secca aumenta più rapidamente del profitto unitario (da zero a CLF, a CMD, a CHG). Se si raddoppia l'ammontare dell'aumento di prezzo, l'area del triangolo si moltiplica per quattro. Il monopolista provoca una perdita secca perché induce i consumatori a modificare il proprio comportamento, dato che impedisce ad alcuni potenziali compratori di realizzare uno scambio e trarne il relativo beneficio monopolista, nonostante la loro disponibilità a pagare più del costo marginale (nel tratto CM). Un prezzo più alto induce infatti i compratori ad acquistare di meno[87]. L'importanza della perdita secca dipende dalla riduzione della quantità di equilibrio del bene provocata dal monopolista, che dipende dalla elasticità rispetto al prezzo della domanda.

Quanto minore il valore dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo (meno inclinata la domanda), tanto maggiore è il profitto e la perdita secca provocata. Accanto alla perdita secca può essere però rilevante anche il costo sociale relativo alla creazione e al mantenimento di posizioni di monopolio, e dagli investimenti che altri operatori farebbero se potessero entrare nel mercato. Tale valore è tanto più grande quanto più alte sono le barriere all'entrata e più gli assetti sono specializzati, durevoli e costosi. Salvo nei casi di monopolio naturale o legale il monopolista deve difendersi da possibili nuove entrate[88]. Infine, un'altra area di perdita di benessere, dipende dai minori incentivi all'innovazione tecnologica cui sono generalmente associati diminuzioni di costi ed aumenti del benessere dei consumatori. Gli incentivi ad innovare sono infatti più forti nelle industrie concorrenziali. Il monopolio ritarda il progresso tecnologico, avendo minori pressioni concorrenziali e godendo di extraprofitti. Come vedremo, il discorso si estende anche alle situazioni simili di oligopolio. Gli interventi regolatori ed antitrust partono da un controllo sulle concentrazioni, sono

[87]La perdita secca ha luogo perché il monopolio spinge alcuni consumatori a intraprendere altre transazioni che producono meno valore sociale di quello che si sarebbe creato con la scelta più efficiente.

[88]La teoria della dissipazione della rendita di monopolio suggerisce che il monopolista spende parte dei profitti per difendere la sua posizione dai potenziali concorrenti che cercano di entrare nel mercato. Il monopolista potrebbe anche spendere tutti i profitti attesi per proteggere la propria posizione e avere un rendimento pari a quello del regime competitivo. Tale perdita di benessere è quindi potenzialmente il doppio della perdita secca.

quindi volti ad evitare la creazione ed il rafforzamento di posizioni dominanti. Occorre anche prevenire intese di cartello che riproducono gli effetti del monopolio ed i comportamenti abusivi che ostacolano l'indebolimento, ad opera dei concorrenti, delle posizioni dominanti. All'operatore dominante sono vietate azioni possibili ai suoi concorrenti; ad esempio la determinazione di prezzi inferiori ai propri costi medi configura una fattispecie di abuso di posizione dominante, lecita per i concorrenti. La definizione del mercato rilevante ai fini antitrust è cruciale per valutare il comportamento di un operatore dominante, intesa e operazioni di concentrazione. Una definizione di mercato rilevante troppo ristretta da luogo all'identificazione di posizioni dominanti non presenti, mentre una definizione troppo allargata fa scomparire posizioni dominanti esistenti. Occorre quindi definire i confini del mercato rilevante, sia dal punto di vista merceologico che geografico e tenere presente che questo può evolversi nel tempo, modificandosi la struttura del mercato e la tecnologia.

## 2.5 Le pratiche commerciali scorrette fra imprese e consumatori

La convivenza fra Autorità di settore – preposte, in via esclusiva, ad uno specifico settore economico (Agcom, Banca d'Italia, Consob) – e Autorità trasversali – dotate di competenze non limitate oggettualmente a singoli comparti, in quanto istituite a tutela di specifici interessi pubblici di portata generale (Agcm) – ha dato da tempo luogo a interferenze fra le rispettive attribuzioni.

Non poche difficoltà si sono registrate a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. 2.8.2007, n. 146, di attuazione della direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno, che, sostituendo gli artt. da 18 a 27, d.lgs. 6.9.2005, n. 206 (Codice del consumo), ha individuato l'Agcom quale autorità competente per l'applicazione della disciplina sulle pratiche commerciali scorrette.

La nuova disciplina riguarda le pratiche commerciali tra professionisti e consumatori, intese come «qualsiasi azione, omissione, condotta o dichiarazione, comunicazione commerciale ivi compresa la pubblicità e la commercializzazione del prodotto, posta in essere da un professionista, in relazione alla promozione, vendita o fornitura di un prodotto ai consumatori»*;* impone ai professionisti obblighi di completezza e non ingannevolezza nelle informazioni fornite ai consumatori e di piena correttezza delle condotte poste in essere nei loro confronti.

L'art. 27, co. 1, del Codice del consumo (come sostituito dall'art. 1, co. 1, del richiamato d.lgs. n. 146/2007), dedicato alla tutela amministrativa e giurisdizionale*,* individua l'*Autorità garante della concorrenza e del mercato* quale autorità competente all'applicazione della disciplina sulle pratiche commerciali scorrette; dispone, in specie, che «l'Autorità garante della concorrenza e del mercato...esercita le attribuzioni disciplinate dal presente articolo, vale a dire: inibisce la continuazione delle pratiche commerciali scorrette e ne elimina gli effetti; dispone la sospensione provvisoria delle pratiche commerciali scorrette, anche richiedendo informazioni; dispone che il

professionista provi l'esattezza dei dati di fatto connessi alla pratica commerciale; vieta la diffusione o la continuazione della pratica commerciale scorretta, anche con opportuni mezzi di pubblicità; dispone l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie e interdittive».

Giova ricostruire più nel dettaglio il quadro normativo di riferimento.

L'art. 3 della direttiva 29/2005/CE, relativa alle pratiche commerciali sleali delle imprese nei confronti dei consumatori nel mercato interno, dopo aver delineato il proprio campo generale di applicazione (pratiche commerciali sleali delle imprese nei confronti dei consumatori, come stabilite all'art. 5, poste in essere prima, durante e dopo un'operazione commerciale relativa a un prodotto), chiarisce, al par. 4, che le altre norme comunitarie che disciplinano *aspetti specifici* delle pratiche commerciali sleali prevalgono e si applicano *a tali aspetti specifici* solo a condizione di un contrasto con le disposizioni della direttiva stessa. Dispone, in particolare, il citato art. 3, par. 4, della direttiva 29/2005/CE, che «in caso di contrasto tra le disposizioni della presente direttiva e altre norme comunitarie che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, prevalgono queste ultime e si applicano a tali aspetti specifici».

Inoltre, al considerando 10 della richiamata direttiva 29/2005/CE si precisa che la *stessa* «si applica soltanto qualora non esistano norme di diritto comunitario specifiche che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, come gli obblighi di informazione e le regole sulle modalità di presentazione delle informazioni al consumatore. Essa offre una tutela ai consumatori ove a livello comunitario non esista una specifica legislazione di settore».

Nell'ordinamento interno, il citato art. 3, par. 4, della direttiva 29/2005/CE è stato trasposto nell'art. 19, co. 3, d.lgs. 6.9.2005, n. 206 (Codice del consumo), ai sensi del quale «in caso di contrasto le disposizioni contenute in direttive o in altre disposizioni comunitarie e nelle relative norme nazionali di recepimento che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali scorrette prevalgono sulle disposizioni del presente titolo e si applicano a tali aspetti specifici».

Due le indicazioni desumibili, quindi, dai richiamati riferimenti normativi sovranazionali e nazionali:

*a*) da un lato, il riferimento al criterio della *specialità* in forza del quale le disposizioni dettate dal Codice del consumo in tema di accertamento e repressione delle pratiche commerciali sleali recedono allorché sussistano nelle discipline di settore norme *contrastanti* volte a disciplinare *aspetti specifici*;

*b*) dall'altro, e al contempo, l'attitudine della disciplina generale dettata a tutela del consumatore a trovare applicazione, anche allorché le discipline di settore intervengano a regolamentare aspetti specifici, con riguardo ad altri elementi.

Si è posta così la questione relativa ai rapporti tra la disciplina generale di cui al Codice del consumo e le discipline di settore che possono incidere su aspetti specifici delle pratiche commerciali scorrette.

In specie, il problema è emerso con riguardo:

*a*) al *settore dei servizi finanziari*, in relazione al quale è venuta in rilievo la necessità di definire gli ambiti di competenza rispettivamente propri dell'Agcm e della Consob;

*b*) al *settore del credito*, con conseguente necessità di delimitare le competenze dell'Agcm e della Banca d'Italia;

*c*) infine, al *settore delle comunicazioni elettroniche*, in merito alla delimitazione delle competenze spettanti all'Agcm e alla Agcom.

Si tratta di profili problematici sui quali l'Adunanza plenaria del Consiglio di Stato è ripetutamente intervenuta nel corso del 2012.

La questione non attiene certo alla sola risoluzione dei potenziali conflitti di competenze tra differenti Autorità, ma ancor prima alla ricostruzione dei rapporti tra la normativa generale in tema di pratiche commerciali scorrette e le regolamentazioni di settore.

Con specifico riferimento al settore dei servizi finanziari, si pone la necessità di verificare l'ambito di applicazione della disciplina generale del Codice del consumo, e la conseguente competenza dell'Agcm ad intervenire circa pratiche commerciali scorrette poste in essere dai professionisti che operano nei servizi finanziari (emittenti, intermediari, ecc.). Il problema si pone perché, a garanzia della correttezza delle informazioni al pubblico e della trasparenza e correttezza dei comportamenti dei relativi operatori, è dettata una disciplina legislativa di settore (d.lgs. 24.2.1998, n. 58 e successive modificazioni, recante il *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*) per la cui applicazione è competente la Consob, sia per quanto concerne gli emittenti (parte IV del t.u.f.), sia per quanto concerne gli intermediari finanziari (parte II del t.u.f.). Per l'esercizio dei compiti di vigilanza, alla Consob sono attribuiti poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori.

Al riguardo, Cons. St., sez. I, 3.12.2008, n. 3999, – ritenuta la necessità di fare applicazione, nella soluzione del problema, del principio di specialità – ha sostenuto che lo stesso principio va disancorato «dal riferimento prevalentemente *soggettivo* (cioè al tipo di operatore interessato o di soggetto tutelato)» e calibrato piuttosto «sull'*oggetto* dell'intervento e sull'interesse generale perseguito attraverso l'intervento stesso»89.

Secondo il Consiglio di Stato, in particolare, nel fare applicazione della specialità – e sempre che la stessa non incontri "limiti intrinseci" (riscontrabili nei casi di "*specialità reciproca*", sussidiarietà o "*reciproco assorbimento*") o "estrinseci" (ricorrenti quando il conflitto è espressamente risolto da una

[89] In termini, Cons. St., sez. VI, 16.10.2002, n. 5640, intervenuto a risolvere il diverso problema dell'individuazione dell'Autorità – *Antitrust* o Banca d'Italia – competente ad accertare e sanzionare illeciti di tipo concorrenziale, per violazione quindi della normativa *antitrust*, allorché l'illecito anticompetitivo da accertare coinvolga aziende di credito o sortisca effetti su mercati bancari.

norma di legge) – occorre avere riguardo «al tipo di comportamento e soprattutto alla situazione contestuale verso cui l'intervento correttivo o sanzionatorio è diretto; più che al tipo di operatore coinvolto si deve aver riguardo alla materia su cui i due possibili interventi vanno ad incidere, vale a dire – laddove esista un contesto distinto i cui operatori agiscono secondo regole e pratiche di sistema – al *settore* su cui l'intervento va ad essere dispiegato». Pare quindi che, alla stregua della ricostruzione svolta nel precedente richiamato, nell'applicare il criterio della specialità, la comparazione debba riguardare – almeno quando esista «un contesto distinto i cui operatori agiscono secondo regole e pratiche di sistema» – non già le singole fattispecie di illecito previste dalla normativa generale e da quella di settore (e nelle quali il fatto contestato all'operatore appare *prima facie* riconducibile) – ma i «settori su cui l'intervento correttivo o sanzionatorio va ad essere dispiegato».

Ed invero, la stessa prima sezione conclude osservando che «è la caratteristica distinta del settore finanziario a identificare … le ragioni della specialità. Non pare infatti dubitabile che il settore finanziario rappresenti, per le sue caratteristiche, le sue pratiche, la sua ragione e le sue stesse norme un contesto di sistema, distinto rispetto al mercato in generale, come è facilmente riscontrabile in termini giuridici con il suo ordinamento di settore, specifico a quello del mercato in generale, di cui le disposizioni sopra richiamate sono indice. La conclusione nel caso in esame pare dunque essere – conformemente a quanto prospetta l'AGCM – che la normativa di ordine speciale del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 prevale, anche ai fini della identificazione dell'Autorità competente ad intervenire, sulla normativa di ordine generale di cui al d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206».

Sul fronte normativo, il citato art. 19, co. 3, d.lgs. 6.9.2005, n. 206 (Codice del consumo), dispone che «in caso di contrasto le disposizioni contenute in direttive o in altre disposizioni comunitarie e nelle relative norme nazionali di recepimento che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali scorrette prevalgono sulle disposizioni del presente titolo e si applicano a tali aspetti specifici»: salvo, pertanto, che per gli specifici aspetti delle pratiche commerciali scorrette disciplinati in modo contrastante dalle normative di settore, andrebbe garantita l'operatività della generale disciplina a tutela del consumatore con l'applicazione, quindi, delle comuni fattispecie di illecito (pratiche scorrette, ingannevoli o aggressive) disciplinate dagli art. da 18 a 27 del Codice del consumo, non relative a settori specifici ma al rapporto tra consumatore e professionista in quanto tali.

La logica della complementarietà delle discipline, del resto, appare idonea ad evitare vuoti di tutela del consumatore, potendosi altrimenti lasciare senza sanzione comportamenti pure rivolti a suo danno, prevenendosi, altresì, il rischio che la normativa generale di tutela del consumatore quale parte negoziale debole venga limitata, se non vanificata, da plurime norme settoriali speciali.

E' da considerare che i citati artt. 3, par. 4, della direttiva 29/2005/CE, e 19, co. 3, d.lgs. 6.9.2005, n. 206 (Codice del consumo), dispongono che la disciplina generale recede solo a fronte di norme di

settore che regolamentino «aspetti specifici delle pratiche commerciali» e nei limiti in cui vengano in rilievo tali «aspetti specifici», dovendo per tutti gli altri profili riespandersi l'operatività delle comuni fattispecie di illecito succitate.

Due le esigenze sottese a tale regolamentazione – europea e nazionale – dei criteri di riparto delle competenze e di risoluzione di eventuali ipotesi di concorso di norme:

*a*) da un lato, quella di evitare che, a fronte dello stesso fatto, già sanzionato dalla disciplina di settore con la previsione di una fattispecie *speciale*, possano essere addebitati all'operatore più illeciti e comminate più sanzioni;

*b*) dall'altro, quello di limitare il carattere recessivo della generale disciplina a tutela del consumatore alle sole ipotesi in cui le regolamentazioni di settore prevedano fattispecie corrispondenti a quelle delineate dalla disciplina generale, ancorché rispetto a queste *speciali* (per specificazione o per aggiunta), sì da stemperare il rischio che la definizione dei problemi di concorso tra discipline possa risolversi in una complessiva *deminutio* della tutela approntata in favore del consumatore ed una impunità di comportamenti pregiudizievoli, punibili alla stregua degli artt. da 18 a 27 del Codice del consumo, ma non sussumibili, tuttavia, in alcuna delle ipotesi di illecito di settore.

Ebbene, le esposte esigenze suggeriscono un'applicazione del criterio normativo della *specialità* non dissimile da quella prevalsa negli ultimi anni nella giurisprudenza penale in sede di interpretazione dell'art. 15 c.p.[90], volta cioè a porre a raffronto le fattispecie astratte di illecito amministrativo rispettivamente delineate dalla disciplina generale a tutela del consumatore e da quelle di settore, concludendo per l'applicazione di quest'ultima solo se la stessa possa dirsi speciale rispetto a quella contemplata dalla normativa generale.

Allorché non sia dato riscontrare tale relazione di specialità appare problematico escludere l'applicazione della disciplina generale: ne risulterebbero compromesse le esposte esigenze, in specie quella relativa alla pienezza ed effettività della tutela del consumatore.

Esigenza, quest'ultima, che deve indurre a considerare con problematicità l'approccio interpretativo secondo cui il criterio di specialità va applicato ponendo a raffronto non le singole fattispecie, ma i «settori su cui l'intervento correttivo o sanzionatorio va ad essere dispiegato»: evidente, invero, il rischio sotteso a tale impostazione, ossia quello che si finisca per ritenere speciale l'intera disciplina di settore, con conseguente esclusione di qualsiasi margine di operatività della disciplina generale dettata a tutela del consumatore, ancorché, in ipotesi, solo nelle fattispecie sanzionatorie da quest'ultima delineate (e non in quelle contemplate dalla regolamentazione di settore) sia riconducibile il fatto che in concreto si intenda contestare all'operatore.

[90]Cass. pen., S.U., 20.12.2005, n. 47164; Cass. pen., S.U., 21.1.2011, n. 1963; Cass. pen., S.U., 19.1.2011, n. 1235.

Si consideri, del resto, che proprio con l'intento di stemperare i rischi di oscillazioni che si annidano nella identificazione del bene giuridico presidiato con la incriminazione delle fattispecie, la più recente e prevalente giurisprudenza penale esclude che, nel definire la natura apparente o effettiva del concorso di norme penali, abbia rilievo la diversità o l'identità delle oggettività giuridiche protette dalle disposizione in concorso, affidando quindi al solo riscontro della sussistenza di una relazione strutturale di specialità tra le fattispecie che vengono in considerazione la soluzione del problema di concorso: tanto in omaggio ad un'esigenza di certezza e determinatezza che viene in rilievo anche nel settore qui in esame.

## 2.6 I contratti di borsa

I contratti di borsa sono contratti standardizzati che (di regola) hanno per oggetto il trasferimento della proprietà di un determinato quantitativo di valori mobiliari(azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni) individuati solo nel genere (ad esempio, 1000 azioni Fiat ordinarie), la cui esecuzione (individuazione e consegna delle azioni, pagamento del prezzo) è differita ad una scadenza predeterminata.

I contratti di borsa si atteggiano, perciò, come vendite a termine di azioni o di altri valori mobiliari, in passato rappresentati da titoli di credito ed oggi da strumenti finanziari dematerializzati. Infatti, a partire dal 1998 le società quotate non possono più emettere titoli rappresentativi di strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati. L'emissione e il trasferimento delle azioni e delle obbligazioni di società quotate avviene, perciò, esclusivamente mediante registrazioni contabili effettuate da una società di gestione accentrata di strumenti finanziari (la Monte Titoli s.p.a).

Resta fermo che i contratti di borsa costituiscono vendite a termine generiche assoggettate ad una disciplina particolare che riguarda, essenzialmente, le modalità di conclusione e di esecuzione del contratto, nonché i rimedi in caso di inadempimento.

Le negoziazioni di borsa presentano, infatti, caratteristiche peculiari.

I contratti di borsa sono contratti standardizzati: i tipi di contratti ammessi ed i quantitativi minimi negoziabili (ove previsti) sono stabiliti dal regolamento del mercato.

La negoziazione di borsa (e negli altri mercati regolamentati) è riservata di regola a determinate categorie di intermediari professionali: società di intermediazione mobiliare e imprese di investimento estere autorizzate[91], banche italiane ed estere autorizzate e, fino all'esaurimento del relativo ruolo, gli agenti di cambio; oggi, però, possono essere ammessi alla negoziazione anche altri soggetti, purchè in possesso di adeguati requisiti di onorabilità, professionalità, competenza e di risorse sufficienti (art. 25 Tuf, modificato dal d. lgs. 164/2007).

[91]L'attuale disciplina recepisce la normativa comunitaria di armonizzazione del settore (direttiva n. 39/2004 che sostituisce la direttiva n. 93/22), fondata sul principio del mutuo riconoscimento dei mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario. Le imprese di investimento di ogni Paese dell'Unione europea possono, perciò, effettuare le negoziazioni su uno qualsiasi dei mercati regolamentati dell'Unione.

Chi intende acquistare o vendere titoli quotati in borsa è tenuto, perciò, a rivolgersi ad uno degli intermediari abilitati conferendogli un apposito incarico scritto di acquisto o di vendita. E' questo il c.d. ordine di borsa le cui modalità, per quanto non previsto dalla disciplina generale dei contratti di investimento, sono oggi determinate dal regolamento di borsa, che in particolare ne determina la tipologia quanto al prezzo ed al tempo di esecuzione.[92]

La Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, disciplina l'istituzione ed il funzionamento di sistemi volti a garantire il buon fine dei singoli contratti[93], nonché delle operazioni di compensazione e liquidazione, con interventi peraltro diversamente articolati a seconda che le operazioni abbiano per oggetto strumenti finanziari non derivati o derivati.[94] E a tal fine è stata istituita nel 1992 un'apposita "Cassa di compensazione e garanzia", la quale utilizza fondi costituiti con i versamenti degli intermediari partecipanti al sistema.[95]

E' infine prevista una particolare procedura di liquidazione dei contratti di borsa qualora uno dei soggetti ammessi alle negoziazioni incorra in una "insolvenza di mercato" (art. 72 Tuf), dovuta ad inadempimenti o ad altre situazioni stabilite dalla Consob (art. 15 reg. 11768/1998).

L'insolvenza di mercato è dichiarata dalla Consob e determina l'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente non ancora scaduti. La liquidazione è effettuata da uno o più commissari nominati dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, secondo le modalità stabilite dalla stessa Consob (art. 17reg. 11768/1998).

Le compravendite di borsa sono pur sempre contratti ad esecuzione differita che hanno per oggetto strumenti finanziari individuati solo nel genere.

Le modalità di determinazione del termine di esecuzione (c.d. liquidazione) possono essere diverse e sotto tale profilo i contratti di borsa si distinguono in contratti "a contanti" e "a termine".

La compravendita a contanti deve essere eseguita entro un termine massimo che decorre dalla conclusione di ciascun contratto: termine attualmente fissato in tre giorni dal regolamento di borsa. Il termine di esecuzione è, perciò, diverso per ogni contratto stipulato, fermo restando che anche nel contratto "a contanti" non si ha lo scambio immediato dei titoli contro il prezzo.

La liquidazione per compensazione dei contratti a contanti avviene con cadenza giornaliera e il

---

[92]E per l'inquadramento dell'ordine di borsa nell'ambito del mandato senza rappresentanza (commissione), Comunale, L'ordine di borsa, Milano, 1981, 101 ss.

[93]E v. Provvedimento Banca d'Italia, 22 ottobre 2002, in Banca e borsa, 2003, I, 624, che fissa i requisiti patrimoniali ed organizzativi delle società di gestione dei sistemi di garanzia.

[94]La compensazione, la liquidazione e la garanzia delle operazioni effettuate con l'intervento dei relativi sistemi hanno carattere definitivo. Non possono essere perciò sottoposte a revocatoria fallimentare e dichiarate inefficaci se gli intermediari sono assoggettai a procedura concorsuale dopo che il relativo ordine è stato immesso nel sistema. Le transazioni ordinate ed eseguite nel giorno stesso dell'apertura della procedura concorsuale sono inoltre fatte salve se il gestore del servizio era in buona fede (art. 2, d.lgs. 12/4/2001, n. 210).

[95]La Cassa compensazione e garanzia, istituita in base all'art. 22, 3° comma legge 1/1991 (ed ora artt. 68-70 Tuf), è unica per tutti i mercati regolamentati ed è una società per azioni del gruppo Borsa italiana. E' sottoposta a controllo da parte della Consob e della Banca d'Italia (art. 77 Tuf). E per la disciplina secondaria, v., da ultimo, Provvedimento Banca d'Italia, 22 ottobre 2002, in Banca e borsa, 2003, I, 624

relativo servizio di compensazione e liquidazione, gestito dal 2004 dalla Monte Titoli[96], determina il saldo a debito o credito di ciascun intermediario.

Gli effetti perturbativi sulle quotazioni delle operazioni speculative hanno, tuttavia, portato ad una netta separazione fra mercato a contanti e mercato a termine dei titoli quotati a borsa. A partire dal febbraio 1996, con il completamento del processo di telematizzazione delle negoziazioni, tutti i contratti di borsa devono essere conclusi "a contanti"; la liquidazione deve avvenire entro tre giorni dalla conclusione. Nel 2003 è stato inoltre chiuso il Mercato dei premi e conseguentemente la possibilità di negoziare in borsa contratti a premio.

I tradizionali contratti a termine legati alla liquidazione mensile hanno cessato così di esistere. Nel contempo, per le operazioni a carattere puramente speculativo è stato istituito un distinto mercato regolamentato; il mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari derivati.

In tale mercato i tradizionali contratti a termine sono stati sostituiti dai contratti futures; quelli a premio dai contratti di opzione.

## 2.7 Gli strumenti finanziari derivati

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante, quale ad esempio titoli azionari, tassi di interesse, tassi di cambio, o merci.

L'art. 1, comma 3, D. Lgs. 58/1998 (Testo Unico Finanziario) definisce "strumenti finanziari derivati" quegli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere D), E), F), G), H), I) e J)[97], nonché gli

[96]E v. Provv. Banca d'Italia, 30-10-2000 e 18-62004. In precedenza il servizio era prestato dalla stessa Banca d'Italia.

[97]Art. 1, comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j) D. Lgs. 58/1998: "d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap" e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine ("forward") e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f) che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini".

strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera D).[98]

Tra le principali categorie di strumenti finanziari derivati vi sono i contratti di swap, i contratti di opzione ed i contratti a termine.

I contratti di swap – tra i più noti strumenti finanziari derivati – consistono in un accordo con cui le parti si scambiano flussi di pagamenti a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un'attività sottostante.

In base al c.d. "sottostante" si individuano vari tipi di contratti di swap, tra cui interest rate swap, asset swap, currency swap.

Nei contratti di interest rate swap le parti si scambiano periodici pagamenti di interessi, calcolati su una somma di denaro, detta capitale nozionale di riferimento, per un periodo di tempo predefinito.

Nel plain vanilla swap – che è la forma più diffusa di interest rate swap – uno dei due flussi di pagamento è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato ad un tasso di interesse variabile.

Nei contratti di asset swap le parti si scambiano pagamenti periodici dipendenti da un titolo azionario, mentre nei contratti di currency swap le parti si scambiano pagamenti in diverse divise.

Con il contratto di opzione, l'acquirente acquista il diritto – senza obbligo – di acquistare (opzione call) o vendere (opzione put) una data quantità di un bene (titoli finanziari o merci) ad un prezzo prefissato (strike price) al raggiungimento di una certa data.

Quando l'acquirente dell'opzione esercita il proprio diritto, e cioè decide di acquistare (call) o vendere (put), il ricavo consisterà, nel caso di opzione call, nella differenza tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio; nel caso di opzione put nella differenza tra prezzo di esercizio e prezzo del sottostante.

Con il contratto a termine le parti si accordano invece per la compravendita di un certo sottostante (attività finanziarie o merci) ad un prezzo e ad una data prefissati. La parte che deve acquistare un certo sottostante ad una data e ad un prezzo prestabiliti, assumerà il rischio del deprezzamento del bene. Un eventuale deprezzamento di mercato del bene è qui irrilevante, avendo la parte acquirente assunto l'obbligo di acquisto al prezzo già prestabilito nel contratto. Per contro, la parte che deve vendere il sottostante ad una data ed un prezzo stabiliti, assumerà il rischio dell'aumento del prezzo del bene.

I contratti derivati possono essere suddivisi tra contratti "par" e contratti "non par".

---

[98]Art. 1, comma 1-bis, lettera d) D. Lgs. 58/1998: "d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure".

Il derivato si definisce "par" quando il valore di partenza del contratto è nullo, e cioè non è né positivo e né negativo per entrambe le parti.

Se ciò non avviene, il contratto si definisce "non par", e presenterà, già nel momento iniziale, un valore di mercato negativo per una delle due parti (solitamente per il cliente). Ciò accade poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato.

Nei contratti "non par" l'equilibrio contrattuale viene ristabilito attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti. Tale pagamento, definito up front, corrisponde al valore di mercato negativo del contratto.[99]

Gli strumenti finanziari derivati si differenziano inoltre a seconda che siano o meno negoziati sui mercati regolamentati.

Nel primo caso le caratteristiche contrattuali – quali il sottostante, la durata e le modalità di liquidazione – sono standardizzate e definite dall'autorità del mercato su cui vengono negoziati.

I contratti negoziati invece al di fuori dei mercati regolamentati sono detti over the counter (OTC). I titoli e gli operatori ammessi al mercato over the counter non sono assoggettati alla disciplina specifica ed all'autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo, né sono presenti nei circuiti ufficiali borsistici. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate: in questo caso i contraenti possono liberamente stabilire tutte le caratteristiche degli strumenti.

Tra i contratti a termine si distinguono i futures, negoziati sui mercati regolamentati ed i forward, che invece sono contratti over the counter.

In relazione allo scopo perseguito gli strumenti finanziari derivati possono avere inoltre una finalità di copertura, di speculazione, o di arbitraggio.

Con la finalità di copertura si mira a proteggere una posizione da variazioni indesiderate nei prezzi di mercato. L'utilizzo dello strumento derivato consente di neutralizzare l'avversità del mercato, bilanciando le perdite riscontrate sulla posizione "da coprire" con i guadagni conseguiti sul mercato dei derivati.

Generalmente gli strumenti derivati di copertura vengono conclusi quando il cliente abbia contratto con una banca un finanziamento regolato ad un tasso di interesse variabile, ed intenda cautelarsi dal

[99]La Consob ha chiarito: "I contratti non par (…) presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di up front" (doc. 10: Audizione di Consob avanti alla VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato del 18 marzo 2009).

rischio di aumento dei tassi di interesse variabili.

La Consob ha stabilito tre specifici criteri in forza dei quali il derivato possa ritenersi avere finalità di copertura (Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e Comunicazione Consob n. DEM/1026875 dell'11 aprile 2001):

1. deve essere stato sottoscritto esplicitamente al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;
2. deve esserci una oggettiva correlazione delle caratteristiche tecnico-finanziarie tra il rapporto preesistente oggetto della copertura e il derivato sottoscritto;
3. la banca deve aver adottato procedure di controllo interno idonee per assicurare l'effettivo rispetto delle due condizioni suesposte.

La finalità speculativa mira invece alla realizzazione di un profitto in assenza di una posizione sottostante da coprire e comporta l'assunzione di rischi.

La finalità di arbitraggio, infine, mira a conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante. Ciò accade ad esempio quando si sfrutta un temporaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante – prezzi che sono invece destinati a coincidere alla scadenza del contratto – vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato e ottenendo, così, un profitto privo di rischio.

## 2.8 Il Sevif[100]

L'applicazione della metodologia "Lamfalussy", nonostante i meritori propositi, ha, tuttavia, dato risultati solo parziali e l'auspicata razionalizzazione del processo di produzione delle norme europee non sempre si è materializzata. La crisi finanziaria scoppiata sul finire del 2008 ha, in particolare, evidenziato una serie di lacune nel sistema di vigilanza sul settore bancario e sul mercato finanziario. I modelli di vigilanza su base nazionale non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione delle attività finanziarie e con la realtà integrata e interconnessa dei mercati bancari e finanziari europei, nei quali – come detto – numerosi soggetti operano a livello transnazionale. La crisi ha, inoltre, evidenziato lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione coerente del diritto dell'UE e fiducia tra le autorità nazionali competenti, che agiscono secondo il principio dell'home country control. In varie risoluzioni pubblicate prima e durante la crisi finanziaria, il Parlamento europeo ha esortato ad adottare un sistema di vigilanza europeo più integrato, al fine di assicurare reali condizioni di parità per tutti gli attori al livello dell'UE, rispecchiando l'integrazione sempre maggiore dei mercati finanziari nell'UE[101]. Per imprimere nuova forza al processo di armonizzazione,

[100]L'architettura europea della regolazione finanziaria,(a cura di) G. Gasparri, 10 ss.
[101]Si vedano, in particolare, la risoluzione del Parlamento europeo del 9 settembre 2010 su «Legiferare meglio» e del 6 luglio 2011 sulla crisi finanziaria, economica e sociale: raccomandazioni sulle misure e le iniziative da

la Commissione UE ha, quindi, istituito un Gruppo "di alto livello", presieduto da Jacques de Larosière de Champfeu – già direttore del Fondo Monetario Internazionale e Governatore della Banca di Francia – che il 25 febbraio 2009 ha formulato talune importanti proposte di riforma, volte a delineare un percorso evolutivo basato sulla trasformazione dei preesistenti comitati con poteri consultivi – il Comitato di vigilanza bancaria (CEBS), il Comitato di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il già ricordato CESR – in altrettante autorità europee. La linea tendenziale ipotizzata prevedeva come punto di arrivo un modello fondato su una ripartizione delle responsabilità di vigilanza sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'autorità responsabile per i profili di microstabilità e di vigilanza prudenziale per il settore bancario, di un'autorità competente, sotto gli stessi profili, per il settore assicurativo e di un'autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati finanziari. Tali proposte, di notevole interesse, suggerivano cambiamenti di grande respiro, pur nell'alveo dell'assetto istituzionale prefigurato dal Trattato istitutivo dell'UE. Peraltro, se vi era convergenza sull'adozione di regole chiare, essenziali e da tutti in egual misura applicate, non vi era altrettanta sintonia sull'ipotesi di riforma strutturale della vigilanza, che la maggioranza dei Paesi intendeva continuare a esercitare attraverso le autorità nazionali, seppure con un forte coordinamento centrale. Nel settembre 2010, il Parlamento europeo ha, quindi, approvato un pacchetto legislativo che ha modificato sostanzialmente, a decorrere dall'anno 2011, il controllo e la vigilanza su banche, imprese assicurative e mercato finanziario, istituendo, sulla base degli elementi principali contenuti nella relazione "de Larosière", tre autorità europee di vigilanza (European supervisory authorities - ESAs) – una di vigilanza sulle banche (EBA - European Banking Authority, con sede a Londra[102]), l'altra di vigilanza del settore assicurativo (EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority, con sede a Francoforte), la terza di vigilanza sul mercato finanziario (ESMA - European Securities and Market Authority, con sede a Parigi)[103] – in sostituzione dei menzionati comitati di "livello 3". Si tratta di un disegno largamente ispirato al modello cooperativo sperimentato nell'European Competition Network (ECN), in relazione all'implementazione delle regole in tema di concorrenza. Allo scopo di rafforzare la collaborazione tra le ESAs, si è altresì dato vita a un Joint Committee delle stesse, chiamato a

---

adottare. Osserva correttamente GUALANDRI, Un anno del Single Supervisory Mechanism - SSM: prime valutazioni, in Banca impresa soc., 1, 2016, 11, che «[s]ono diversi gli effetti negativi di una regolamentazione differenziata: scarsa trasparenza, incertezza legale, distorsione nella concorrenza, possibilità per gli intermediari di utilizzare a loro vantaggio differenze regolamentari, maggior costo di compliance regolamentare per le istituzioni che operano in più stati membri». VALIANTE, Europe's untapped capital market. Rethinking integration after the great financial crisis, ECMEG Final Report, Centre for European Policy Studies, 2016, 36, osserva che «the minimum harmonisation approach to regulation with the extensive use of directives, combined with a weak supervisory mechanism (due in particular to a lack of supervisory coordination among national competent authorities and the absence of a macroprudential framework (...)), has most likely softened the impact of the FSAP on financial markets integration».

[102]S'intende che, una volta che il Regno Unito avrà receduto dall'UE, occorrerà individuare una nuova sede per l'EBA.

[103]Si vedano i Regolamenti UE nn. 1093/2010 (EBA), 1094/2010 (EIOPA) e 1095/2010 (ESMA), nonché la Direttiva n. 2010/78/UE (Direttiva Omnibus I).

coordinarne le funzioni, in particolare per quanto concerne i conglomerati finanziari, la contabilità e la revisione dei conti, le analisi microprudenziali degli sviluppi intersettoriali, dei rischi e delle vulnerabilità in termini di stabilità finanziaria, i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs) e le misure di contrasto al riciclaggio di denaro, nonché rispetto ad altre cross-sectoral issues (ad esempio, regolazione dei critical benchmarks di cui all'art. 20, Reg. UE n. 2016/1011, delle securitisations e delle agenzie di rating del credito). Per garantire la coerenza delle attività delle ESAs, il Joint Committee ne coordina strettamente l'operato – talora coinvolgendo appositi Standing Committees settoriali – al fine, se del caso, di elaborare posizioni comuni (considerando n. 57 e artt. 54 ss., Regolamenti istitutivi delle ESAs). Le ESAs fanno parte integrante del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), un network di supervisione micro e macroprudenziale, privo di personalità giuridica, che comprende altresì il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board - ESRB), nonché le singole autorità di vigilanza finanziaria nazionali dell'UE, rappresentate in seno alle ESAs. In particolare, l'ESRB – nel cui contesto un ruolo decisivo è svolto dalla BCE[104] – ha essenzialmente il compito di prevenire e monitorare i rischi macroprudenziali, potenzialmente capaci di compromettere la stabilità del sistema finanziario europeo nel suo complesso. Il modello tradizionale delle agenzie europee con compiti di coordinamento e assistenza ai regolatori nazionali risulta, quindi, superato, per effetto dei sopravvenuti regolamenti europei, mediante l'attribuzione ad autorità sovranazionali, decentrate rispetto alle tradizionali istituzioni europee, di più incisivi strumenti di intervento per regolare e controllare lo svolgimento delle attività rilevanti. Il nuovo sistema di «centralizzazione degli apparati e dei poteri»[105] è diretto a garantire la coerenza dei sistemi di vigilanza nazionali e a ridurre i rischi di crisi nell'ordinamento dell'UE; al contempo, le nuove regole hanno l'obiettivo di rafforzare il mercato interno dei servizi finanziari e di garantire maggiore protezione per gli investitori.

I regolamenti istitutivi delle ESAs delineano la struttura, le funzioni e i poteri di tali autorità in maniera simmetrica. Essi qualificano le ESAs come organismi dell'UE, chiamati a svolgere compiti di regolazione e, in taluni casi, di supervisione sui settori di rispettiva competenza, al fine di garantirne la stabilità e l'efficienza, nella prospettiva della tutela degli utenti finali dei servizi finanziari. È loro riconosciuta la personalità giuridica di diritto europeo e ciascuno di essi è composto da cinque organi: il Board of Supervisors (BoS), il Management Board, il Chairperson, l'Executive Director e il Board of Appeal[106]. Successivamente, tra il 2013 e il 2014 – rispondendo all'esigenza di dar vita a un

[104]L'ESRB è presieduto dal presidente della BCE e il primo vicepresidente è eletto da e tra i membri del General Council della BCE per un mandato di 5 anni. La BCE, inoltre, come espressamente previsto nella decisione del Consiglio UE (COM/2009/500), assunta ai sensi dell'art.127, par. 6, TFUE, fornisce all'ESRB il Segretariato, assicurando a quest'ultimo la necessaria assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa.

[105]Cfr. Torchia, I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea, in AA.VV., Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015, Milano, 2016, 378

[106]Il BoS – composto dal presidente di ciascuna autorità nazionale competente (national competent authority -

sistema di vigilanza europeo centralizzato sulle banche e al fine di prevenirne e gestirne le crisi, salvaguardando le finanze pubbliche rispetto al rischio di bail-out, il legislatore europeo ha approvato una serie di disposizioni rivolte, per un verso, ad ampliare le funzioni della BCE, attribuendole compiti di vigilanza microprudenziale sulle banche di maggiori dimensioni e con operatività transfrontaliera (Regolamento UE n. 1024/2013 - Regolamento SSM), nonché a dar vita a un Meccanismo Unico di Risoluzione (Single Resolution Mechanism - SRM), affidato al Comitato Unico di Risoluzione (Single Resolution Board - SRB), per la gestione delle crisi bancarie (Direttiva n. 2014/59/UE - BRRD). Con l'istituzione delle ESAs si è, quindi, completato a livello europeo il modello di regolazione indipendente permeato da tempo negli ordinamenti nazionali degli Stati membri dell'UE. A sancire la peculiare neutralità delle ESAs si pongono le norme che stabiliscono che nessun loro organo può chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell'UE, dai governi degli Stati membri o da altri soggetti pubblici o privati. Il carattere dell'indipendenza viene, dunque, sancito a un duplice livello: sia nei confronti di soggetti pubblici[107], sia nei confronti dell'industria di riferimento; esso riguarda, inoltre, sia l'ESA intesa come persona giuridica, sia i singoli organi. L'art. 8 di ciascuno dei tre regolamenti istitutivi individua in dettaglio i compiti attribuiti alle ESAs, per l'assolvimento dei quali il legislatore europeo ha munito le ESAs di una complessa trama di incisivi poteri. Le principali attribuzioni riconosciute alle ESAs consistono nell'elaborazione di proposte normative e di regolazione delegata; nell'emanazione di atti di soft law (raccomandazioni e pareri); nell'esercizio di poteri di indirizzo, di intervento d'urgenza, di coordinamento e risoluzione delle controversie tra le autorità nazionali competenti (national competent authorities - NCAs) in situazioni transfrontaliere, nonché di sostituzione delle NCAs nel controllo dei soggetti da esse vigilati.

Per la realizzazione del quadro finanziario integrato per come delineato dal Rapporto Van Rompuy non è stato necessario ricorrere ad alcuna modifica dei Trattati – peraltro paventata dal Rapporto

NCA) e da altri cinque componenti privi di diritto di voto (oltre al Chairperson, si tratta di un rappresentante della Commis-sione UE, di un rappresentante dell'ESRB e di un rappresentante per ognuna delle altre due ESAs) – ha il compito di adottare le decisioni di competenza dell'ESA, nonché il work programme annuale e pluriennale e la relazione annuale sulle attività. Il BoS può istituire comitati o panels di esperti interni per compiti specifici e può prevedere la delega di alcuni compiti e decisioni ben definiti a tali comitati e panels, al Management Board o al Chairperson. Il Manage-ment Board è composto dal Chairperson e da sei membri eletti dal BoS tra i suoi membri con diritto di voto e ha il compito di proporre al Management Board l'adozione del work programme annuale e pluriennale ed esercita le competenze di bilancio. Il Chairperson, che, pur privo di diritto di voto in seno al BoS, ha la rappresentanza dell'ESA, è designato dallo stesso BoS, salvo opposizione del Parlamento europeo, e ha la funzione di preparare e di presiedere i lavori del BoS e del Management Board. L'Executive Director – nominato dal Management Board, previa conferma del Parlamento europeo – è responsabile dell'esecuzione del work programme annuale dell'ESA, sotto la guida del BoS e sotto il controllo del Management Board, ed è altresì responsabile del funzionamento dell'ESA e dell'elaborazione del work programme pluriennale.

[107] In tale novero sono comprese le NCAs, i cui rappresentanti in seno all'ESAs devono agire «in piena indipendenza e obiettività nell'esclusivo interesse dell'Unione nel suo insieme»

stesso[108] e pure considerata dal Consiglio dell'Unione[109], tuttavia inconciliabile con le tempistiche che la situazione d'urgenza imponeva – anche se, ad onor del vero, da un punto di vista giuridico la sua costruzione ha richiesto, alla luce delle vigenti limitazioni, «an (intricate) exercise in sophisticated legal gymnastics to fit wi-thin the existing Treaty framework»[110]. Le ragguardevoli difficoltà connesse alla progettazione del nuovo sistema integrato di vigilanza europea emersero in tutta la loro portata quando riaffiorò l'irrisolto problema, sorto a partire dall'emanazione del Rapporto de Larosiére, legato all'individuazione dell'istituzione che avrebbe dovuto ricoprire il ruolo di supervisore bancario nell'Area Euro. Fu il dibattuto ricorso al disposto dell'art. 127.6 TFUE a fornirne la soluzione[111], ponendo fine a quella manchevolezza che sin dall'approvazione del Trattato di Maastricht limitava i compiti della BCE alla sola conduzione della politica monetaria, con l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi. All'epoca, durante la fase dei negoziati, prevalsero, non senza perplessità, le istanze di coloro che ritenevano probabile il sorgere, laddove alla BCE fossero stati conferiti poteri in materia di vigilanza microprudenziale, di conflitti di interessi tra gli obiettivi istituzionali dell'ente, nonché di insane commistioni rivenienti da eventuali pressioni

---

[108]Il rapporto Van Rompuy, nel delineare gli elementi costitutivi essenziali della nuova architettura dell'UEM, profilava la possibilità di una modifica dei trattati UE, eventualità poi ripresa dal considerando n. 85 del Regolamento (UE) n. 1024/2013 del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

[109]Cfr. il comunicato stampa del Consiglio dell'Unione Europea, Bank supervision: Counci confirms agreement with EP, PRESSE 136, n. 8001/13, Bruxelles, 18 aprile 2013, dove si afferma che «member states ... are "ready to work constructively on a proposal for treaty change" and that the ECB regulation should be appropriately adjusted, if necessary, should article 127 paragraph 6 TFEU or other relevant treaty provisions beamended»

[110]Cfr. Ferran, European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, University of Cambridge Faculty of Law, in Research Paper n. 30/2014, p. 6. Anche se la costruzione del SSM – al pari di quella del SRM –non ha richiesto alcuna modifica dei Trattati, non si può non considerare gli sforzi del legislatore europeo nel «ricercare, volta a volta, una base giuridica idonea e diversa per la fondazione di ciascun pilastro di un disegno istituzionale – quello dell'unione bancaria –che dovrebbe essere unitario», sforzi che assurgono ad «evidente manifestazione della carenza progettuale, che si traduce in debolezza concettuale, del substrato fornito dal diritto primario» donde l'impellente necessità di porre «all'ordine del giorno, nell'agenda istituzionale, il problema di dare nell'insieme un solido fondamento costituzionale (nel senso più ampio di diritto primario) a un complesso di riforme strutturali che ... al momento poggiano su norme sparse e si affidano ad interpretazioni, talora marcatamente estensive, di clausole dei Trattati istitutivi che non sono sottese da una compiuta visione progettuale, ma sono state immaginate come strumenti per garantire spazi di manovra in vista di scenari non ancora maturi, senza l'onere di rinegoziazione dei Trattati stessi». Cfr. Guarracino, pp.182-183.

[111]Sul piano teorico le soluzioni praticabili erano almeno tre, ma solo una – ovvero quella di conferire, sulla base dell'art.127.6TFUE,compiti specifici alla BCE in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie –non scontava il limite di una modifica ai trattati, e quindi escludeva la conseguente dilatazione delle tempistiche che un intervento del genere avrebbe presupposto. Nello specifico, tanto la proposta di affidare la supervisione bancaria all'EBA (cfr. FERRAN - BABIS, 2013), quanto quella di creare un'autorità ad hoc a cui assegnare detto compito (cfr. CIRAOLO, 2014), si scontravano sul piano giuridico con la risalente dottrina Meroni, in base alla quale la Corte di Giustizia nella sentenza del 13 giugno 1958 (cause 9/56 e 10/56) ha statuito che i poteri discrezionali non possono essere delegati ad autorità diverse dalle istituzioni previste dai Trattati, mentre possono essere delegati i poteri meramente esecutivi chiaramente definiti, l'esercizio dei quali deve sempre restare sottoposto alla supervisione dell'istituzione delegante. Cfr. Capolino, Il Testo unico bancario e il diritto dell'Unione Europea, in AA. VV., Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Roma, 2013, n. 75, p. 68 in nota. Pertanto, la scelta di attribuire alla BCE il ruolo di supervisore prudenziale europeo mediante l'attivazione della c.d. enabling clause appare come quella più confacente alla luce dei predetti vincoli comunitari.

politiche e da interferenze di vario genere, ritenute indubbia causa di rischio per la sua indipendenza e reputazione[112]. Detta prospettiva risultò definitivamente superata con l'approvazione del regolamento UE del Consiglio n. 1024 del 15 ottobre 2013[113] (d'ora in poi per brevità «Reg.SSM[114]») il quale ha decretato l'accentramento dell'esercizio della funzione di vigilanza[115] e di gran parte dei relativi poteri presso il Single Supervisory Mechanism, un network[116] privo di personalità giuridica, composto dalla BCE[117] e dalle Autorità nazionali degli Stati membri partecipanti. Al fine di dissipare i dubbi e timori legati ai possibili conflitti di competenze in capo alla BCE, è stata cristallizzata in modo netto la separatezza tra le funzioni di politica monetaria ed i nuovi compiti in materia di vigilanza prudenziale mediante una struttura organizzativa idonea a consentire sia lo sfruttamento delle sinergie esistenti tra le predette funzioni che il conseguimento autonomo e indipendente degli obiettivi istituzionali. Ad esclusione del dibattito che ha accompagnato l'attribuzione alla BCE di poteri in materia di vigilanza prudenziale e la conseguente la necessità di individuare rigorosi presidi volti a garantire un'adeguata separazione dalle funzioni di politica monetaria, la questione attorno alla quale si sono concentrati i maggiori attriti, e che in ultima istanza ha contribuito a determinare la fisionomia finale del SSM, è legata alla necessità di ridefinire il nuovo ruolo e le funzioni che le

---

[112]Cfr. Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013, p.70.

[113]Cfr. Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 63 ss. Una prima versione del regolamento, COM(2012) 511 definitivo, risale al 12 settembre 2012 e attribuiva alla BCE la vigilanza diretta su tutte le banche degli Stati aderenti. Le modifiche apportate dalle successive versioni – una seconda datata 14 dicembre 2012 che recepiva il testo concordato dal Consiglio (ECOFIN) nella riunione del 12 dicembre 2012 (17812/12 EF 316 ECOFIN 1080) ed una terza, ovvero quella poi approvata in ottobre, del 1 luglio 2013 (cfr. Documento del Consiglio n. 9044 del 2013) – hanno ridotto notevolmente la portata applicativa dei poteri ab origine conferiti alla BCE, senza peraltro pregiudicare la significativa rilevanza della riforma (cfr. infra). Parallelamente è stato approvato il Regolamento (UE) n. 1022/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifiche al regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'EBA, per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 5ss.

[114]Per un primo commento al Reg. 1024/2013, cfr., ex ceteris, ma senza alcuna pretesa di esaustività, Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013; Capriglione, European Banking union. A challenge for a more united Europe, in Law and Economics Yearly Review, 2013, vol. 1, part. 2; Mancini, Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Roma, 2013, n. 73, p. 7; Wymeersch, The European Banking Union. A first Analysis, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP, 2012 - 07; Wymeersch, The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union, National Bank of Belgium, WP n. 255, 2014; Ciraolo, Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni, in Amministrazione in cammino, 2014; Ferran E., European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 30/2014; Ferran E. - Babis V., The European Single Supervisory Mechanism, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 10/2013; Barucci - Messori (a cura di), Towards the European Banking Union, Firenze,2014.

[115]Si osservi come negli ultimi anni il ruolo della BCE sia stato interessato da un profondo processo evolutivo che ne ha progressivamente ampliato i compiti e l'operatività. In tal senso l'attribuzione di compiti in materia di supervisione bancaria va a collocarsi al fianco dei variegati interventi di politica monetaria che nel tempo si son fatti via via più incisivi (si va dal SMP al OMT, passando poi per l'ABSPP, CBPP, LTRO, TLTRO, fino ad arrivare al più recente QE)

[116]La soluzione a cui si è pervenuti è dunque un Single Supervisory Mechanism e non una Single Supervisory Authority, con tutte le conseguenze che ne discendono sul piano giuridico, cfr. Ferran - BABIS, pp. 9-10; Ferran, European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, p.6

[117]A norma dell'art. 6, comma 1 del Reg. SSM è la stessa BCE ad essere responsabile del funzionamento efficace e coerente del SSM.

autorità nazionali avrebbero dovuto assumere in relazione al funzionamento del neonato meccanismo, cercando al contempo di non disperdere il patrimonio conoscitivo accumulato dalle stesse nel corso degli anni. L'attuale formulazione del Reg. SSM, oltre ad ergersi entro gli inderogabili limiti imposti dai Trattati, risente notevolmente delle pressioni politiche esercitate dagli stati membri nelle fasi di negoziato. Per vero, l'articolato della proposta iniziale di regolamento presentata nel settembre 2012 dalla Commissione europea prevedeva, nell'ambito dell'operatività della BCE, competenze sensibilmente più estese rispetto a quelle a cui è or ora confinata. Sul punto, giova ricordare il vivace dibattito scaturito dal fronteggiarsi di due proposte per certi versi antitetiche. La prima era quella propugnata nel disposto del 2012 ed aveva l'ambizioso obiettivo di assicurare, quantomeno sul piano teorico, la realizzazione del c.d. level playing field mediante il conferimento al SSM della vigilanza diretta su tutte le banche degli Stati aderenti. Essa prendeva le mosse dai recenti accadimenti che avevano dimostrato come non solo il dissesto delle grandi banche avesse ripercussioni sulla tenuta del sistema bancario europeo, ma anche il fallimento di quelle medio-piccole, solo all'apparenza prive di rilevanza sistemica, possa in realtà incidere sulla stabilità dei mercati[118]. Donde l'esigenza di assoggettare – sia pur gradualmente – tutte le banche dell'area Euro, senza alcuna distinzione di sorta, nell'ambito del SSM. Detta proposta si scontrava però sul piano delle concretezze con i limiti pratici che una costruzione del genere avrebbe richiesto, non disponendo la BCE del personale sufficiente per garantire una vigilanza efficiente su un così gran numero di enti creditizi[119]; l'inattuabilità di una siffatta soluzione non prevedeva margini di fattibilità nemmeno di fronte alla previsione di favorire un forte decentramento operativo e decisionale in capo alle autorità di vigilanza nazionali, la quale, anzi, lasciava impregiudicato sia il rischio che la supervisione potesse essere inficiata da interessi nazionali, soprattutto nei confronti dei national champions, sia, ancora una volta, la disomogeneità delle prassi di vigilanza nazionali[120]. Diversamente, la seconda proposta prevedeva l'introduzione di

[118]Sono infatti emblematici i casi spesso richiamati in dottrina della Northen Rock e delle Cajas de Ahorros, dove, soprattutto in relazione a queste ultime, l'insorgere del rischio sistemico è riconducibile non tanto alla loro dimensione, peraltro limitata alla sfera regionale, quanto alla loro rilevanza in termini aggregati, pari circa alla metà del mercato bancario nazionale.

[119]Si vuole evidenziare in tal senso l'intervento di Andreas Dombret, The role of national supervisors in European banking supervision, alla Chatham House a Londra il 30 gennaio 2015, dove il membro dell'Executive Board della Deutsche Bundesbank, nel rivendicare l'importanza delle ANC nonostante la rilevante traslazione di poteri in capo alla BCE a seguito dell'entrata in vigore del SSM afferma «A question I often heard during the run-up to European banking supervision was: "Aren't national supervisors digging their own grave? Now that supervision has been transferred to the European level, where will that leave you as national supervisors?" First of all, we should certainly not succumb to the illusion that European-level supervision is going to spell the end of national supervision. In the entire euro area there are about 3,400 banks [...]The ECB has to supervise 123 (banks), mostly very large and complex banking groups, which are located in 19 different countries. To do so, the ECB has a staff of 1,000, most of whom are located in Frankfurt. There is no other option for European banking supervision than to rely on national supervisors». Si osserva dunque come, se già nell'attuale assetto del SSM il contributo fornito dalle ANC risulta fondamentale, ben si comprendono le difficoltà organizzative che sarebbero sorte nell'assegnare alla BCE la supervisione su tutte le banche dell' Eurozona.

[120]Cfr. Barbagallo, Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza,relazione al Convegno Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici, organizzato dalla LUISS Guido Carli, Roma, 26 febbraio 2014

una classificazione degli intermediari sulla scorta di un criterio dimensionale in base al quale venivano ricomprese nell'alveo del SSM solamente le banche maggiormente rilevanti e a connotazione transfrontaliera, mentre la vigilanza sulle rimanenti continuava ad essere demandata all'esclusiva competenza delle autorità nazionali. La ratio sottostante era da rinvenirsi nelle evidenti ragioni di stampo politico che aspiravano a mantenere i poteri di vigilanza su determinate tipologie di enti creditizi nella sfera di competenza domestica[121]. Invero, la soluzione testé delineata avrebbe condotto ad una polarizzazione del sistema bancario europeo, in un contesto in cui la mancanza di presidi volti a garantire, in ossequio al principio di sussidiarietà, un'omogeneità nelle metodologie di supervisione sui due raggruppamenti di banche che sarebbero emersi a seguito della classificazione, avrebbe comportato una diversa percezione del loro grado di rischiosità da parte del mercato. Ripartire sulla base di questi termini la vigilanza del sistema bancario europeo avrebbe dunque perpetuato le già esistenti difformità nelle pratiche di vigilanza, aggravandole tuttalpiù dal sorgere di sensibili disparità di trattamento sul piano della concorrenza tra banche accentrate e decentrate[122]. La soluzione adottata con il Reg. SSM si colloca sull'angusto crinale che separa l'impraticabile versante dei limiti tecnico- pratici poco considerati dalla prima proposta, da quello, avverso a un'eccessiva cessione di sovranità, sostenuto dalla seconda. La sua natura compromissoria – definita da un'autorevole dottrina «a quid pro quo between the mutualisation of banking risks in the euro area and the loss of national sovereignty over banking supervision»[123] – non si è sostanziata solamente in un mero e fisiologico ridimensionamento delle competenze attribuite dal disegno iniziale al SSM, ma in un meccanismo assai articolato, plasmato dai (o meglio sui) vincoli di natura giuridica consacrati nelle norme di diritto primario che in larga parte ne hanno determinato l'architettura, nonché dalle menzionate istanze rinvenienti dal mondo politico. La morfologia dell'impianto risultante si estrinseca in una struttura gerarchica multilivello[124] che pone al vertice la BCE e colloca ai livelli periferici la rete di autorità di vigilanza dei singoli Stati membri. In detto contesto, l'art. 6, parag. 2, Reg. SSM dispone con tono solenne che la BCE e le autorità nazionali competenti sono soggette al dovere di cooperazione in buona fede e all'obbligo di scambio di informazioni. È previsto poi che nel

[121]In proposito si consideri l'atteggiamento assunto dalla Germania, invisa a perdere il controllo sulle numerose banche locali e regionali (Landesbanken e Sparkassen). Cfr. Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013, p. 96. Sul punto si osservi come ben il 48% di tutte le banche europee classificate come meno significative, e pertanto escluse dalla supervisione diretta della BCE, siano di nazionalità tedesca, cfr. VÉRON N., Europe's Single Supervisory Mechanism: Most small banks are German (and Austrian and Italian), 22 settembre 2014, disponibile suwww.bruegel.org

[122]Cfr. Barbagallo,ibidem.

[123]Cfr. Teixeira, The Single Supervisory Mechanism: Legal and Institutional Foundations, in AA.VV.,Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria:tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Roma, 2013, n. 75, p.77.

[124]Cfr., di diverso avviso, Cassese, La nuova architettura finanziaria europea, in AA. VV., Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri., pp. 19-20, dove nella struttura del SSM ravvisa un «ordine giuridico "a cascata", non gerarchico, ma ordinato su più piani. Il primo dei quali è costituito dal Sistema di vigilanza finanziaria, facente capo all'Autorità bancaria europea, [...] Al secondo gradino è posta, dal punto di vista della vigilanza, la Banca centrale europea»

raggio d'azione del SSM rientrino tutte le banche dell'Unione (comprese le succursali aperte negli Stati membri partecipanti da enti creditizi insediati in Stati membri non partecipanti[125]), le quali, in base ad un'intricata serie di criteri stabiliti dal regolamento UE della BCE n. 468[126] del 16 aprile 2014, vengono sottoposte o alla diretta supervisione dell'ente posto all'apice del neonato meccanismo, ovvero continueranno a rimanere nella sfera di competenza delle autorità nazionali.

## Capitolo Terzo
## Dall' UBE AL Covid

### 3. Le risposte dell'Unione europea alla pandemia di Covid-19

Senza intenti di discredito, il progetto dell'Unione bancaria viene di frequente collegato a mere ragioni congiunturali e considerato, fondamentalmente, una delle eredità della crisi finanziaria. I traumi di portata sistemica conseguiti a quest'ultima, in effetti, hanno impresso una decisa accelerazione allo sviluppo del programma ponendone in secondo piano l'immanente coerenza con la più ampia unificazione economica. Se è intuitivo rilevare che un mercato economico e finanziario comune non potesse tollerare ancora a lungo nascoste competizioni regolamentari e disarmoniche gestioni tra gli operatori dei diversi Stati, la lettura emergenziale (o accidentale) dell'unificazione bancaria resta solida, fortemente segnata dalle dolorose vicende del decennio trascorso. Del resto, è indubitabile che l'esigenza di maggiori garanzie di stabilità del sistema finanziario globale è risultata manifesta in stretta reazione rispetto all'acquisizione della consapevolezza dei meccanismi generatori della crisi finanziaria insorta nel 2007. Nel breve lasso di un paio di anni, nell'area europea si è assistito ad un trasferimento della crisi dal sistema bancario privato al debito sovrano, non più beneficiato dal confortevole sostegno del primo, ma drenato delle ingenti risorse impegnate per i salvataggi bancari, con severo impatto finale sui contribuenti. Ciò senza che le perdite fossero sostenute dai azionisti, creditori subordinati o portatori di strumenti di capitale diversi dalle azioni. Un trasferimento imponente e problematico moltiplicato dal modello della banca universale, dallo sfruttamento delle interconnessioni e dell'ampia liberalizzazione dei mercati finanziari, con le differenze regolamentari e le asimmetrie di funzionamento dei sistemi nazionali di vigilanza, di

[125]Cfr. art. 41 e 42, Reg.468/2014.

[126]Cfr. Regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca Centrale Europea, del 16 aprile 2014, che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Single Supervisory Mechanism tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate(BCE/2014/17 - Regolamento quadro sull'SSM), in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 141 del 14 maggio 2014, pp. 1-50. La base giuridica del regolamento n. 468/2014 è riconducibile all'art. 6.7 (in maniera espressa), 4.3 e 33.2 del regolamento (UE) n. 1024/2013, sulla base dei quali il contenuto minimo obbligatorio doveva prevedere: la metodologia di valutazione dei criteri volti a stabilire se un ente creditizio è un soggetto significativo o meno e la definizione delle procedure, compresi i termini, e la possibilità di preparare progetti di decisione da trasmettere per esame alla BCE, per la relazione tra la BCE e le ANC in merito alla vigilanza degli enti creditizi significativi e meno significativi; il Reg. quadro sull'SSM ha in realtà una portata notevolmente più ampia, che spazia dalla close cooperation ai regimi sanzionatori, dai compiti di vigilanza macroprudenziale fino alle disposizioni transitorie.

risoluzione delle crisi nonché di garanzia dei depositi, organizzati sull'esistenza implicita di una pubblica garanzia, non fosse altro che per la dipendenza del debito sovrano dal sostegno bancario. Come è nata e cosa ha irrobustito la crisi europea? Corrisponde ad opinione solida che la crisi europea sia derivata da quella del sistema bancario degli Stati Uniti, a sua volta sorta per la sopravvalutazione speculativa del valore degli immobili e degli strumenti finanziari, ulteriormente amplificata dalle intraprendenti ed innovative forme operative permesse dalla liberalizzazione dell'attività delle banche. Dalla tradizionale attività della raccolta dei depositi e dell'esercizio del credito si è passati ad un intenso impegno nell'investimento finanziario, per conto proprio o di altri, generativo di nuovi ed ulteriori rischi anche per la stabilità della prima. L'insolvenza bancaria è stata, infatti, conseguenza, oltre che di una malaccorta gestione del credito, di un'amministrazione avventurosa degli investimenti finanziari speculativi. Uno degli inneschi del disastro, in particolare, è identificabile nella diffusione della pratica di procedere alla cartolarizzazione dei mutui erogati ai proprietari di immobili, venduti a società veicolo che, a loro volta, per pagarne il prezzo, emettevano obbligazioni, beneficiate da rassicuranti valutazioni di solidità espresse dalle società di rating. Con previsione non marginale, ma inizialmente trascurata, i cessionari dei titoli delle società veicolo godevano di un diritto al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi subordinato alla restituzione dei mutui ceduti ed alla corresponsione degli interessi da parte dei primi mutuatari. Tali obbligazioni "di secondo grado" venivano offerte a tassi di remunerazione attraenti anche per investitori istituzionali e banche internazionali. In tal modo, le banche mutuanti, emancipatesi, in prima battuta, dal rischio (di credito), tornavano ad esporvisi, attraverso avventati investimenti, prendendo parte attiva al mercato dei nuovi strumenti finanziari. Le stesse nuove obbligazioni, ancora, divenivano base di emissione di altri titoli, incrementando in maniera esponenziale la ricchezza virtuale, destinataria di investimenti entusiastici. Tutto ciò è stato realizzato su quello che, da ultimo, si è rivelato null'altro che un castello di carte, alimentato da entusiasmi di facile guadagno nel breve periodo nonché da fantasie e sofisticazioni finanziarie. La comodità con cui i nuovi titoli venivano collocati sui mercati finanziari internazionali ha sollecitato la creazione di aggiuntive forme di prestiti, come i mutui subprime, per i quali la possibilità di restituzione era immaginaria. Inoltre, si sono diffusi altri strumenti derivati, dall'oscura base finanziaria. Le opacità e la rischiosità di tali strumenti sono state ampiamente sottovalutate nel clima di entusiasmo collettivo, alimentato dal comportamento di molte banche. In una ciclica fase di rallentamento dell'economia statunitense, il crollo del valore degli immobili ha fatto esplodere le insolvenze dei mutuatari e rapidamente i titoli di secondo grado e i derivati hanno rivelato la loro "nocività", parola sino a quel tempo non associata agli strumenti finanziari. Per ripercussione, il timore che altre banche potessero fallire, ha determinato molte di esse ad assumere precauzioni estreme, cessando di prestarsi denaro a vicenda, così mettendo in gravi difficoltà quelle di loro che dipendevano da questa pratica. In questo quadro, nel 2009 l'Europa è entrata in una fase di recessione e le sue banche, pesantemente esposte sul mercato ipotecario

americano, sono state messe a dura prova. Nel tentativo di evitarne il fallimento, molti paesi dell'Unione europea sono corsi in loro aiuto. Per comprendere l'imponenza del fenomeno, basti considerare che per sostenere le banche, tra il 2008 e il 2014, i governi dell'Eurozona hanno speso circa 800 miliardi di euro, pari all'8 per cento del Pil della Ue. Nello stesso periodo, la Commissione ha adottato oltre 450 decisioni di autorizzazione di aiuti pubblici nazionali a favore delle banche; solo per le garanzie, l'ammontare degli aiuti autorizzato è stato pari a oltre 3.800 miliardi di euro (29,8% del Pil dell'Europa nel 2013). Anche per i paesi, come l'Italia, che non hanno impiegato aiuti di Stato verso il proprio sistema bancario, più per impotenza che per scelta strategica, l'intensità della relazione osmotica tra difficoltà bancarie e crisi del debito sovrano si è esaltata, non senza profili di originalità.

Anzitutto, la crisi ha avuto serie conseguenze sul debito pubblico italiano, rafforzandone la detenzione elettiva da parte di intermediari bancari, specie nazionali. Alcuni studi hanno rimarcato come tra il 2009 ed il 2013 si sia verificata una crescita sostenuta della percentuale di debito detenuto dalle banche italiane, con «sostanziale nazionalizzazione del debito governativo», segnalando manifeste differenze tra il periodo pre-euro e quello successivo. «La quota di debito nelle mani degli investitori privati è infatti crollata da oltre il 40% a poco più del 10%; quest'ammontare pari ad oltre il 30% del debito governativo italiano è detenuta ora in maggioranza dal settore bancario nazionale visto che il differenziale della quota detenuta dal sistema bancario estero è passata solo dal 20% al 35%». Da rilevazioni statistiche della Banca d'Italia[127] emergono dati diversi all'ottobre 2015. Rispetto ad un volume complessivo di 1.870 miliardi di euro di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche italiane, oltre il 45% è detenuto da istituzioni finanziarie residenti, l'8,1% dalla Banca d'Italia, il 7,5% da privati residenti e il 39% da non residenti. In ogni caso, sembra evidente che le banche italiane si siano orientate verso investimenti meno rischiosi, prendendo il posto degli investitori privati nell'acquisto di titoli di Stato. Ciò ne ha accresciuto la dipendenza dalla valutazione di mercato del merito di credito dello Stato italiano e ne ha ridotto la propensione a sostenere investimenti nell'economia reale, limitando le risorse utili per finanziare imprese e famiglie, dando luogo al preoccupante fenomeno del credit crunch. Da dicembre 2011, con l'inizio della fase più critica del debito governativo europeo, le banche italiane sono risultate tra le maggiori beneficiarie dei prestiti a medio-lungo termine (Long Term Financing Operations, c.d. LTRO), concessi dalla BCE, raggiungendo posizione di assoluto primato a settembre 2013, per un controvalore di 234 miliardi di euro in termini di nuova liquidità[128]. Risorse che, in concomitanza con l'emergere di quasi 140

[127] Foffani, L'infedeltà patrimoniale nel diritto penale dell'intermediazione finanziaria, in Giurisprudenza sistematica di diritto penale, UTET, 2002, p. 358.

[128] La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Secondo l'art. 23, comma 6, TUIF «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».

miliardi di sofferenze, sembrerebbero essere state impiegate dal sistema bancario italiano in parte ragguardevole nel finanziamento del debito pubblico italiano.

Una recente pubblicazione dell'Autorità bancaria europea (EBA)[129] presenta il risultato di esercizi di trasparenza 2015 realizzati su un campione di 105 banche significative di 21 paesi dello Spazio economico europeo (che coprono più di due terzi degli attivi bancari totali dell'Unione Europea). L'analisi mostra che in alcuni paesi è particolarmente forte il legame tra debito sovrano interno e sistema bancario nazionale, come rivela l'incidenza del primo sul complesso degli assets bancari; l'Italia (con la percentuale del 10,1%) primeggia saldamente nel panorama dei maggiori paesi dell'area euro, seguita a significativa distanza dalla Germania (7,6%), dalla Spagna (7,5%) e dalla Francia (4,2%). Attraverso questi diversificati meccanismi i problemi della banche della area dell'euro si sono trasferiti sulle finanze pubbliche e viceversa, nel contesto di quello che non senza ragioni è stato definito un circolo vizioso. Se in molti paesi le difficoltà bancarie hanno impegnato i debiti sovrani con salvataggi onerosi, in altri le difficoltà di questi ultimi hanno sottratto risorse bancarie al sostegno del credito alle famiglie e delle imprese ed inciso sul deterioramento di quello già loro concesso, in una prolungata fase di recessione economica. A dicembre 2014 le sofferenze del sistema bancario italiano hanno superato i 233 miliardi di euro. Se a fine 2008 pesavano per il 2,7% del totale degli impieghi, a fine 2014, sei anni dopo, erano triplicate sino all'8,9%. I finanziamenti deteriorati, ancora, erano cresciuti a dicembre 2014 sino al 17% del totale degli impieghi, triplicando la percentuale di dicembre 2008, allorché si attestavano sul 5,5%[130]. Fonti europee (Economic Governance Support Unit), elaborando dati della BCE, offrono importanti indicazioni circa l'evoluzione dei non performing loans (prestiti non performanti c.d. NPL, situazioni accomunate dalla circostanza che le attività non riescono più a ripagare il capitale e gli interessi dovuti ai creditori). Individuando quattro successive rilevazioni temporali (dicembre 2008, dicembre 2011, dicembre 2013 e giugno 2015), l'analisi comparata proposta evidenzia una generale crescita dell'incidenza percentuale dei crediti deteriorati nelle aree dell'eurozona (1.96, 3.42, 4.30 e 4.45) e dell'Unione europea (1.76, 2.90, 3.63, 4.23), la cui intensità è seriamente diversificata tra i singoli Stati. Si riportano, nella scansione temporale anzidetta, i risultati per i Paesi che offrono i dati di confronto per tutti i periodi di riferimento: Austria (1.95, 4.05, 4.23, 6.03), Belgio (3.94, 4.18, 5.27, 3.08) Cipro (4.18, 11.89, 37.06, 35.29), Danimarca (1.62, 3.02, 3.87, 3.89), Estonia (2.33, 4.52, 1.89, 2.41), Finlandia (0.84, 0.80, 0.67, 1.28), Francia (3.11, 4.63, 4.64, 3.65), Germania (1.89, 1.61, 1.81, 2.26), Grecia (3.12, 12.10, 24.19, 32.92), Ungheria (3.74, 12.80, 14.03, 12.64), Italia (4.97, 9.47, 12.92,

[129]Art. 1/1, lett. i), TUIF: "società di investimento a capitale variabile" (Sicav): l'Oicr aperto costituito in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni.

[130]Art. 1/1, lett. i-bis) TUIF: "società di investimento a capitale fisso" (Sicaf): l'Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi.

16.08), Lettonia (2.72, 10.13, 5.56, 7.49), Lituania (3.58, 13.38, 8.50, 6.42), Malta (1.26, 1.55, 2.01, 3.56), Paesi Bassi (1.87, 2.42, 2.73, 2.56), Polonia (3.38, 6.02, 5.98, 5.24), Portogallo (1.65, 5.33, 7.79, 13.58), Romania (1.47, 11.36, 17.87, 12.66) Slovacchia (1.73, 4.02, 3.75, 4.13) Spagna (2.56, 5.23, 7.91, 5.93) Gran Bretagna (0.98, 2.17, 1.78, 0.35). Le diverse situazioni, dunque, spiegano la maggiore attenzione per le finanze pubbliche, in corrispondenza del pericolo di fallimenti delle banche e di una ridotta predilezione dei mercati a finanziare i bilanci pubblici, compito ormai affidato, in alcuni paesi, elettivamente agli intermediari istituzionali. Nell'esperienza statunitense l'imprudente valutazione della possibilità di conseguire la restituzione del credito accordato, unendosi all'inadeguata comprensione della reale solidità finanziaria degli strumenti di investimento, ha originato forme di ricchezza virtuale ed ipotetica. Allorché la componente immaginaria si è svelata, essa ha vanificato anche quella realizzata medio tempore, rendendo manifesto l'azzardo alla base dell'intera operazione. Nell'area europea, con il tremendo contraccolpo patito dalle banche investitrici rispetto alle tossiche operazioni di oltremanica, si è diffusa la preoccupazione di non disporre di risorse pubbliche per i salvataggi delle banche ed in particolare per garantire la loro funzione di sostegno del sistema economico "reale". Nella realtà italiana, ancora, l'enorme volume del debito sovrano, preesistente alla crisi, non solo ha impedito questa politica di salvataggi pubblici su larga scala, ma ha creato una situazione, non priva di originalità, ulteriormente problematica, sottraendo alle imprese ed alle famiglie le risorse del sistema bancario, anche quelle derivanti dai prestiti della BCE, in funzione della cui tutela altri Stati europei non hanno avuto esitazione nel promuovere importanti politiche di sostegno pubblico. Tutte le esperienze ora rammentate permettono di riconoscere come le difficoltà finanziarie sistemiche abbiano influenzato negativamente la salute del debito sovrano e dell'economia reale, con vicendevoli direzioni di trasmissione degli effetti pregiudizievoli. L'Unione bancaria europea nasce, dunque, certo anche in relazione a situazioni congiunturali, per combattere la perniciosa relazione tra rischio bancario e rischio sovrano, amplificata dall'interdipendenza dei sistemi bancari dell'eurozona e dal conseguente pericolo di contagio all'interno. Può dirsi ampiamente dimostrato, dunque, dall'esperienza storica recente che il «rischio bancario aggrava il rischio sovrano, che a sua volta retroagisce su quello bancario, in funzione del volume dei titoli pubblici in mano alle banche». In questa condizione, immaginare una responsabilità individuale dei singoli paesi nella supervisione e nei salvataggi del proprio sistema bancario significa non voler prendere atto della situazione reale. Le problematiche legate alla segmentazione delle regole nei diversi mercati e le difficoltà di coordinamento delle Autorità nazionali sono state esaltate proprio dalla crisi dei debiti sovrani. L'aspirazione fallace che la stabilità finanziaria potesse tutelarsi più convenientemente all'interno di frontiere nazionali (sensibilità che ciclicamente torna a riaffacciarsi) ha ingenerato, piuttosto, iniziative che, da ultimo, hanno fiaccato il complessivo sistema bancario europeo. Inoltre, la diversità delle condizioni sui mercati interbancari e dei tassi di interesse sui prestiti bancari tra i paesi dell'area dell'euro ha ostacolato l'efficacia presso

di essa della politica monetaria. Come osservato nel Rapporto dei cinque presidenti «in un'Unione monetaria il sistema finanziario deve essere veramente unico oppure gli impulsi derivanti dalle decisioni di politica monetaria (ad esempio le modifiche dei tassi di interesse di riferimento) non saranno trasmessi in modo uniforme in tutti i suoi Stati membri. Questo è quanto accaduto durante la crisi, che ha aggravato a sua volta le divergenze economiche. Inoltre, un sistema bancario unico è l'immagine speculare di una moneta unica. Dato che il denaro è costituito in grande prevalenza da depositi bancari, il denaro può essere realmente unico solo se la fiducia nella sicurezza dei depositi bancari è la stessa indipendentemente dallo Stato membro in cui la banca opera. Ciò richiede sistemi unici per la vigilanza bancaria, la risoluzione delle banche e la garanzia dei depositi, conditio sine qua non anche per affrontare il circolo vizioso tra banche ed emittenti sovrani che è stato al centro della crisi». L'impostazione congiunturale, dunque, non va trascurata ma neppure enfatizzata, finendo per ignorare le ragioni strutturali dell'Unione bancaria. Essa costituisce direzione obbligata del completamento dell'Unione monetaria, finanziaria e di mercato europeo, una delle tappe inevitabili di esse. La vigilanza e la gestione delle crisi finanziarie non possono più essere inquadrate entro l'asfittica prospettiva della salvaguardia della libera prestazione di servizi, dovendo essere sostenute da una visione sistemica nella quale la stabilità finanziaria è assicurata da un quadro di mercato comune complessivo, che non esclude misure di politica monetaria ed economica. L'Unione bancaria europea soddisfa, infatti, una fondamentale necessità costitutiva: l'Unione economica, monetaria e del mercato interno dei servizi finanziari non è assicurabile da sistemi di vigilanza e di risoluzione esclusivamente nazionali. Immaginare un mercato unico bancario con separate Autorità di Vigilanza nazionali sarebbe irrealistico, tenendo conto della straordinaria influenza del sistema di supervisione sull'attività bancaria, davvero peculiare rispetto a tutte le altre attività economiche. La novità più radicale della più recente fase del processo di unificazione è la mutata ispirazione alla base, da una parte, della seconda direttiva bancaria e della normativa europea di adeguamento alle disposizioni dell'accordo di Basilea II del 2004 e, dall'altra, del nuovo corpus unico di norme (Single Rulebook) sul sistema di vigilanza, di risoluzione delle crisi e di garanzia dei depositi. La Dir. 89/646/CE era improntata all'armonizzazione minima, attribuendo allo Stato di origine il compito di autorizzare l'esercizio dell'attività bancaria su tutto il territorio europeo e di organizzare guarentigie dei depositi e schemi di compensazione a garanzia dei clienti. La normativa di recepimento[131] degli standard di Basilea II (orientati a contrastare forme di rischio diverse da quelle di credito, quale quello operativo e di mercato, a definire severi requisiti patrimoniali minimi, precise tecniche di controllo prudenziale e standard di comportamento degli operatori nel mercato) era risultata attenta alle esigenze di rafforzamento interno dei singoli istituti, ma aveva trascurato assai l'approccio sistemico, collegato

[131]Si tratta di attività di gestione collettiva del risparmio per la quale sono autorizzati ai sensi delle disposizioni dell'UE nel territorio della Repubblica in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali, a condizione che la Banca d'Italia sia informata dall'autorità competente dello Stato di origine.

all'interconnessione tra gli istituti di credito, ed il rischio di liquidità. Con il tempo è venuto in rilievo che il sistema fondato sul controllo da parte dello Stato d'origine e sul mutuo riconoscimento perpetuava «una vigilanza "a macchia di leopardo"», la cui l'efficacia risentiva delle scelte di ciascuna autorità di vigilanza nazionale, non di rado sorrette da logiche di prioritaria tutela degli operatori nazionali. Inoltre, «il modello della vigilanza nazionale armonizzata, dimostratosi utile per avviare il processo di integrazione finanziaria fra gli Stati nazionali e per aprire alla libera circolazione e alla concorrenza il mercato bancario europeo, aveva iniziato a evidenziare tutti i propri limiti mano a mano che la libertà di movimento dei capitali e l'adozione della moneta unica avevano accelerato l'integrazione dei mercati finanziari europei. Ciò aveva, infatti, determinato la nascita ovunque di imprese bancarie sovra nazionali, le cui dimensioni travalicavano le effettive possibilità di controllo sia delle singole Autorità nazionali e dei Comitati delle Autorità Europee di Vigilanza sia dei collegi di supervisori degli intermediari transfrontalieri, rivelatisi alla prova dei fatti non all'altezza dei loro compiti». Il superamento della frammentazione tra i sistemi nazionali ha così preso inizio dalla regolamentazione e dalla vigilanza, orientate con decisione verso un approccio macro-prudenziale, sensibile all'equilibrio complessivo del sistema, oltre che al rischio del singolo istituto, «dotando gli istituti bancari di capacità di individuare e superare le debolezze al loro interno ma anche di reagire alle minacce provenienti da fattori esogeni (c.d. resilienza)». Da un progetto di armonizzazione minima – incapace di porre freno alla concorrenza regolamentare tra sistemi nazionali, al progressivo allentamento delle regole a presidio della stabilità e alle spinte disgregatrici – si è passati, così, al Single Rulebook, corrispondente ad un progetto di armonizzazione massima, volto alla prevenzione sistemica di nuove crisi, attraverso la garanzia della stabilità finanziaria e la rottura del circolo vizioso tra rischio bancario e rischio sovrano. Un programma che ha condotto ad una revisione profonda della governance economica, dando «avvio ad un processo di ricostruzione del rapporto di fiducia e collaborazione tra gli Stati membri che, riconoscendo la necessità di superare l'asimmetria tra l'unicità della politica monetaria e la molteplicità delle politiche strutturali e di bilancio nazionali, hanno intrapreso un percorso di progressivo rafforzamento dell'Unione economica e monetaria. L'Unione Bancaria è parte di questo percorso»[132].

In estrema sintesi, dunque, gli obiettivi dell'Unione Bancaria possono, sinteticamente, essere individuati nella creazione di un sistema bancario più solido, nel quale venga spezzato il legame tra rischio-banca e rischio-Stato, garantita l'uniformità delle condizioni di credito nel mercato europeo e protetto il risparmiatore. Solidità riconoscibile dalle seguenti caratteristiche:

(i)incremento della qualità del capitale;

(ii) potenziamento della capacità della governance di valutare e presidiare i rischi;

(iii) rafforzamento della preparazione del sistema creditizio di contrastare eventi avversi,

[132]Mucciarelli, La tutela penale dell'intermediazione finanziaria e della trasparenza dei mercati, in Studium Juris, 1998, p. 1179

(iv) più intensa capacità di risoluzione delle banche insolventi;
(v) più estesa tutela dei depositanti. Non paiono trascurabili le voci critiche mosse all'impianto del sistema sinora edificato. In particolare, difettano interventi decisi, certo non facili, sul versante della limitazione della predilezione delle banche europee per gli impieghi speculativi, come visto all'origine di non pochi dei mali collegati all'importazione degli effetti della crisi statunitense ed all'instaurazione del circolo vizioso con i debiti sovrani. La costituzione di un autentico fondo europeo comune di garanzia è solo programmata, nell'immediato corrispondendo ad onere dei singoli fondi nazionali sostenere eventuali crisi ed insolvenze, con risorse che variano significativamente tra i diversi Stati dell'Unione; circostanza che mantiene le premesse per una seria difformità di condizioni del credito tra le diverse aree europee, nonostante le iniziative di politica monetaria della BCE. L'importo della dotazione del programmato fondo comune europeo di garanzia, poi, pari a 55 miliardi di euro, secondo molti analisti, tenuto altresì conto dell'esperienza recente delle risorse messe in campo tra il 2009 ed il 2013, appare insoddisfacente rispetto a quello eventualmente necessario a fronteggiare una nuova crisi sistemica. Quanto tale importo, a regime, possa evitare l'impiego di risorse pubbliche in caso di manifesta insufficienza dei fondi pare, dunque, prospettiva tutta da verificare. La tempestività dell'intervento del maccanismo unico di risoluzione, in situazioni di emergenza, risulta ancora da testare, considerata la complessità dell'architettura del procedimento ed il numero delle istituzioni coinvolte. Nondimeno, la consapevolezza dei limiti del nuovo edificio europeo non legittima la scelta di abbandonarlo o di osteggiarlo, tanto più ove si ometta di segnalare soluzioni alternative e quelle appena percorse non abbiano offerto commendevoli risultati.
Senza dimenticare che corrisponde a caratteristica costante della storia dell'unificazione europea procedere per gradi e che quello in gioco non rappresenta solo "uno" dei progetti dell'Unione Europea ma forse "il" progetto. Quello più ambizioso, il cui insuccesso, più di ogni altro, potrebbe impattare drammaticamente sul futuro dell'Europa ma la cui riuscita costituirebbe un completamento storico dell'azione comune verso il progresso economico e sociale dei suoi Stati, con il miglioramento delle condizioni di vita e di occupazione dei loro popoli.
La credibilità del Meccanismo unico di risoluzione, quale strumento capace di preservare realmente i fondi dei contribuenti, riposa sul Single Resolution Fund (SRF), costituito mediante versamenti annuali a carico delle banche della zona euro. La funzione principale del Fondo di risoluzione è quella di sovvenzionare l'applicazione delle misure di risoluzione, con prestiti o rilascio di garanzie. Ove risulti imprescindibile estromettere alcuni crediti, nelle circostanze indicate dalla direttiva, per scongiurare il rischio di un contagio, il Fondo potrà, entro precisi limiti, assorbire perdite al posto dei creditori esclusi, riducendo l'ammontare del bail-in.
Nell'iniziale fase transitoria, il Fondo resterà suddiviso in comparti nazionali – che verranno progressivamente messi in comune – e dovrà integrare gli strumenti nazionali di garanzia dei depositi. In particolare, i "comparti nazionali" verranno fusi in modo graduale durante una fase transitoria della

durata di otto anni. La messa in comune dell'utilizzo dei fondi versati inizierà con il 40% nel primo anno e un ulteriore 20% nel secondo, per poi aumentare di un importo costante per i successivi sei anni finché i comparti nazionali non cesseranno di esistere. Nel caso di crisi, saranno utilizzate, in primis, le risorse dei comparti corrispondenti agli Stati in cui hanno sede le banche coinvolte dalla procedura di risoluzione mentre le risorse degli altri comparti verranno coinvolte con un meccanismo di mutualità gradualmente crescente[133]. A regime, dopo otto anni di costruzione, nel 2024, la dotazione del Fondo sarà pari all'1% dei depositi protetti dai sistemi di garanzia, pari a circa 55 miliardi di euro. Il Comitato di risoluzione unico è responsabile della gestione e dell'utilizzo del Fondo, del quale è proprietario, essendo utilizzabile nel programma di risoluzione solo nella misura necessaria per applicare in maniera efficace gli strumenti di risoluzione. Per realizzare uno degli obiettivi principali della nuova gestione delle crisi bancarie (evitare che il costo della risoluzione della crisi sia sostenuto dal denaro dei taxpayers), il fondo è alimentato principalmente attraverso i contributi ex ante delle banche e degli altri enti rientranti nel Meccanismo di risoluzione unico. Laddove le risorse disponibili non dovessero coprire le spese degli interventi di risoluzione, è prevista la raccolta di contributi straordinari ex post; in caso di ulteriore incapienza, il fondo può chiedere prestiti ai meccanismi di finanziamento della risoluzione degli Stati membri non partecipanti o contrarre prestiti in diversa forma e finanziamenti pubblici. Ciò che a livello europeo ancora manca, rappresentando una delle ragioni di maggior criticità ed inquietudine, è una rete di sicurezza per costituire le disponibilità del Fondo per fronteggiare tempestivamente le crisi degli intermediari di maggiori dimensioni.

Il terzo pilastro dell'Unione bancaria, infine, si identifica con il sistema europeo di garanzia dei depositi (EDIS), non ancora attuato nella forma accentrata, che dovrebbe impedire distorsioni collegate alle variegate forme di tutela e modalità di funzionamento degli schemi nazionali. La proposta dei cinque presidenti di istituzioni europee di avviare tale sistema a completamento dell'unione bancaria ne pone in evidenza l'importanza per il successo del progetto stesso dell'Unione europea: «Dal momento che l'attuale assetto caratterizzato dall'esistenza di sistemi nazionali di garanzia dei depositi resta vulnerabile agli shock locali di grande portata (in particolare quando l'emittente sovrano e il settore bancario nazionale sono percepiti come fragili), la garanzia comune

[133]La Corte di Cassazione (sez. V pen., n. 39506/2015) ha ricordato come per suo costante orientamento la legittimazione alla proposizione della querela per il reato di infedeltà patrimoniale dell'amministratore spetta non solo alla società nel suo complesso (essendo l'incriminazione volta alla tutela dell'integrità patrimoniale della società), ma anche — e disgiuntamente — al singolo socio. Quest'ultimo è persona offesa del reato di infedeltà patrimoniale, e non solo danneggiato dallo stesso, in quanto la condotta dell'amministratore infedele è diretta a compromettere le ragioni della società, ma anche, principalmente, quelle dei soci o quotisti della stessa, che per l'infedele attività dell'amministratore subiscono il depauperamento del proprio patrimonio (sez. V pen., n. 37033 del 16/6/2006, Rv. 235282); orientamento consolidatosi in seguito (sez. II pen., n. 24824 del 25/2/2009, Rv. 244336; Sez. V pen., n. 35080 del 7/5/2014, Rv. 260468). La specificità dell'oggetto della tutela nell'incriminazione in esame, tutto interno alla compagine sociale, esclude che sia possibile estendere la qualifica di persona offesa dal reato ad altra generica categoria di soggetti quali i creditori sociali i cui interessi sull'integrità del patrimonio sociale trovano differenti modalità di tutela, nelle situazioni di patologia della società (sez. V pen., n. 13110 del 5/3/2008, Rv. 239394) idonee a determinare la definitiva lesione del loro interesse.

dei depositi rafforzerebbe la resilienza contro crisi future. Un sistema comune ha inoltre maggiori probabilità di essere neutro nel tempo per le finanze pubbliche rispetto ai sistemi nazionali perché i rischi sono più diffusi e i contributi privati sono prelevati da un pool molto più ampio di enti finanziari. Istituire un vero e proprio sistema europeo di garanzia dei depositi richiederà del tempo, ma adottare misure concrete in questo senso, utilizzando le possibilità offerte nell'ambito dell'attuale quadro giuridico, dovrebbe essere una priorità già nella fase». I sistemi di garanzia dei depositanti costituiscono componente fondamentale della rete di sicurezza, a tutela della stabilità del sistema finanziario nazionale e dei piccoli depositanti nell'ipotesi di sconvolgimenti bancari, assicurando il rimborso dei relativi depositi. In Italia coesistono, attualmente, due sistemi di garanzia, riconosciuti dalla Banca d'Italia, ovvero: a) il Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo (FGDCC), al quale aderiscono le banche di credito cooperativo; b) il Fondo Interbancario di tutela dei depositi (FITD), al quale aderiscono tutte le altre categorie di banche. Nel sistema italiano i sistemi di garanzia hanno natura privata di consorzio e le risorse finanziarie per il perseguimento delle loro finalità sono fornite dalle banche aderenti[134]. L'adesione al Fondo è divenuta obbligatoria con il D.Lgs. n. 659/1996. Al 31/12/2014 le banche aderenti erano 215, con un totale dei fondi rimborsabili pari a 513,6 miliardi di euro, mentre l'importo del fondo (virtuale) raggiungeva i 2,05 miliardi di euro. Sino al recepimento della Dir. 2014/49/UE il sistema di finanziamento del fondo era alimentato secondo necessità (ex post). La Dir. 2009/14/CE era stata recepita dal D.Lgs. n. 49/2011, che aveva elevato l'ammontare massimo di rimborso per depositante a 100.000 mila euro e aveva stabilito un termine di rimborso pari a 20 giorni lavorativi, decorrenti dal momento in cui si producevano gli effetti della liquidazione coatta amministrativa, eccezionalmente prorogabili dalla Banca d'Italia di altri dieci giorni. Norme di dettaglio erano affidate alle disposizioni secondarie emanate dalla Banca d'Italia e dagli statuti dei meccanismi di garanzia dei depositi (cosiddetti SGD). La Dir. 2014/49/UE (Deposit Guarantee Scheme Directive – DGSD) ha modificato la Dir. 94/19/UE, già emendata dalla Dir. 2009/14/UE.

[134] Art. 2-bis del regolamento cit. «1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435- bis, primo comma, del codice civile.
2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; – abbiano costituito oggetto di un collocamento in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera b); – siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca; – siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.
3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.
4. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento».

Essa mira ad una migliore armonizzazione dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi bancari, eliminando distorsioni competitive per i diversi livelli di protezione dei diversi strumenti di raccolta e delle diverse modalità di intervento dei fondi di garanzia. Il legislatore europeo ha ritenuto imprescindibile rimuovere alcune differenze tra le legislazioni degli Stati membri in tale materia anche per agevolare l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio. L'Autorità Bancaria Europea, oltre ad effettuare verifiche sulla solidità dei sistemi di garanzia dei depositi, avrà un ruolo di coordinamento degli interventi. Attualmente, i sistemi di garanzia dei depositi restano pur sempre meccanismi nazionali, sovvenzionati dagli enti creditizi, volti a salvaguardare il rimborso di una determinata quota dei depositi bancari nell'evenienza in cui essi siano indisponibili per decisione delle autorità competenti o dell'autorità giudiziaria. In base alla nuova direttiva i sistemi devono dotarsi di risorse commisurate ai depositi protetti, alimentate dai contributi obbligatori versati periodicamente (almeno annualmente) dagli intermediari fino a raggiungere la percentuale prestabilita dei depositi protetti. Tra le innovazioni più significative possono annoverarsi: – la definizione di un sistema di contribuzione ex ante (e non ex post, nel quale i fondi vengono versati solo in caso di necessità); – la fissazione di requisiti finanziari minimi comuni per i sistemi di garanzia dei depositi, i cui mezzi disponibili, entro il 03/07/2024, dovranno attestarsi almeno all'0,8% dell'importo dei depositi coperti; – la progressiva diminuzione dei termini per il pagamento del rimborso a favore dei depositanti (sette giorni lavorativi, in luogo dei preesistenti venti); – in caso di indisponibilità, la copertura è di 100.000 euro per ciascun depositante e non per singolo deposito; – i mezzi finanziari raccolti, adibiti principalmente al rimborso dei depositanti, saranno impiegabili anche per la risoluzione delle crisi degli enti creditizi. La direttiva rimane entro i confini di una armonizzazione delle norme sui sistemi di garanzia nazionali, mentre la costituzione di uno schema unico di assicurazione dei depositi nell'area dell'euro, a tutt'oggi, è contrastata da forti resistenze politiche. Con significativo ritardo, in data 09/03/2016 è entrato in vigore il D.Lgs. n. 30/2016 attuativo della Dir. 2014/49/UE. La vigente disciplina dei sistemi di garanzia dei depositi riposa ora sugli articoli da 96 a 96-quinquies del TUB. Secondo il disposto dell'art. 96 TUB le banche italiane aderiscono a uno dei sistemi di garanzia dei depositanti istituiti e riconosciuti in Italia, mentre le banche di credito cooperativo aderiscono al sistema di garanzia dei depositanti costituito nel loro ambito. Le succursali di banche comunitarie operanti in Italia possono aderire a un sistema di garanzia italiano al fine di integrare la tutela offerta dal sistema di garanzia dello Stato di appartenenza. Per parte loro, infine, le succursali di banche extracomunitarie autorizzate in Italia aderiscono a un sistema di garanzia italiano salvo che partecipino a un sistema di garanzia estero equivalente almeno con riferimento al livello e all'ambito di copertura. I sistemi di garanzia hanno natura di diritto privato; le risorse finanziarie per il perseguimento delle loro finalità sono fornite dalle banche aderenti In merito al meccanismo di finanziamento dei sistemi di garanzia, l'art. 96.2 TUB dispone che per costituire la dotazione finanziaria dei sistemi di garanzia gli aderenti versano contributi almeno

annualmente, per l'ammontare determinato dal sistema secondo precisi parametri. In particolare, «i contributi dovuti dalle banche aderenti sono proporzionati all'ammontare dei loro depositi protetti, ad eccezione di quelli indicati all'art. 96-bis.1, comma 4, e al loro profilo di rischio». Essi possono essere determinati dai sistemi di garanzia sulla base dei propri metodi interni (soggetti all'approvazione della Banca d'Italia che ne informa l'ABE) di valutazione del rischio e tenendo conto delle diverse fasi del ciclo economico, del possibile impatto prociclico e dell'eventuale partecipazione da parte delle banche aderenti a un sistema di tutela istituzionale di cui all'art. 113, paragrafo 7, Reg. (UE) n. 575/2013. I contributi possono assumere la forma di impegni di pagamento, se ciò è autorizzato dal sistema di garanzia e nell'ammontare da esso determinato, comunque non superiore al 30% dell'importo totale della dotazione finanziaria del sistema; il loro pagamento può essere richiesto nei casi predeterminati previsti dallo statuto del sistema di garanzia. Il sistema di garanzia, se deve procedere al rimborso dei depositi protetti e la dotazione finanziaria è insufficiente, chiede agli aderenti di integrarla mediante il versamento di contributi straordinari non superiori allo 0,5 per cento dei depositi protetti, ad eccezione di quelli indicati all'art. 96-bis.1, comma 4, per anno solare o, in casi eccezionali e con il consenso della Banca d'Italia, di ammontare più elevato. I sistemi di garanzia assicurano di avere accesso a fonti di finanziamento alternative a breve termine per far fronte alle proprie obbligazioni e possono ricorrere a finanziamenti aggiuntivi provenienti da fonti ulteriori. La dotazione finanziaria è investita in attività a basso rischio e con sufficiente diversificazione. Entro il 31 marzo di ciascun anno la Banca d'Italia informa l'ABE circa l'importo dei depositi protetti dai sistemi di garanzia italiani e dell'importo della dotazione finanziaria dei sistemi al 31 dicembre del precedente anno. Gli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi si differenziavano in obbligatori, alternativi e preventivi. Gli interventi obbligatori consistono nel rimborso diretto dei partecipanti e sono condizionati all'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa. Ai fini del rimborso i crediti devono appartenere alle categorie tutelate (art. 96-bis.1, comma 1, TUB) e non ricadere in una delle fattispecie soggette ad esclusione (art. 96-bis.1, comma 2, TUB)[135]. Il limite massimo di rimborso per depositante è pari a 100.000 euro ed è effettuato entro sette[136] giorni lavorativi dalla data in cui si producono gli effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'art. 83, comma 1, TUB, senza che sia necessario presentare alcuna richiesta al sistema di garanzia. Il diritto al rimborso si estingue decorsi cinque anni dalla data in cui si producono gli effetti del provvedimento di avvio della liquidazione coatta

[135]Già in precedenza (Cass. pen., sez. V, n. 5848/2013) era stato ritenuto che «in tema di infedeltà a seguito di dazione o promessa di utilità, il nocumento per la società da cui dipende la sussistenza del reato consiste nella lesione di qualsiasi interesse della medesima suscettibile di valutazione economica e non si risolve pertanto nella causazione di un immediato danno patrimoniale. (Fattispecie in cui è stata riconosciuta la determinazione di un nocumento nella lesione dell'immagine e della reputazione di un istituto bancario)».

[136]In tal senso, infatti, è necessario che alla condotta consegua un danno patrimoniale, soggetti attivi del reato possono essere solo coloro che siano dotati di effettivo potere di gestione del patrimonio della società, essendo criminalizzata la realizzazione di peculiari atti di disposizione di beni sociali, al di fuori di generici atti di amministrazione o indirizzo, a fronte di un presupposto conflitto di interessi.

amministrativa ai sensi dell'art. 83, comma 1, TUB, ma la decadenza è impedita dalla proposizione della domanda giudiziale, salvo che il processo si estingua, o dal riconoscimento del diritto da parte del sistema di garanzia. Il sistema di garanzia può differire il rimborso nei seguenti casi: a) vi è incertezza sul diritto del titolare a ricevere il rimborso o il deposito è oggetto di una controversia in sede giudiziale o presso un organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie, la cui definizione incide su tale diritto o sull'ammontare del rimborso; b) il deposito è soggetto a misure restrittive imposte da uno Stato o da un'organizzazione internazionale, finche' detta misura restrittiva è efficace; c) se non è stata effettuata alcuna operazione relativa al deposito nei ventiquattro mesi precedenti la data di cui al comma 1; in questo caso il rimborso è effettuato entro sei mesi dalla data di cui al comma 1, fermo restando che non è dovuto alcun rimborso se il valore del deposito è inferiore ai costi amministrativi che il sistema di garanzia sosterrebbe per effettuare il rimborso medesimo; d) l'importo da rimborsare come definito dall'art. 96-bis.1, comma 4, eccede 100.000 euro; il differimento opera per la sola eccedenza e il rimborso è effettuato entro sei mesi dalla data prevista dal comma 1; e) il rimborso va effettuato ai sensi dell'art. 96- quater.2, comma 2; in tal caso, il termine di cui al comma 1 decorre dalla data in cui il sistema di garanzia riceve le risorse. In deroga al diritto al rimborso, se un depositante, o altra persona avente diritto o un interesse sulle somme depositate su un conto, è sottoposto a un procedimento penale, a misura di prevenzione o a provvedimenti di sequestro connessi con il riciclaggio di proventi di attività illecite, il sistema di garanzia può sospendere i pagamenti relativi al depositante fino al passaggio in giudicato della sentenza di proscioglimento o assoluzione. Resta fermo quanto previsto dall'art. 96-bis.1, comma 2, lett. c). I sistemi di garanzia, quando effettuano i rimborsi ai sensi dell'art. 96-bis, comma 1-bis, lett. a), subentrano nei diritti dei depositanti nei confronti della banca in liquidazione coatta amministrativa nei limiti dei rimborsi effettuati, beneficiando della preferenza di cui all'art. 91, comma 1-bis, lett. b), n. 2). Le banche possono essere escluse dai sistemi di garanzia in caso di inadempimento di eccezionale gravità agli obblighi derivanti dall'adesione ai sistemi stessi. L'inadempimento è contestato dal sistema di garanzia, previo assenso della Banca d'Italia, concedendo alla banca un termine di sei mesi per adempiere. Decorso inutilmente il termine, prorogabile per un periodo non superiore a tre mesi, i sistemi di garanzia comunicano alla banca l'esclusione. La mancata adesione ad un sistema di garanzia, o l'esclusione da esso, comporta la revoca dell'autorizzazione all'attività bancaria. Resta ferma la possibilità di disporre la liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'art. 80 o la risoluzione ai sensi dell'art. 32, D.Lgs. 16/11/2015, n. 180. Oltre al rimborso dei depositi, i sistemi di garanzia: – contribuiscono al finanziamento della risoluzione delle banche italiane e delle succursali italiane di banche extracomunitarie secondo le modalità e nei limiti previsti dal D.Lgs. 16/11/2015, n. 180; – se previsto dallo statuto, possono intervenire in operazioni di cessione di attività, passività, aziende, rami d'azienda, beni e rapporti giuridici individuabili in blocco di cui all'art. 90, comma 2, TUB, se il costo dell'intervento non supera il costo che il sistema, secondo quanto

ragionevolmente prevedibile in base alle informazioni disponibili al momento dell'intervento, dovrebbe sostenere per il rimborso dei depositi; – se previsto dallo statuto, possono effettuare interventi nei confronti di banche italiane e succursali italiane di banche extracomunitarie per superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto di cui all'art. 17, comma 1, lett. a), D.Lgs. 16/11/2015, n. 180. Si tratta, ad esempio, di interventi preventivi, a beneficio di banche in amministrazione straordinaria per prevenire crisi irreversibili. In ogni caso, l'intervento presuppone la dimostrazione del minor onere per il sistema di garanzia dei depositi rispetto al rimborso dei depositanti. Ad esempio, nell'evenienza di cessione ad altra banca, i fondi di garanzia possono intervenire a coprire lo squilibrio tra attività e passività o attraverso l'offerta di garanzie e finanziamenti alla cessionaria.
Nonostante le carenze sotto il profilo di intervento diretto in materia di salute pubblica, l'Unione europea non manca di strumenti emergenziali. Seppur nella sua forza travolgente, infatti, la pandemia di COVID-19 non è certo la prima crisi ad essere fronteggiata a livello UE, dalla caduta delle Torri Gemelle del 2001, all'epidemia di SARS nel 2003, passando per la crisi dei debiti sovrani del 2008, e per finire con gli attentati terroristici dell'ISIS in Europa del 2016. Ognuna di queste fasi drammatiche ha messo a dura prova l'Unione, portandola ad assumere strumenti adeguati alla risoluzione di crisi future. Di particolare importanza in questo senso sono stati gli interventi legislativi adottati dopo gli attacchi terroristici di Al Qaeda a Madrid del 2004 adottati nell'ambito del Trattato di Lisbona, firmato nel dicembre 2007 e entrato in vigore nel gennaio 2009.

Nel tempo l'Unione europea si è dotata, dunque, di una serie di strumenti che consentono di intervenire nella gestione di calamità derivanti dallo scoppio di epidemie o, addirittura, di pandemie. In particolare il trattato di Lisbona ha introdotto all'articolo 6, lettera f) TFUE una competenza complementare dell'Unione europea nell'adottare azioni tese al supporto, coordinamento e integrazione dell'azione degli Stati membri *inter alia* in materia di protezione civile. In questo senso l'articolo 6, lettera f) rappresenta norma primaria posta a base giuridica per il successivo sviluppo di un vero e proprio *corpus* normativo riconducibile nel novero della c.d. *EU Disaster Response Law*[137] volto ad affrontare calamità o catastrofi, ovverosia "*qualsiasi situazione che abbia o possa avere conseguenze gravi sulle persone, l'ambiente o i beni, compreso il patrimonio culturale*"[138]. Il pacchetto della *EU Disaster Response Law* consta principalmente di tre strumenti, che in questa sede è essenziale richiamare, seppur senza pretesa di esaustività[139].

[137]M. Gestri, EU Disaster Response Law: Principles and Instruments, in AA. VV. A. Guttry, M. Gestri, G. Venturini, International Disaster Response Law, edizione 2012, T.M.C. Asser Press, The Hague, The Netherlands
[138]Decisione del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013 su un meccanismo unionale di protezione civile, decisione 1313/2013/UE GU L 347/924, 17 dicembre 2013
[139]Per una trattazione più approfondita si rinvia a F. Casolari, Prime considerazioni sull'azione dell'Unione ai tempi del Coronavirus, Rivista Eurojust, Fascicolo n. 1 – 2020 (disponibile online su http://rivista.eurojus.it/); Inoltre per un approfondimento dell'approccio integrato a livello UE si rinvia a L. Debuysere & S. Blockmans, Crisis Responders: Comparing Policy Approaches of the EU, the UN, NATO and OSCE with Experiences in the Field, in European Foreign Affairs Review, 24.3 /2019, p. 243–264

In primo luogo, su un piano preventivo, il "*meccanismo europeo di protezione civile*" introdotto con la Decisione 1313/2013/UE adottata sulla base dell'articolo 196 TFUE che stabilisce, tra l'altro, una competenza concorrente in capo all'Unione europea al fine di: (i) sostenere e completare l'azione degli Stati membri non solo a livello nazionale, ma anche a livello regionale e locale, concernente la prevenzione dei rischi, la preparazione degli attori della protezione civile negli Stati membri e l'intervento in caso di calamità naturali; (ii) promuovere una cooperazione operativa rapida ed efficace all'interno dell'Unione tra i servizi di protezione civile nazionali; (iii) e favorire la coerenza delle azioni intraprese a livello internazionale in materia di protezione civile. Questa norma è atta a rappresentare la base giuridica per un intervento legislativo secondo procedura legislativa ordinaria da parte del Parlamento europeo e il Consiglio, superando così la previgente normativa in forza della quale qualsiasi intervento in materia da parte dell'Unione europea doveva essere adottato ad unanimità dal Consiglio con mera consultazione del Parlamento. Inoltre, tale norma introduce un mezzo di richiesta di aiuto da parte degli Stati membri, con intervento da parte degli altri Stati su base volontaria.

Sulla base di tale meccanismo il 19 marzo la Commissione europea ha deciso di creare una scorta strategica ("rescEU"), ossia una riserva europea comune, di attrezzature mediche di emergenza quali ventilatori, maschere di protezione e forniture per laboratori per i paesi dell'UE che ne hanno bisogno[140]. Tale scorta è finanziata al 90% dalla Commissione europea, e gestita da un centro di coordinamento della risposta alle emergenze, il c.d. *Emergency Response Coordination Centre* ("ERCC") che gestisce la distribuzione delle attrezzature per garantire che siano inviate dove sono più necessarie[141]. Il meccanismo europeo di protezione civile, come si vedrà, ha trovato applicazione anche nelle operazioni di assistenza e di rimpatrio consolare dei cittadini dell'UE in tutto il mondo.

In secondo luogo, su un diverso piano, volto all'intervento attivo nell'arginare la crisi in atto, l'articolo 222, paragrafo 1 TFUE prevede una clausola di solidarietà in forza della quale l'Unione europea è giuridicamente obbligata a supportare qualsiasi Stato membro che sia vittima di un attacco terroristico o di una calamità naturale, nel caso in cui lo Stato membro ne faccia richiesta. La norma prevede, infatti, che "*l'Unione mobilita tutti gli strumenti di cui dispone, inclusi i mezzi militari messi a sua disposizione dagli Stati membri, per prestare assistenza a uno Stato membro sul suo territorio, su richiesta delle sue autorità politiche, in caso di calamità naturale* […]"[142]. Sulla base della norma in esame, quindi, gli Stati membri sono obbligati ad intervenire a supporto dello Stato membro che ne faccia richiesta adottando le misure più appropriate[143]. Ad oggi la norma non è stata mai invocata

[140]Si rinvia a https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/public-health_en
[141]Si rinvia a https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/crisis-management_it.
[142]A tal fine gli Stati membri si coordinano in sede di Consiglio. Le modalità di attuazione della presente clausola di solidarietà da parte dell'Unione sono definite da una decisione adottata dal Consiglio, su proposta congiunta della Commissione europea e dell'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza
[143]Dichiarazione n. 37 sull' articolo 222 TFUE, secondo la quale *"Fatte salve le misure adottate dall'Unione per assolvere agli obblighi di solidarietà nei confronti di uno Stato membro che sia oggetto di un attacco terroristico*

dagli Stati membri, nemmeno a seguito degli attacchi terroristici del 2016, che pur l'avrebbero giustificata. Tuttavia, pur in mancanza di un obbligo giuridico in questo senso, numerosi sono stati i gesti di solidarietà all'interno dell'Unione europea: la Francia ha donato 1 milione di mascherine all'Italia, e la Germania ha inviato 7 tonnellate di forniture mediche (tra cui ventilatori e maschere anestetiche) in Italia, e accolto 100 pazienti italiani in terapia intensiva, solo per nominarne qualcuno[144].

Infine, la decisione 1082/2013/UE[145] introduce una disciplina in materia di grave minaccia alla salute, in materia di sorveglianza epidemiologica, monitoraggio, allarme rapido e lotta contro le gravi minacce per la salute a carattere transfrontaliero, compresa la pianificazione della preparazione e della risposta in relazione a tali attività, allo scopo di coordinare e integrare le politiche nazionali. La base giuridica è fornita dall'articolo 168, paragrafo 5 TFEU, il quale nell'ambito della parte terza del TFUE intitolato "*Salute, politiche e azioni interne dell'Unione*" stabilisce una serie di strumenti anche di tipo legislativo e di intervento con particolare riferimento a situazione di grave pericolo per la salute pubblica, i c.d. "*grandi flagelli*".

In particolare, la norma concede un ampio margine di manovra alla Commissione europea che, sempre in stretto contatto con gli Stati membri, può assumere *"ogni iniziativa utile a promuovere detto coordinamento, in particolare iniziative finalizzate alla definizione di orientamenti e indicatori, all'organizzazione di scambi delle migliori pratiche e alla preparazione di elementi necessari per il controllo e la valutazione periodici"*. Il Parlamento europeo, dal canto suo, è pienamente informato e congiuntamente con il Consiglio *"deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale e del Comitato delle regioni"* può adottare *"misure di incentivazione* […] *per lottare contro i grandi flagelli che si propagano oltre frontiera, misure concernenti la sorveglianza, l'allarme e la lotta contro gravi minacce per la salute a carattere transfrontaliero*". Infine, giova rammentare che il Consiglio può altresì adottare raccomandazioni su proposta della Commissione.

La disciplina europea della prevenzione e della gestione delle crisi bancarie e delle imprese di investimento si pone all'origine di un radicale cambiamento culturale per azionisti, creditori subordinati e depositanti. Più di quanto sia mai avvenuto in passato, gli azionisti ed i creditori bancari risultano ora fortemente responsabilizzati nei poteri di controllo e nelle possibilità di conoscenza

---

*o sia vittima di una calamità naturale o provocata dall'uomo, si intende che nessuna delle disposizioni dell'articolo 222 pregiudica il diritto di un altro Stato membro di scegliere i mezzi più appropriati per assolvere ai suoi obblighi di solidarietà nei confronti dello Stato membro in questione*"

[144] Per un aggiornamento completo e costante delle iniziative di solidarietà tra Stati membri si rinvia a "Coronavirus: solidarietà europea in azione" (disponibile online: https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/coronavirus-european-solidarity-action_it)

[145] Decisione del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013 relativa alle gravi minacce per la salute a carattere transfrontaliero e che abroga la decisione n. 2119/98/CE, decisione n. 1082/2013/UE, GU L 293/1, 5 novembre 2013

rispetto alla situazione ed alla gestione dell'ente, in quanto maggiormente esposti agli effetti ablatori di originali provvedimenti amministrativi coattivi. Fra questi ultimi, si pensi alla vendita di azioni e di altri titoli di proprietà emessi dal soggetto sottoposto alla risoluzione, al di fuori di qualsiasi consenso dei rispettivi titolari, in assenza di corrispondenti delibere degli organi societari e di indennizzo. L'intensa deviazione regolamentare rispetto al diritto societario comune, almeno sotto il profilo in esame, giustificata dagli interessi pubblici coinvolti nello specifico settore di attività, arriva a legittimare un vero e proprio spossessamento coattivo, con azzeramento di valori, adesso potenzialmente realizzabile senza la concomitante estinzione dell'ente, precorrendo gli effetti di un'eventuale dichiarazione di insolvenza, in assenza di diritti di opposizione o d'insinuazione al passivo. Se è vero che la Dir. 2014/59/UE riconosce ai creditori un ristoro per le perdite subite per effetto della svalutazione e della conversione del debito[146], è più realistico ritenere che l'effettiva garanzia per l'esposizione al rischio di riduzione o di conversione «sarà in futuro tenuta in considerazione in sede contrattuale, non solo sul piano della remunerazione del prestito ma anche mediante il riconoscimento di diritti di nomina di uno o più componenti degli organi sociali»[147]. Al ricorrere dei relativi presupposti, ad ogni modo, il carattere obbligatorio del bail-in, con imputazione delle perdite, anzitutto, in capo agli azionisti ed ai creditori dell'ente in dissesto o in pericolo di dissesto (failing or likely to fail) attraverso la diluizione o annientamento coattivo della partecipazione o dei titoli subordinati, è divenuto caposaldo del nuovo sistema. Il dovere degli azionisti e dei creditori subordinati di contribuire agli oneri della ristrutturazione degli intermediari in dissesto condividendo il peso della loro ricapitalizzazione (burden sharing), con priorità rispetto a qualsiasi aiuto di Stato[148], si pone, anzitutto, in linea di coerente sviluppo rispetto al rifiuto di perpetuare salvataggi quali "regali pubblici", operati senza sacrificio alcuno né da parte di coloro che avevano determinato il dissesto né di quelli che avevano investito in enti "speciali" sostenuti dalla solida aspettativa di conseguire, "in ogni caso", soddisfacenti rendimenti, senza interrogarsi sulla gestione dei primi né dolersi dell'impotenza in cui erano costretti. Non risulta ancora del tutto diffusa la consapevolezza, in tal senso, di quanto grave sia il rischio di favorire stabilmente, con il sacrificio di chi non si sottrae al dovere di contribuzione, i gestori infedeli, tacitando con denaro pubblico i lamenti dei danneggiati,

---

[146]Cfr. l'art. 50 (1) e (2) della Dir. 2014/59/UE e l'art. 55 del D.Lgs. 180/2015, in materia di fissazione di un tasso di conversione che «compensa adeguatamente» il creditore per perdite subite a causa dell'esercizio del potere di svalutazione e di conversione. In base all'art. 89, D.Lgs. n. 180/2015 «*1. Ciascun azionista o creditore, incluso il sistema di garanzia dei depositanti, che sulla base della valutazione di cui all'articolo 88 risulti aver subito perdite maggiori di quelle che avrebbe subito in una liquidazione coatta amministrativa o altra analoga procedura concorsuale applicabile, ha diritto a ricevere, a titolo di indennizzo, esclusivamente una somma equivalente alla differenza determinata ai sensi dell'articolo 88.*
*2. La somma indicata al comma 1 è a carico del fondo di risoluzione*».

[147]Capolino, Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità, Rapporto sull'attività di ricerca, Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11 Regole e mercato, Siena, 7- 9/04/2016 reperibile all'indirizzo http://www.regolazionedeimercati.it.

[148]Si vedano, in proposito, «la comunicazione sul settore bancario» della Commissione del 30/07/2013 relativa all'applicazione, dal 01/08/2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria e le previsioni degli artt. 31, par. 2 lett. c) e d, 31, comma 1, 37, par. 10, lett. a) e b), 56-58, Dir. 2014/59/UE.

così come gli opportunismi degli investitori, indifferenti rispetto all'agire irregolare dei primi, fidando sulla implicita garanzia pubblica. Anche se non dovrebbe discutersi oltre del fatto che le ricorrenti pratiche di socializzazione dei costi durante i periodi di dissesto procurati da gestori infedeli o incapaci, rispetto ad imprese bancarie che per contro difendono gelosamente la natura privata nelle fasi "ordinate" ed espansive, operano una grave distorsione della concorrenza bancaria ed economica ed importano l'altrettanto problematica compromissione degli assetti politici utili a favorire tali soluzioni. Convenienti per pochi e funeste per molti. Ebbene, il tempo di tali azzardi ed opportunismi sembra finito, reso impraticabile, prima che da slanci di rinnovata morale pubblica ed imprenditoriale, da meno prosaici vincoli del debito sovrano, all'origine di una disciplina europea, ancora perfettibile, che è impegnata nella costruzione progressiva degli strumenti per verificarne e garantirne il rispetto. Non sfugge che il percorso è complesso ed è solo all'inizio. Del resto, secondo la premonitrice intuizione di Robert Schuman[149] , «l'Europa non potrà farsi in una sola volta, né sarà costruita tutta insieme; essa sorgerà da realizzazioni concrete che creino anzitutto una solidarietà di fatto». Vi è la coscienza che la sensibilità per le preoccupazioni collegate alla salvaguardia immediata delle aspettative nutrite nella veste di risparmiatori ed investitori, in realtà, resta più sviluppata della rassicurazione prospettica che deriva a quelle dei fedeli contribuenti. E la centralità dell'obiettivo di restituire l'impresa bancaria allo statuto ed alle dolorose incertezze dell'attività privata, con la conseguente necessità di sopportare il rischio dell'insuccesso nella fase del dissesto patrimoniale, non può nasconderne il carattere problematico. Se è profonda la ritrosia ad abbandonare la rassicurante garanzia statuale è anche vero che le imprese bancarie e di investimento mantengono ineliminabili ragioni di specialità, a principiare dall'articolato sistema di controlli pubblici che le assiste, gestendo una peculiare risorsa: l'altrui risparmio. È questa esigenza che ha finito per giustificare, anche in tempi recenti, l'accresciuta componente autoritativa delle misure a disposizione delle Autorità pubbliche di vigilanza e di risoluzione, come si diceva, pure in fasi non avanzate della compromissione dell'integrità dell'intermediario. È la necessità di salvaguardare la stabilità finanziaria e di evitare contagi sistemici transfrontalieri ad imporre interventi autoritativi di prevenzione e gestione delle crisi bancarie mai sperimentati in precedenza, nei quali possono finire, senza colpa e con scarsi spazi di tutela preventiva, anche i creditori "innocenti", ovvero quelli non subordinati, quali i meri depositanti con diritto al rimborso, riconosciuto entro precisi presupposti e limiti quantitativi. In questo serrato e talora disorientante quadro di evoluzione della regolamentazione, dell'assetto dei controlli, delle procedure di prevenzione e gestione delle crisi e dei sistemi di garanzia dei depositi, un principio normativo declinato a bassa voce è quello che dovrebbe assicurare, in presenza di procedure di risoluzione, che le «persone fisiche e giuridiche sono tenute a rispondere, subordinatamente al diritto dello Stato membro, a norma del diritto civile o penale,

[149]Intervento del Ministro degli esteri della Repubblica francese per l'istituzione di una comunità europea del carbone e dell'acciaio, Sala dell'orologio Quai d'Orsay, Parigi, 09/05/1950.

delle loro responsabilità per il dissesto dell'ente»[150]. Si tratta di un principio di riequilibrio del sistema, attraverso l'effettiva responsabilizzazione di chi ha cagionato, con il dissesto, il rigore delle misure che servono a risolverlo ovvero ad organizzarne un'ordinata gestione. Al sistema nazionale è affidata la salvaguardia e l'attuazione concreta del principio ed una sua prima declinazione successiva pare ravvisabile nel disposto dell'art. 36, comma 2, D.Lgs. n. 180/2015, alla cui stregua le disposizioni penali fallimentari del Titolo VI della legge fallimentare si applicano «anche quando lo stato di insolvenza è superato per effetto della risoluzione». Ciò significa che l'eliminazione dello stato di squilibrio economico, patrimoniale e finanziario, per effetto delle amare misure che la risoluzione importa, non pregiudica la prosecuzione delle indagini e dei processi per reati fallimentari nei confronti dei loro autori. I responsabili della insolvenza rimediata, dunque, non possono opportunisticamente beneficiare del successo dell'impiego dello strumento. Il testo si propone di esaminare i nuovi capisaldi della Unione bancaria e di ripercorrere, con la consapevolezza di essi, il quadro delle effettive tutele penali offerte alle aspettative, agli interessi ed ai diritti dei creditori "innocenti", se non impotenti, quali risparmiatori ed investitori non professionali. Per cercare di rispondere alla domanda di che cosa, allo stato della vigente normativa nazionale penale, possa davvero difenderli, anche quali contribuenti, ed in quale misura i responsabili delle ragioni dei dissesti possono essere contrastati per tempo ed effettivamente. Senza tacere il carattere simbolico di molte fattispecie penali e senza idealizzare un tempo, ormai lontano, in cui nessuno perdeva dai dissesti bancari e pubblici, perché il conto era lasciato alla generazione che seguiva. Appare condivisibile, in tal senso, il rilievo che «non si può tuttavia rimpiangere un passato in cui nessuno subiva perdite dal dissesto di una banca: ciò accadeva, infatti, perché gli sportelli bancari avevano un alto valore di mercato e potevano essere venduti ad altre banche, e perché le risorse mancanti venivano prelevate dai contribuenti, aumentando così il debito pubblico. Queste condizioni non ci sono più: le banche chiudono i propri sportelli, figuriamoci se ne acquistano altri, e il debito pubblico è al limite della sostenibilità. La conseguenza è che le banche sono divenute imprese (quasi) come le altre, e possono fallire. Quando ciò accade, c'è sempre qualcuno che perde. Le nuove regole cercano di ridurre quella perdita al minimo»[151].

L'Unione bancaria costituisce la forma più avanzata ed innovativa del processo europeo di unificazione economica. I contenuti originali delle soluzioni che essa implica si pongono in seria tensione con alcune delle garanzie tradizionali dei diritti di proprietà, ricevendo serrate critiche, alimentate, in parte non trascurabile, dai particolarismi nazionali e dai dubbi circa l'effettiva capacità del nuovo impianto di governare per tempo e davvero il fenomeno della crisi. Si tratta di inquietudine affatto nuova nella storia dei processi dell'unificazione europea. Non di rado, infatti, la razionalità

[150]Art. 34, par. 1 lett. e), Dir. 2014/59/UE.
[151]Stanghellini, D.lgs. 180 e 181 del 16 novembre 2015: le nuove regole sulle crisi bancarie, in Quotidiano giuridico, 17/12/2015.

tecnica del progetto, nel caso concreto certo ancora da perfezionare, non resta insensibile alla frammentazione degli interessi ed al difetto di condivisione politica che essa genera. Converrebbe, in tal senso, rammentare il monito preconizzante di Jean Monnet: «La cooperazione tra le Nazioni, per importante che sia, non risolve niente, quel che si deve cercare è una fusione di interessi dei popoli europei, e non semplicemente l'equilibrio tra quegli interessi»[152]. Il fondamento normativo del progetto e dei tre pilastri dei quali si compone (sistema di controlli, sistema di prevenzione e gestione della crisi e sistema di garanzia dei depositi) riposa su distinte disposizioni. Il Meccanismo di vigilanza unico, in particolare, poggia sull'art. 127 (6) TFUE, alla cui stregua «il Consiglio, deliberando all'unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione». Quanto al Meccanismo di risoluzione unico, invece, il Reg. UE n. 806/2014 si richiama all'art. 114 TFUE, in base al quale «il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno». Secondo la riflessione della Corte di Giustizia ed in base all'esperienza maturata con la costituzione delle agenzie di vigilanza europee, l'armonizzazione delle legislazioni consentita da tale norma può essere realizzata anche mediante il conferimento di poteri ad organismi dell'Unione, nonché con misure destinate ad essere applicate in una parte soltanto degli Stati membri, secondo le previsioni del Trattato di Lisbona. Il sistema accentrato di garanzia dei depositi è un progetto, ancora non perfezionato, attualmente essendo stata solo potenziata l'armonizzazione del regime dei sistemi di garanzia nazionali in virtù della Dir. 2014/49/UE (Deposits Guarantee Scheme Directive).

Intorno alla fine degli anni '80 si sviluppò un vivace dibattito giurisprudenziale sulla natura dell'attività bancaria e sulla possibilità di considerare integrato il delitto di peculato o di appropriazione indebita aggravato dall'abuso di prestazione di opera nella condotta del dipendente bancario che avesse impiegato, a profitto proprio o altrui, il denaro del quale aveva la disponibilità per ragione del suo ufficio. Le Sezioni Unite della Cassazione (n. 8243/2007) fissarono tre principi fondamentali, due dei quali rimasti capisaldi anche della posteriore esperienza giurisprudenziale. In particolare, la Corte affermò che «la normale attività bancaria di raccolta del risparmio fra il pubblico e di esercizio del credito in un libero mercato concorrenziale, svolta da enti creditizi sia privati che pubblici, non comporta l'attribuzione a chi la esercita della qualifica di pubblico ufficiale o di incaricato di pubblico servizio». Inoltre, con riferimento ad un fatto privato del carattere di illecito

[152]Napolitano, Europa politica: il difficile approdo di un lungo percorso, Donzelli, Roma, 2003, p. 27 riporta tale citazione tratta da J. Monnet, Mémoires, Paris, Fayard, 1976, p. 369.

penale a seguito di una successiva modifica legislativa afferente la disciplina normativa extra-penale di riferimento, la Cassazione affermò che «per attribuire la qualità di soggetto attivo di un reato proprio si applica il principio di retroattività della legge più favorevole affermato dall'art. 2 cod. pen. perché per legge incriminatrice deve intendersi il complesso di tutti gli elementi rilevanti ai fini della descrizione del fatto tra cui, nei reati propri è indubbiamente compresa la qualità del soggetto attivo». In particolare, nel caso in diretta valutazione, non venne ritenuta più ravvisabile l'ipotesi di peculato nella condotta di un dipendente di una Cassa di risparmio che aveva concesso ad un cliente diciannove fidi non autorizzati di rilevante valore, essendo stata esclusa, a seguito di novatio legis, la sua qualifica di pubblico ufficiale. Nella medesima evenienza, inoltre, la Corte di legittimità escluse anche che la concessione abusiva di fido commessa da un dipendente bancario potesse integrare gli estremi dell'appropriazione indebita «poiché tale reato prevede come condotta punibile solo l'appropriazione e non la distrazione». La Corte sottolineò come la condotta della "appropriazione" consiste nell'esercizio sulla cosa di atti di dominio (uti dominus) incompatibili con il titolo che ne giustifica il possesso mentre quella di "distrazione" nel dare alla cosa una destinazione diversa da quella cui era originariamente destinata. Ciò posto la Cassazione chiosò: «Orbene, poiché il reato di appropriazione indebita previsto dall'art. 646 C.P. postula che il possessore si comporti verso la cosa come se fosse propria, compiendo cioè sulla stessa quegli atti che potrebbe compiere solo il proprietario, e questa condotta coincide con quella di "appropriazione" prevista dall'art. 314 C.P. ma nettamente diverge da quella di "distrazione", ne consegue che, quando la "distrazione", consistente nella concessione abusiva di fido, venga commessa da un dipendente bancario che, come nella specie, non riveste la qualifica di "pubblico ufficiale" ne' di "incaricato di pubblico servizio", il fatto da lui commesso non realizza la fattispecie dell'appropriazione indebita di cui all'art. 646 C.P.». Quest'ultima affermazione di principio venne lestamente riconsiderata, anche per i pericolosi vuoti di tutela che da essa derivavano. Con una successiva pronuncia, infatti, le Sezioni Unite ritennero «configurabile il reato di appropriazione indebita nel caso in cui il dipendente dell'istituto bancario, assumendo arbitrariamente i poteri dell'organo di amministrazione competente ad autorizzare il superamento dei limiti del fido o della provvista del conto corrente di corrispondenza, abbia concesso un fido al cliente violando, in collusione con lo stesso, le norme sugli affidamenti stabilite dagli istituti in modo da realizzare sostanzialmente un'arbitraria disposizione di beni della banca a profitto di terzi»[153].
La Corte segnalò come la qualificazione di diritto privato dell'ordinaria attività creditizia e, quindi, l'esclusione per essa delle ipotesi di reato di cui agli artt. 314 e 315 c.p., non importasse l'assenza di rilevanza penale del comportamento dei dipendenti bancari che, in violazione di specifiche norme penali poste a tutela del patrimonio, avessero operato con mezzi fraudolenti oppure in collusione coi terzi. Un'impunità per siffatte modalità di gestione bancaria si sarebbe posta in contrasto con le

[153]SS. UU. n. 9863/1989; nello stesso senso cfr. Cass. pen., sez. II, n. 3332/2013.

fondamentali esigenze di protezione dei beni giuridici, riferibili non solo al pubblico dei consumatori del credito, ma anche agli stessi istituti bancari. Escludendo fenomeni di supplenza giurisprudenziale, la Cassazione ricordò come, già in epoca precedente alla sentenza n. 8243/2007, più volte le sezioni semplici avessero affermato che il reato di appropriazione indebita può sussistere sia nel caso in cui l'agente abbia dato alla cosa una destinazione incompatibile con il titolo e le ragioni del suo possesso, sia nel caso in cui abbia omesso deliberatamente di restituire la cosa, giacché in entrambe le ipotesi è manifestata la sua volontà di affermare un dominio sulla cosa stessa[154]. Allorquando il possesso del denaro importi l'impiego dello stesso per un determinato uso, tale possesso non conferisce il potere di compiere atti di disposizione non autorizzati o, comunque, incompatibili col diritto del proprietario, di modo che, ove ciò avvenga, l'agente commette il delitto di appropriazione indebita. Trasferendo tali concetti all'evenienza in diretto esame, si delineava, ad avviso della Corte di legittimità, con sufficiente chiarezza, la configurabilità del reato di appropriazione indebita nel caso in cui il dipendente dell'istituto bancario avesse di fatto concesso un fido al cliente, violando, in collusione con lo stesso, le norme sugli affidamenti stabilite dagli istituti, in modo da realizzare, sostanzialmente, un'arbitraria disposizione di beni della banca a profitto di terzi[155].

La casistica nella quale è stata riconosciuta l'appropriazione indebita ha avuto riguardo a situazioni diversificate: – dirigenti bancari che, esorbitando da loro poteri, avevano messo a disposizione del cliente, con accrediti sui conti dello stesso, somme di denaro delle quali disponevano per conto della banca o pagavano assegni privi di provvista; – dipendente di istituto di credito che aveva concesso un fido al cliente, con violazione, in accordo con lo stesso, delle norme sugli affidamenti stabiliti dall'istituto, quale arbitraria disposizione dei beni dell'istituto a profitto di terzi; rilevando che la sussistenza di fondate prospettive di "rientro" del beneficiario, la presenza di garanzie o risorse patrimoniali, l'intento di agire nell'interesse dell'istituto di credito, mentre valevano ad escludere l'elemento soggettivo del reato, non incidevano minimamente sull'oggettivo "superamento del rischio di impresa", verificatosi attraverso operazioni irregolari e con comportamenti "uti dominus";

[154]Si vedano, tra le altre, Cass. 11/03/1975, Semeraro; Cass. 01/02/1983, Rappollo; Cass. 19/02/1985, Amato; cfr. tra le altre, Cass. 25/10/1972, Girelli; Cass. 16/04/1985, Fugaroli.

[155]«Se, infatti, l'appropriazione si concreta anche col dare alla cosa una destinazione incompatibile con il titolo e le ragioni che ne giustificano il possesso, ne consegue che, allorquando il dipendente dell'istituto di credito, nel concedere il fido al cliente, travalichi i limiti fissati dalle norme o dalle direttive che regolano gli affidamenti; egli pone in essere una condotta che rientra nella previsione dell'art. 646 cod.pen..Ed invero, sotto il profilo oggettivo, il dipendente bancario, realizzando un'arbitraria attribuzione di beni della banca a favore di terzi, compie un atto di disposizione "uti dominus", si comporta cioè come se la cosa fosse propria. Qualora, poi, ciò avvenga in collusione con il cliente abusivamente favorito ed al fine di procurargli un ingiusto profitto, si realizza anche l'estremo soggettivo del reato di cui all'art. 646 cod. pen., che consiste appunto nella volontà di invertire il titolo del possesso per trarre dalla cosa un ingiusto profitto per sé o per altri. Così, concorrendo l'indispensabile elemento soggettivo, si rende configurabile la fattispecie criminosa dell'art. 646 cod. pen. nei casi in cui il dipendente della banca abbia compiuto un atto di disposizione a favore del cliente, assumendo arbitrariamente i poteri dell'organo di amministrazione competente ad autorizzare il superamento dei limiti del fido o della provvista del conto corrente di corrispondenza. In tali casi di abuso nella gestione del credito, il dipendente bancario non si limita, infatti, a rivolgere la cosa ad un fine diverso da quello cui era destinata, strumentalizzando il possesso a profitto del terzo, esercita sulla cosa poteri di dominio incompatibili col titolo da cui il possesso medesimo trae giustificazione».

– concessione di fido bancario in violazione delle norme di garanzia sugli affidamenti stabilite dagli istituti realizzata in concorso con il beneficiario del fido illecitamente concesso e, quindi, mediante la consapevole partecipazione del concedente e del concessionario. In definitiva, sin dalla fine degli anni '80, la Corte di legittimità ha individuato quattro condizioni per assumere integrata l'appropriazione indebita nelle ipotesi di concessione abusiva di fido: (i) travalicamento dei limiti fissati dalle norme statutarie o dalle direttive che regolano gli affidamenti; (ii) collusione tra il dipendente di banca infedele ed il beneficiario del fido; (iii) scopo di avvantaggiare quest'ultimo; (iv) consapevolezza dell'irrecuperabilità del denaro prestato, non più restituibile. Non è mancata l'opinione che ha escluso la necessità della collusione con il cliente. Con riferimento ad evenienza nella quale al direttore della filiale bancaria si contestava d'aver elargito credito, eccedendo i limiti entro i quali la normativa interna lo autorizzava a concedere fidi, occultando l'appartenenza a un medesimo gruppo di più soggetti simultaneamente finanziati e superando i limiti quantitativi degli affidamenti, per categoria di credito e in assoluto, la Corte di legittimità ha rammentato che l'appropriazione indebita contempla esplicitamente l'ipotesi dell'ingiusto profitto a beneficio di un terzo, sicché il concorso del beneficiato nella condotta dell'agente è solo eventuale. Per la Cassazione, il carattere indebito del vantaggio deriva direttamente dall'illegittimità degli atti di erogazione del credito, mentre nessuna necessità di ordine logico o giuridico impone il coinvolgimento collusivo dei clienti. La collusione con il cliente, secondo l'insegnamento delle Sezioni Unite (sent. n. 1/1989) costituisce – insieme al comportamento uti dominus – l'elemento rivelatore dell'appropriazione indebita del funzionario di banca per concessione di credito extra-fido. Ma si tratta di una relazione descrittiva della situazione di fatto in cui si consuma normalmente l'appropriazione indebita, che come tale non prescinde dalla figura del cliente, al quale fanno capo un complesso di attività di per sé sole prive di significato penale (accensione e intrattenimento del conto, richiesta di fido, presentazione dei titoli all'incasso etc.) senza le quali il delitto non può essere commesso. Malgrado ciò, la Corte ha escluso che questo limitato concetto di collusione si estenda fino ad integrare il concorso necessario di persone nel reato, in contrasto con la definizione normativa dell'appropriazione indebita. «È dunque ben possibile che la collusione di conio giurisprudenziale si arresti ad una soglia di irrilevanza penale relativamente al cliente beneficiato, il quale è ordinariamente ignaro del preciso contenuto della discrezionalità del funzionario, sicché non può agevolmente discernere il momento in cui il comportamento del suo interlocutore si distacca completamente dall'interesse della banca, diventando condotta appropriativa». Del resto, il richiamo alla "collusione" in subiecta materia non è neppure una costante nella giurisprudenza di legittimità, non mancando precedenti in cui il tratto caratteristico della condotta antigiuridica viene individuato

da altre circostanze156. Va rimarcato che ancora di recente la Corte regolatrice157 ha chiarito che il «dipendente di Poste Italiane S.p.A. che svolga attività di tipo bancario (cosiddetto "bancoposta") non riveste la qualità di persona incaricata di pubblico servizio; con la conseguenza che l'appropriazione di somme dei risparmiatori commessa con abuso del ruolo integra il reato di appropriazione indebita e non quello di peculato». In particolare, la Corte ha osservato «che la natura privatistica dell'attività di raccolta del risparmio non è esclusa per il fatto che Poste S.p.A. operi per conto della Cassa Depositi e Prestiti, essendo quest'ultima equiparabile ad un comune azionista». La qualifica di pubblico ufficiale o di incaricato di pubblico servizio deriva dal contenuto della attività effettivamente esercitata, prescindendo dalla qualità pubblica o privata dell'ente di appartenenza e dall'essere l'attività tipica dell'ente un pubblico ufficio o servizio158. In particolare, «l'attività bancaria è, di per sé, attività privata e non esercizio di pubblico servizio. Questa è una acquisizione ormai risalente negli anni, essendo venuto meno il sistema normativo delle banche pubbliche ed il ruolo statale nel settore, ed è quindi questione non più in discussione. Né sono significativi quei casi particolari in cui la banca ed il suo dipendente operano nel contesto di un pubblico ufficio o servizio (come laddove, ad es., operino quali delegati della Agenzia delle Entrate, nell'esercizio di attività di tesoreria per enti pubblici etc.), perché la possibile diversa qualità deriva dal rapporto diretto con l'ente pubblico che si avvale della banca e non dalla peculiarità della attività bancaria in quanto tale». Secondo tale approdo, per qualificare il dipendente delle Poste che gestisca, per conto dell'ente di

---

[156]Per un esempio che appare sovrapponibile alla fattispecie in esame cfr. Cass. pen., sez. II, n. 49301/2004, secondo cui «Il D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, art. 137, comma 2, nel prevedere come illecito penale il falso interno del dipendente di una banca, funzionale alla concessione di un credito ad un terzo, configura un reato di pericolo, per la cui sussistenza non è necessario che il credito sia effettivamente concesso o che il patrimonio della banca sia depauperato. Ne deriva che, ove si verifichi quest'ultima ipotesi, deve ritenersi configurabile la diversa e più grave ipotesi dell'appropriazione indebita».

[157]«Il soggetto che, quindi, eserciti per conto della società Poste tale tipo di attività non è incaricato di pubblico servizio. Peraltro la rigida separazione della contabilità dei vari settori di attività impedisce che vi sia alcuna commistione di fondi delle attività in bancarie e postali. Insomma, mancano le condizioni oggettive del pubblico servizio, non vi è alcuna previsione espressa (come invece avviene per gli addetti al servizio postale) e, ultimo argomento ma non certo minore, vi è l'assoluta mancanza di ragioni per differenziare sul piano della attività nonché sul piano della "qualità" dei fondi maneggiati, l'addetto a servizi bancari di una banca dall'addetto servizi bancari dell'ente poste punendo diversamente condotte oggettivamente e soggettivamente identiche. Deve essere quindi affermato il seguente principio di diritto cui dovrà attenersi il giudice di rinvio: "Nell'ambito dello svolgimento di funzioni di tipo bancario, quale è la raccolta del risparmio, l'attività svolta da Poste spa è di tipo privatistico, non diversamente da quella svolta dalle banche; ne consegue che la appropriazione di somme di risparmiatori commessa con abuso del ruolo integra il reato di appropriazione indebita e non il reato di peculato; ne' rileva che Poste spa operi per conto della Cassa Depositi e Prestiti, essendo quest'ultima equiparabile ad un comune titolare di azioni e non operando personalmente nei rapporti con la clientela, che ha rapporti, regolati esclusivamente dal diritto civile, con Poste spa». Nello stesso senso Cass. pen., sez. VI, n. 18457/2015.

[158]La Corte di Cassazione ha stabilmente asserito che riveste la qualità di incaricato di pubblico servizio il soggetto che svolga un'attività di carattere intellettivo – dunque, non semplici mansioni d'ordine o un'opera di tipo meramente materiale – caratterizzata, da un lato, dalla mancanza dei poteri autoritativi e certificativi propri della pubblica funzione (Sez. U, n. 7958 del 27/03/1992, Delogu, Rv. 191172), e, dall'altro lato, da una precisa correlazione funzionale al soddisfacimento di uno specifico interesse pubblico (Sez. 6, n. 11240 del 24/10/1995, Ronchi, Rv. 203178). Assume pertanto siffatta qualità colui che, eventualmente accanto allo svolgimento di prestazioni di carattere materiale, espleti anche compiti che comportino conoscenza e applicazione di normative, anche se a livello esecutivo, e che involgano profili, sia pure complementari e integrativi, di collaborazione nell'espletamento del pubblico servizio.

appartenenza, attività nell'ambito bancario ("bancoposta"), ciò che rileva è l'individuazione della funzione svolta e poiché l'attività bancaria delle Poste è attività di tipo privato al pari di quella delle banche, l'impiegato che svolge tali servizi non è né pubblico ufficiale né incaricato di pubblico servizio. Ne consegue che, in caso di appropriazione di fondi affidati dal cliente, l'impiegato è responsabile di appropriazione indebita e non del reato proprio di peculato. Sembra irragionevole ritenere, inoltre, un trattamento diverso per la condotta di appropriazione dei fondi depositati dal cliente, per la quale il dipendente delle Poste, a parità di condizioni con il dipendente della banca di identiche mansioni, subirebbe il più grave trattamento sanzionatorio del peculato. Tale conclusione non troverebbe avallo in nessuna delle norme e delle fonti usualmente invocate dall'orientamento avverso (art. 12 del D.P.R. n. 156/1973, art. 18 del D.Lgs. n. 261/1999, il "contratto di programma" del 21/09/2000 tra il Ministero delle Comunicazioni e Poste Italiane, il D.P.R. 14/03/2001, n. 144 quale Regolamento recante norme sui servizi di bancoposta, determinante nel dimostrare che i servizi di tipo bancario offerti da Poste spa non differiscono da quelli offerti da qualsiasi banca) né nel particolare rapporto tra la Cassa Depositi e Prestiti e Poste spa (D.Lgs. 30/07/1999, n. 284 "riordino della cassa depositi e prestiti") non potendosi affermare che Poste operi in nome della Cassa o che, comunque, operi, in ragione del rapporto con tale ente, secondo regole diverse e particolari rispetto alle banche "comuni"159. L'approdo ora riepilogato, per quanto maggioritario, argomentato e non privo di coerenza sistematica, non è incontroverso nella riflessione giurisprudenziale. Di recente la Cassazione148 ha ricordato che «in tema di qualificazione soggettiva degli addetti ai servizi postali, la trasformazione dell'amministrazione postale in ente pubblico economico e la successiva adozione della forma della società per azioni, di cui alla L. 23 dicembre 1996, n. 662, non fanno venir meno la natura pubblicistica non solo dei servizi postali definiti riservati dal D.Lg. 22 luglio 1999, n. 261, ma neppure dei servizi non riservati, come quelli relativi alla raccolta del risparmio attraverso i libretti di risparmio postale ed i buoni postali fruttiferi (cosiddetto "bancoposta"), ora disciplinata dal D.Lgs. 30 luglio 1999, n. 284». In applicazione di tale principio la Corte ha riconosciuto la qualità di persona incaricata di un pubblico servizio all'addetto all'attività contabile nel settore della raccolta del risparmio postale, confermando la condanna per peculato. Ed ancora, è stato precisato, per fattispecie in tema di peculato, che «il dipendente di un ufficio postale addetto allo svolgimento del servizio di raccolta del risparmio riveste la qualità di persona incaricata di pubblico servizio».

E' utile rilevare che l'assetto attuale delle competenze in materia di salute pubblica a livello di Unione europea si dipana su un piano programmatico, utile in prospettiva di lungo termine. Tale assetto però non ha permesso una risposta tempestiva ed univoca da parte dell'Unione europea volta, ad esempio,

[159]Orientamento confermato anche da successive pronunce (Cass. pen., sez. VI, n. 3940/2016) che ha ritenuto condivisibile che "il dipendente di Poste Italiane S.p.A. che svolga attività di tipo bancario (cosiddetto "bancoposta") non riveste la qualità di persona incaricata di pubblico servizio – con la conseguenza che l'appropriazione di somme dei risparmiatori commessa con abuso del ruolo non integra il reato di peculato". Nello stesso senso: Cass., sez. VI, n. 39852/2015; Id., n. 18457/2015; Id., n. 32517/2015.

alla chiusura delle frontiere di Schengen prima dell'*escalation* del virus COVID-19 nel territorio degli Stati membri. Risposta che, evidentemente, sarebbe stata auspicabile per evitare interventi diversificati, intempestivi e non coordinati. Ciò non di meno, come si vedrà nel prosieguo, le disposizioni in materia di sanità pubblica rappresentano una base giuridica importante per gli interventi in atto per arginare la crisi attraverso l'utilizzo degli strumenti emergenziali su più fronti dei quali l'Unione europea dispone.

In generale, ai sensi dell'articolo 6, lettera a) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ("TFUE"), l'Unione detiene una competenza di sostegno nell'ambito della tutela e miglioramento della salute umana. L'Unione può dunque solamente sostenere, coordinare o completare l'azione dei paesi dell'UE in questo campo. Gli atti dell'Unione giuridicamente vincolanti adottati sulla base di competenze di sostegno non possono comportare l'armonizzazione delle leggi o dei regolamenti degli Stati membri.

Di particolare importanza è la precisazione che vi è una norma specifica, ovverosia l'articolo 168 TFUE, che oltre a rappresentare la base giuridica sostanziale per interventi emergenziali, pone un principio generale di particolare importanza in materia, prevedendo che "*nella definizione e nell'attuazione di tutte le politiche e attività dell'Unione deve essere garantito un livello elevato di protezione della salute"*: la tutela della salute quindi come presupposto e stella polare nell'azione dell'Unione europea, sotto l'egida del più ampio principio di precauzione.

Si osserva che, in deroga alla generale competenza di sostegno e in conformità dell'articolo 4, paragrafo 2, lettera k) TFUE, l'Unione dispone di una competenza concorrente con quella degli Stati membri per quanto riguarda i problemi comuni di sicurezza in materia di sanità pubblica. Nonostante il principio di sussidiarietà in questo settore venga inteso in senso particolarmente restrittivo dai ministri della sanità e dagli Stati membri, riluttanti a vedere sui propri sistemi sanitari l'influenza dell'Unione europea, quest'ultima può esercitare la propria azione in maniera trasversale e indiretta.

Il risultato è che, pur mancando un sistema sanitario coordinato a livello dell'Unione europea, possiamo parlare di una politica europea comune che passa attraverso meccanismi e competenze diverse, tra le quali anche quelle legate alla tutela del mercato interno e delle politiche fiscali, che forniscono la possibilità all'Unione Europea di intervenire nella modalità operativa che sinora si è dimostrata più consona alla propria conformazione: il ruolo di regolatore.

Ne consegue che gli effetti sono spesso potenti ma difficili da vedere perché tesi ad un'ottica programmatica e di indirizzo delle situazioni "fisiologiche". In questo senso l'operato dell'Unione Europea in materia di sanità pubblica passa anche attraverso la regolazione degli standard per assicurare uno spazio di concorrenza all'interno del mercato interno, la regolazione delle politiche fiscali dei paesi, la diffusione di buone pratiche, lo sviluppo di centri di ricerca comuni, di strategie e piani sanitari, e attraverso l'istituzione di una Direzione Generale per la salute e sicurezza alimentare

(DG SANTE)[160].

Se quanto sinora richiamato può apparire poco tangibile, è utile rinviare *inter alia* alle numerose misure adottate in materia di protezione dei lavoratori che maneggiano sostanze cancerogene, allo sviluppo di forme di sanità elettronica, ai certificati protettivi complementari per medicinali, al supporto a persone affette da una serie di malattie quali autismo, diabete, difetti uditivi, per nominarne alcuni[161]. Ma soprattutto è utile ricordare che dal 2014 è stato istituito, in quello che è definito il "*meccanismo europeo di protezione civile*", e che verrà di seguito approfondito, un Corpo medico europeo, che riunisce tutti i mezzi di risposta medici pre-impegnati dagli Stati nel *pool* europeo di protezione civile. Si tratta di squadre mediche di emergenza, laboratori di bio-sicurezza mobili e risorse per l'evacuazione medica messi a disposizione da 11 Stati col supporto finanziario dell'Unione, che finora sono stati dispiegati per missioni umanitarie in Mozambico e Samoa[162].

## 3.1 Un piano di ripresa per l'Europa

Gli scenari bellici di quarantena (se non di coprifuoco) che contraddistinguono il mondo in generale, e l'Europa in particolare, richiedono la predisposizione di un nuovo "*Piano Marshall*" – come suggestivamente definito dalla Presidente von der Leyen negli scorsi giorni[163] – che possa rilanciare un continente che si è dotato di una serie di importanti strumenti in seguito alla crisi della zona euro dello scorso decennio, ma molto probabilmente necessita di ulteriori passi avanti per superare l'attuale sfida dalle dimensioni senza precedenti. Questa volta come mai prima, le istituzioni dell'Unione europea e l'insieme dei suoi Stati membri dovranno dimostrare di essere davvero pronti a "*fare tutto il possibile*" per delineare un futuro comune e roseo per tutti i loro cittadini.

Il Consiglio europeo del 26 marzo 2020, chiamato a dare una prima risposta sul punto, si è concluso senza alcuna soluzione definitiva. Questo a causa del divario apparentemente incolmabile tra gli Stati membri del sud, che invocano lo sviluppo di strumenti di debito comune "innovativi" per affrontare l'attuale crisi sanitaria visto lo choc di tipo simmetrico su tutte le economie degli Stati membri, e quelli del nord, favorevoli essenzialmente all'impiego del Meccanismo europeo di stabilità ("MES"), eventualmente con una versione alleggerita delle restrittive condizionalità da applicare per l'attivazione delle sue linee di credito.

I principali attori istituzionali dell'Unione europea che hanno la missione, ma soprattutto la

---

[160] Si rinvia a AA.VV. S.L. Greer, N. Fahy, S. Rozenblum, Everything you always wanted to know about European Union health policies but were afraid to ask, in Health Policy Series, 54 / 2019, seconda edizione, Denmark, Copenhagen (disponibile online: https://www.ncbi.nlm.nih.gov/books/NBK551073/)

[161] Al riguardo sempre utile è il rinvio al sito istituzionale "*What Europe does for me"* (disponibile online: https://what-europe-does-for-me.eu/it/portal/2/0?area=C&txt=La-mia-salute)

[162] Si rinvia alla scheda informativa, Protezione civile e operazioni di aiuto umanitario europee, (disponibile online: https://ec.europa.eu/echo/files/aid/countries/factsheets/thematic/European_Medical_Corps_it.pdf)

[163] "*Così ripartirà la nostra Europa*": editoriale della presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen,4 aprile 2020 (disponibile online:https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/AC_20_602)

responsabilità in questo frangente, di rilanciare l'economia europea a seguito della pesante recessione dell'anno in corso sono la Banca centrale europea ("BCE"), la Banca europea degli investimenti ("BEI"), il Consiglio dell'Unione europea nella sua formazione "Economia e finanza" ("ECOFIN") e l'Eurogruppo, organo informale che riunisce i ministri dei paesi della zona euro per discutere di questioni legate all'euro.

Si discute inoltre sempre di più in queste settimane del ruolo che potrebbe svolgere nel contesto della risposta alla presente crisi il Meccanismo europeo di stabilità o Fondo salva-Stati, organizzazione internazionale a carattere regionale attiva dal 2012, istituita mediante un trattato intergovernativo e nata come fondo finanziario europeo per la stabilità finanziaria della zona euro. Il presente contributo affronta solamente in modo tangenziale nelle proprie conclusioni il ruolo e la funzione che potrebbe essere ricoperta dal MES alla luce del testo emerso il 9 aprile 2020 come relazione della riunione dell'Eurogruppo volta a proporre iniziative per la risposta economica alla crisi legata alla pandemia di COVID-19[164].

Il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato il 18 marzo 2020 un programma di acquisto per l'emergenza pandemica ( "PEPP") da 750 miliardi di euro. Il PEPP è stato formalmente adottato con la decisione (UE) 2020/440 della Banca centrale europea[165]. Gli acquisti ai sensi del PEPP verranno effettuati dalla BCE fino alla fine del 2020 (ma potenzialmente anche in seguito) e saranno condotti in modo flessibile, potendo comprendere un'ampia gamma di titoli pubblici e privati, secondo specifici criteri di ammissibilità. Contestualmente, la BCE ha deciso di acquistare carte commerciali di adeguata qualità creditizia e di espandere la gamma della attività ammissibili come garanzia nelle proprie operazioni di rifinanziamento.

Con riferimento all'ambito di applicazione del PEPP, giova menzionare l'articolo 4 della decisione 2020/4040 sugli importi degli acquisti, che permette alla BCE di agire nella misura ritenuta necessaria e proporzionata a contrastare le minacce poste dalle straordinarie condizioni economiche e di mercato alla capacità del Sistema europeo delle banche centrali ("SEBC") di assolvere il proprio mandato. In particolare, la BCE ha deciso che i tradizionali limiti al programma di acquisto di attività (c.d. *asset pruchase programme*, "APP")[166] non si applicheranno alle quote ai fini del PEPP. Si tratta di una decisione assai audace, presa proprio per l'eccezionalità della presente situazione emergenziale.

Sommando ai 750 miliardi di euro del PEPP, il programma di allentamento monetario noto come

[164]Eurogruppo, Comunicato stampa "*Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic*", 9 aprile 2020 (disponibile online: https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/)

[165]Decisione (UE) 2020/440 della Banca centrale europea del 24 marzo 2020 su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17), GU L 91, 25.3.2020, p. 1

[166]Il riferimento è ai limiti previsti dall'articolo 5 della decisione (UE) 2020/188 della Banca centrale europea, ossia i limiti agli acquisti del programma di *quantitative easing* (25% all'acquisto dei titoli per ogni emissione, e 50% al massimo di acquisto del debito pubblico di un singolo paese emittente)

"*quantitative easing"* o QE (lanciato nel 2015 dall'allora Presidente della BCE Mario Draghi) e dal valore di 20 miliardi di euro al mese, e i 120 miliardi di euro precedentemente messi a disposizione dal Consiglio direttivo il 12 marzo 2020, si ottiene un totale di oltre mille miliardi per il 2020. In sostanza, tramite tale ingente programma straordinario di acquisti da parte della BCE,gli Stati membri e le imprese possono contare su un acquirente dei loro strumenti di debito alternativo al mercato, che per lo stesso tipo di rischio verosimilmente richiederebbe interessi assai più alti. Tutto ciò dovrebbe avere l'effetto di salvaguardare la liquidità nella zona euro e così sostenere l'integrità dell'unione monetaria "*a qualunque costo*".

Tali iniziative senza precedenti devono essere lette alla luce della funzione che la Banca centrale, in quanto istituzione dell'Unione europea, è chiamata a svolgere sulla base del diritto primario dell'Unione. L'art. 127, paragrafo 1 TFUE assegna infatti alla BCE e al SEBC una missione tanto precisa quanto soggetta a libera interpretazione, ossia di perseguire la stabilità dei prezzi. Trattasi dell'obiettivo cardine in materia di politica monetaria (richiamato innanzitutto all'art. 119 TFUE, norma introduttiva del capitolo dedicato), che è stato quantificato in un livello di inflazione annuo prossimo, ma inferiore, al 2%. D'altro canto, l'art. 123 TFUE è chiaro nel vietare alla BCE e alle banche centrali nazionali di concedere scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, così come di acquistare direttamente presso gli Stati membri dei titoli di debito.

La Corte di giustizia è intervenuta, in seguito a due rinvii pregiudiziali effettuati dalla Corte costituzionale federale tedesca nelle cause *Gauweiler*[167] e *Weiss*[168], per giudicare la validità delle misure non convenzionali adottate dalla BCE nello scorso decennio, ossia l'OMT ("*outright monetary transactions*") e il succitato QE, alla luce dei limiti del mandato della BCE così come definito dai Trattati. In entrambi i casi i giudici hanno ritenuto valide le decisioni della BCE che hanno adottato i relativi programmi non convenzionali, considerando che gli acquisti di titoli di Stato si giustificavano in quanto proporzionali, volti a garantire l'unicità della politica monetaria e a perseguire la stabilità dei prezzi, nonostante entrambi producessero effetti indiretti sulla politica fiscale degli Stati membri, quest'ultimi non risultandone affatto incentivati ad adottare comportamenti di azzardo morale.

Relativamente all'articolo 123 TFUE, la Corte ha in particolare chiarito nella causa *Guauweiler* che esso "*vieta qualsiasi assistenza finanziaria del* [Sistema europeo delle banche centrali] *ad uno Stato membr*o […] *senza per questo escludere, in maniera generale, la facoltà, per il* [Sistema europeo delle banche centrali]*, di riacquistare, presso i creditori di tale Stato, titoli in precedenza emessi da quest'ultimo"* (paragrafo 95). Cionondimeno, deve ritenersi in ogni caso esclusa la possibilità di un intervento su mercati secondari che abbia effetto equivalente a un acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso autorità e organismi pubblici degli Stati membri .

[167]Sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler*, C-62/14, EU:C:2015:400
[168]Sentenza dell'11 dicembre 2018, *Weiss*, C-493/17, EU:C:2018:1000

Per quanto il PEPP si riveli effettivamente un programma ben più esteso (anzi, potenzialmente illimitato) rispetto ai suoi predecessori OMT e QE, pare ragionevole considerare che la sua legalità non verrà messa in discussione dalla Corte di giustizia dato che, dall'analisi della decisione 2020/440 della BCE e alla luce della situazione di emergenza straordinaria, non sembra che il divieto di facilitazione creditizia sia stato aggirato, e che il principio di proporzionalità sia stato invece rispettato. Inoltre, il PEPP non sembra poter in qualche modo incentivare gli Stati membri a perseguire comportamenti di azzardo morale o comunque a non perseguire sane politiche di bilancio[169].

Il tanto discusso Patto di stabilità e crescita ("Patto") è fondato giuridicamente sugli articoli 121 (sorveglianza multilaterale) e 126 (procedura per i disavanzi eccessivi) del TFUE. Formalmente, il Patto è costituito da una risoluzione del Consiglio europeo[170] e da due regolamenti del Consiglio del 1997 che ne precisano gli aspetti tecnici[171]. In seguito alla crisi economia e finanziari, i regolamenti sono stati modificati tra il 2011 e il 2012 tramite otto regolamenti (il "*Six-Pack*", che ha introdotto un sistema per monitorare le politiche economiche in maniera più ampia e il "*Two-Pack*", un nuovo ciclo di monitoraggio per l'area dell'euro) e un trattato internazionale sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance (c.d. "*Fiscal Compact*"), che introduce disposizioni fiscali più stringenti del Patto di stabilità e crescita.

Il Patto come modificato fornisce i principali strumenti per la vigilanza delle politiche di bilancio degli Stati membri (aspetto preventivo) e per la correzione dei disavanzi eccessivi (aspetto correttivo). Con l'introduzione di una specifica "*clausola di salvaguardia generale*" nel 2011 gli Stati membri hanno inteso introdurre uno speciale "*freno di emergenza*" alle regole vincolanti in materia di finanze pubbliche e di bilancio. La clausola di salvaguardia generale, prevista agli articoli 5, paragrafo 1 e 9, paragrafo 1 del regolamento CE n. 1466/97 va a beneficio di tutti gli Stati membri in una situazione di crisi generalizzata causata da una grave recessione economica dell'eurozona o dell'Unione nel suo complesso.

In particolare, l'attivazione della clausola di salvaguardia generale, mai avvenuta fino ad oggi, mira ad aiutare gli Stati membri, consentendo loro di perseguire una politica di bilancio che faciliti l'attuazione di tutte le misure necessarie per affrontare adeguatamente la crisi, pur rimanendo nel quadro normativo del Patto di stabilità e crescita. Tale flessibilità si aggiunge alla flessibilità prevista in caso di circostanze eccezionali che permettono un discostamento dalle regole generali tramite la clausola relativa agli "*eventi inconsueti*", che può essere attivata quando un evento straordinario e

[169]In particolare i considerando 3, 4, 8-10 della decisione 2020/440
[170]Risoluzione del Consiglio Europeo relativa al Patto di stabilità e di crescita, GU C 236, 2.8.1997, p. 1
[171]Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, GU L 209, 2.8.1997, p. 1 e Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, GU L 209 del 2.8.1997, p. 6

fuori dal controllo di uno o più Stati membri ha un forte impatto sulla situazione finanziaria pubblica di tale o tali Stati.

La Commissione europea ha proposto l'attivazione di entrambe le clausole nel contesto della presente crisi sanitaria e il Consiglio ha approvato tale proposta[172]. Per quanto riguarda l'aspetto preventivo del Patto, ciò permetterà una deviazione dall'obiettivo di bilancio a medio termine o dal percorso di aggiustamento appropriato verso tale obiettivo, sia durante la valutazione che durante l'attuazione dei programmi di stabilità o di convergenza. In particolare, i già richiamati articoli 5, paragrafo 1 e 9, paragrafo 1, del regolamento 1466/97 stabiliscono che "*in caso di grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione, gli Stati membri possono essere autorizzati ad allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine, a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa*".

Per quanto riguarda invece l'aspetto correttivo del Patto, la clausola consentirà invece una proroga del termine per la correzione dei disavanzi eccessivi da parte degli Stati membri nel quadro della procedura per disavanzi eccessivi, a condizione che tali Stati membri adottino misure efficaci come raccomandato dal Consiglio. In particolare, l'articolo 3, paragrafo 5, e l'articolo 5, paragrafo 2 del regolamento 1466/97 stabiliscono che, in caso di grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione, il Consiglio può anche decidere, su raccomandazione della Commissione europea, di adottare una traiettoria di bilancio rivista.

La clausola di salvaguardia generale non sospende evidentemente le procedure del Patto, ma permette alla Commissione europea e al Consiglio di assumere le misure necessarie di coordinamento nel quadro del Patto medesimo. La sua attivazione rappresenta la massima flessibilità possibile in conformità al Patto ed è un passo tanto radicale quanto importante e tempestivo per il rilancio dell'economia europea. In pratica, a tutti gli Stati membri viene concesso di effettuare tutta la spesa pubblica ritenuta necessaria per alleviare gli effetti della crisi legata alla pandemia di COVID-19.

Tuttavia, la situazione dei bilanci degli Stati membri – vista la natura asimmetrica dell'unione economica monetaria della zona euro così come attualmente strutturata – è profondamente divergente e, di conseguenza, le capacità economico-finanziarie di cui ciascun governo nazionale è dotato per far fronte alla crisi risultano altrettanto differenti. Ciò implica la necessità di mobilitare ulteriori risorse e delineare interventi aggiuntivi (e innovativi) al fine di assicurare un'auspicabile reazione fiscale collettiva, solida e efficace dell'intera zona euro.

Diversi sono i fondi strutturali pre-esistenti che sono stati negli ultimi giorni riadattati e modificati al fine di rispondere all'emergenza legata alla pandemia di COVID-19 in maniera celere ed efficace.

[172]Comunicazione della Commissione al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita, COM(2020) 123 finale, 20 marzo 2020 (accessibile online: https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/IT/COM-2020-123-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF)

Innanzitutto, al fine di assicurare una mobilitazione rapida e mirata di fondi per affrontare le conseguenze della pandemia di COVID-19, la Commissiona ha proposto il 13 marzo 2020 una "*Iniziativa di investimento in risposta al coronavirus*" (c.d. *Corona Response Investment Iniative*, "CRII"). Con tale iniziativa la Commissione europea intende garantire la possibilità che 37 miliardi di euro di fondi di coesione possano essere utilizzati in modo rapido e efficace dagli Stati membri nel contesto dell'attuale crisi sanitaria. Il relativo regolamento è stato adottato il 30 marzo 2020 ed è entrato in vigore il 1° aprile 2020[173].

La proposta della Commissione europea, trattata in modo urgente dal Consiglio e dal Parlamento, ha previsto delle modifiche mirate di alcune disposizioni di quattro regolamenti cardine nella gestione dei fondi dell'Unione all'interno del quadro finanziario pluriennale ("QFP") 2014-2020, ossia il regolamento (UE) n. 1301/2013 sul Fondo europeo di sviluppo regionale, il regolamento (UE) n. 1303/2013 recante disposizioni comuni sui Fondi strutturali e di investimento europei e il regolamento e il regolamento (UE) n. 508/2014 sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca.

In generale, i regolamenti così come modificati introducono la nozione di "*crisi sanitaria pubblica*" all'interno dei suddetti regolamenti e permettono pertanto un'estensione significativa dell'ambito di applicazione del sostegno dei fondi strutturali. Non solo. Tali modifiche introducono la possibilità per gli Stati membri di immettere liquidità in modo immediato a beneficio delle imprese e la garanzia di una notevole flessibilità e semplicità nella modifica dei programmi e nel trasferimento dei fondi a beneficio dei territori con maggiore necessità.

Si osserva che il 2 aprile 2020 la Commissione europea ha proposto un secondo pacchetto di misure (il c.d. "CRII+"), che si propone, *inter alia*, di consentire la mobilitazione di tutti i fondi non impegnati dei tre fondi della politica di coesione, ovverosia il Fondo europeo di sviluppo regionale, il Fondo sociale europeo e il Fondo di coesione, al fine di affrontare gli effetti della crisi sanitaria pubblica. Inoltre, con questa secondo pacchetto la Commissione europea propone di semplificare gli oneri amministrativi e abbandonare ii requisiti di cofinanziamento, dal momento che gli Stati membri stanno già utilizzando tutti i mezzi disponibili per combattere la crisi.

Inoltre, il regolamento n. 2012/2002 del Consiglio, dell'11 novembre 2002, che istituisce il Fondo di solidarietà dell'Unione europea (c.d. "FSUE"), è stato integrato dal regolamento 2020/461 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 marzo 2020, che ne estende in modo permanente l'ambito di applicazione alle gravi emergenze di sanità pubblica e per definire gli interventi specifici ammissibili al finanziamento. In via generale, il FSUE permette all'UE di fornire un efficace sostegno

[173]Regolamento (UE) 2020/460 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 marzo 2020 che modifica i regolamenti (UE) n. 1301/2013, (UE) n. 1303/2013 e (UE) n. 508/2014 per quanto riguarda misure specifiche volte a mobilitare gli investimenti nei sistemi sanitari degli Stati membri e in altri settori delle loro economie in risposta all'epidemia di COVID-19 (Iniziativa di investimento in risposta al coronavirus), GU L 99, 31.3.2020, p. 5

a uno Stato membro o a un paese in via di adesione quando deve affrontare i danni causati da gravi catastrofi naturali. Attraverso l'FSUE, che è finanziato al di fuori del bilancio dell'Unione, è possibile mobilitare fino a 500 milioni di euro all'anno al fine di integrare le spese pubbliche sostenute dagli Stati membri per gli interventi di emergenza.

A tale fondo di solidarietà, e alle misure descritte in precedenza, se ne è aggiunta un'altra nelle ultime settimane – questa volta di carattere temporaneo: la c.d. iniziativa SURE, acronimo dall'inglese "*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*", presentata con proposta di regolamento della Commissione europea del 2 aprile 2020[174],quale ulteriore strumento temporaneo per consentire all'Unione europea di concedere assistenza finanziaria per un importo fino a 100 miliardi di euro in forma di prestiti dell'Unione europea agli Stati membri colpiti. Lo strumento SURE verrà messo a disposizione degli Stati membri che devono mobilitare notevoli mezzi finanziari per combattere le conseguenze economiche e sociali negative della pandemia e garantirà un'assistenza finanziaria aggiuntiva, integrando così le misure nazionali e le sovvenzioni normalmente erogate per tali scopi nel quadro del Fondo sociale europeo.

Nello specifico, lo strumento SURE fungerà da seconda linea di difesa per finanziare i regimi di riduzione dell'orario lavorativo e misure analoghe, aiutando gli Stati membri a proteggere i posti di lavoro e, così facendo, a tutelare i dipendenti e i lavoratori autonomi dal rischio di disoccupazione e perdita di reddito. I regimi di riduzione dell'orario lavorativo sono programmi pubblici che consentono alle imprese in difficoltà economiche di ridurre temporaneamente le ore lavorate, garantendo al contempo ai dipendenti un sostegno al reddito da parte dello Stato per le ore non lavorate. Regimi analoghi di reddito sostitutivo in situazioni di emergenza esistono anche per i lavoratori autonomi.

In base a quanto contenuto nella proposta della Commissione, lo strumento SURE dovrebbe assumere la forma di un regime di prestiti basato su un sistema di garanzie degli Stati membri. Detto sistema consentirà all'Unione europea di: (i) aumentare il volume dei prestiti che possono essere concessi tramite lo strumento SURE agli Stati membri che chiedono assistenza finanziaria nel quadro di detto strumento; (ii) garantire che le passività potenziali per l'Unione europea derivanti dallo strumento siano compatibili con i vincoli di bilancio dell'Unione europea stessa.

Sebbene l'ambito di applicazione tematico sia coerente con quello del FSUE stante l'omogeneità di obiettivi – contrastare le crisi di grande portata risultanti da minacce per la sanità pubblica – diversi sono gli elementi di differenza rispetto a quest'ultimo: diverso è l'ambito geografico di applicazione in quanto il SURE è limitato agli Stati membri e non si applica ai paesi che stanno negoziando

[174]Proposta di Regolamento del Consiglio che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (SURE) a seguito della pandemia di Covid-19 - COM/2020/139

l'adesione all'Unione europea; il FSUE può essere utilizzato su base permanente, mentre lo strumento SURE è limitato al caso particolare della pandemia di COVID-19; infine, il FSUE è basato sulle sovvenzioni e consente l'erogazione di pagamenti anticipati, mentre lo strumento SURE è basato sui prestiti.

L'analisi sinora svolta evidenzia come l'emergenza legata alla pandemia di COVID-19 sta venendo affrontata attraverso l'utilizzo sinergico e congiunto degli strumenti a disposizione delle istituzioni dell'Unione, con l'obiettivo di proteggere e allo stesso tempo sfruttare, a beneficio degli Stati membri, tutte le competenze dell'Unione europea in base a quanto sancito nei Trattati fondativi.

In ogni area di intervento esaminata l'ostacolo maggiore che emerge è quello di coniugare esigenze in apparente contrapposizione. Da una parte, la necessità di intervenire rapidamente a tutela di tutti gli Stati membri, attraverso azioni mirate ancorché univoche e coordinate. Dall'altra parte, salvaguardare il nocciolo duro sul quale l'Unione europea si fonda: il mercato interno. Il tutto tenendo a mente l'obiettivo sotteso, ovvero impedire che la crisi sanitaria lasci spazio a derive separatistiche, alla chiusura delle frontiere per paura, ma al contrario rappresenti l'occasione per un rinnovamento delle basi strutturali dell'Unione in grado di conciliare le profonde differenze economiche, ma anche socio-culturali, degli Stati membri.

Questo l'arduo compito delegato in queste ore all'Eurogruppo, che, come rilevato, ha lo scopo di preparare i lavori del Consiglio. In questa sede pare opportuno analizzare, seppur sommariamente, il contenuto dell'accordo informale raggiunto dall'Eurogruppo il 9 aprile 2020, in attesa che il Consiglio Europeo si riunisca il 23 aprile 2020 al fine di sciogliere i nodi del "*Piano Marshall*" di cui l'Europa fortemente necessita per ripartire, auspicabilmente ancor più unita, dopo la crisi.

In via di estrema sintesi, i membri dell'Eurogruppo hanno concordato quattro blocchi di azione.

Sotto un primo profilo, di più corto raggio, i primi tre blocchi consistono in reti di salvataggio da implementarsi nel più breve tempo possibile a protezione rispettivamente dei lavoratori, delle imprese, e dello Stato. Oltre all'iniziativa SURE a tutela dei lavoratori, già richiamata, l'Eurogruppo ha individuato importanti strumenti, che ove approvati dal Consiglio Europeo saranno messi a disposizione di tutti gli Stati membri che ne facciano richiesta[175].

Innanzitutto i membri dell'Eurogruppo si sono espressi favorevolmente circa la possibilità di introdurre un regime di maggiore flessibilità nella gestione del bilancio europeo e nell'utilizzo dei fondi, permettendo una maggior fluidità tra fondi, regioni e obiettivi politici, abbandonando i requisiti di co-finanziamento a livello nazionale e supportando i soggetti più vulnerabili.

[175]Si rinvia al "*Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic*", del 9 aprile 2020 (disponibile online:https://www.consilium.europa.eu/en/press/press releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/)

Inoltre, si è raggiunto un accordo sulla possibilità di introdurre uno strumento di finanziamento degli aiuti emergenziali a supporto prima di tutto dei sistemi sanitari nazionali. In questo senso, si guarda con favore alla proposta della Commissione di riattivare il c.d. *Emergency Support Instrument.* Tale strumento è in grado in questa fase di fornire il supporto di 2,7 miliardi di euro dal bilancio UE, che potranno essere aumentati con contributo volontario degli Stati membri.

In aggiunta, l'Eurogruppo si è detto concorde nel rinforzare le attività della BEI creando un fondo di garanzia pan-europeo del valore di 25 miliardi di euro, che potrebbe sostenere finanziamenti per 200 miliardi di euro a favore delle imprese con particolare attenzione alle PMI, in tutta l'UE, anche attraverso le banche nazionali.

Infine, oggetto di accordo è stato il c.d. *Pandemic Crisis Support*, quale rete di protezione a livello dell'Unione e dell'area economica europea. Tale profilo merita un seppur breve approfondimento.

La proposta dell'Eurogruppo è infatti quella di piegare gli esistenti strumenti del MES alle necessità concrete e alla specifica sfida simmetrica che tutti gli Stati membri stanno affrontando.

L'idea è quella di applicare la disciplina generale di cui al trattato istitutivo del MES[176] riadattandola per permettere un supporto economico a tutti gli Stati membri della zona euro a condizioni standardizzate e concordate in anticipo dagli organi direttivi del MES. A differenza della disciplina ordinaria però si prevede quale unico requisito per accedere alla linea di credito che gli Stati membri della zona euro che richiedono assistenza si impegnino a utilizzare questa linea di credito per sostenere il finanziamento interno dell'assistenza sanitaria diretta e indiretta, i costi relativi alla cura e alla prevenzione dovuti alla crisi sanitaria. La linea di credito sarebbe disponibile fino alla fine della crisi pandemica. Successivamente, gli Stati membri richiedenti rimarrebbero impegnati a rafforzare i fondamenti economici e finanziari, coerentemente con i quadri di coordinamento e sorveglianza economica e fiscale dell'UE, nei limiti però della flessibilità applicata dalle competenti istituzioni dell'UE. Tale meccanismo dovrebbe essere applicato in un modo che tenga debitamente conto delle circostanze speciali dell'attuale crisi.

Sotto un diverso profilo, di più ampio raggio, l'Eurogruppo ha discusso un quarto blocco d'azioni volto ad assicurare che, a crisi pandemica terminata, vi sia una ripresa economica "*forte, bilanciata ed inclusiva*". Ed è proprio su questo quarto blocco che si è soffermato il presidente dell'Eurogruppo Mario Centeno in una lettera [177] destinata al presidente del Consiglio Charles Michel, al fine di approfondire lo strumento del *Recovery Fund* oggetto di specifica trattazione all'interno del accordo informale dell'Eurogruppo. È su tale strumento, infatti, che sono riposte le maggiori speranze, in

[176] Trattato istitutivo del Meccanismo economico di stabilità, del 2 febbraio 2012 (disponibile online: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_it.pdf)
[177] Lettera del presidente dell'Eurogruppo Mario Centeno del 10 aprile 2020 (disponibile online: https://www.consilium.europa.eu/media/43300/200410_peg-centeno-letter-to-pec-michel_covid.pdf)

particolare da parte dell'opinione pubblica italiana. L'introduzione di un *Recovery fund*, in ottica di solidarietà, sarebbe destinata a permettere il rilancio degli Stati membri maggiormente colpiti. Tale fondo sarebbe temporaneo, mirato e commisurato ai costi straordinari dell'attuale crisi e funzionale a diluire tali costi su un orizzonte temporale più ampio attraverso finanziamenti adeguati. Al riguardo l'Eurogruppo si impegna ad affrontare una approfondita discussione sugli aspetti giuridici e pratici, comprese le relazioni con il bilancio dell'UE, le possibili fonti di finanziamento e gli strumenti finanziari innovativi, coerenti con i trattati dell'UE, che prepareranno il terreno per una decisione.

In conclusione, le istituzioni dell'Unione hanno dimostrato di essere in grado di affrontare con forza e motivazione la crisi in atto. Spetta ora ai singoli Stati membri decidere quanto ambizioso potrà essere il prossimo passo da compiere insieme e a determinare le sorti dell'Unione nel prossimo futuro. Affinché l'Unione sia all'altezza della sfida con la storia a cui è stata convocata, a maggior ragione nel contesto degli attuali negoziati circa il QFP 2021-2027.

La Dir. 2014/59/UE (c.d. Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) crea un quadro armonizzato per il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Nel nostro ordinamento il suo recepimento è avvenuto solo di recente con i DD.Lgss. nn. 180/2015 e 181/2015. Il nuovo sistema mira a garantire che il dissesto dei soggetti interessati possa essere gestito tempestivamente e in modo da assicurare la continuità delle funzioni essenziali, evitando effetti negativi sulla stabilità finanziaria, preservando l'integrità delle finanze pubbliche e tutelando i depositanti e gli investitori protetti. Altri obiettivi sono: (i) il contrasto di fenomeni di azzardo morale, (ii) il consolidamento della disciplina di mercato e (iii) il contenimento degli incentivi all'assunzione di livelli eccessivi di rischio da parte di intermediari, azionisti e creditori. Si ritiene oramai del tutto distonica con lo spirito e con le regole di un mercato concorrenziale la possibilità opportunistica degli azionisti di imprese bancarie in crisi di restare avvantaggiati da salvataggi pubblici operati con risorse dei contribuenti, vedendo accresciuto e rivitalizzato il valore della partecipazione. Al pari della possibilità per amministratori, controllori e alta dirigenza di rimanere immuni da responsabilità penali e civili per l'intervento riparatorio delle risorse dei taxpayers. Secondo l'art. 34, lett. e) della direttiva BRRD «le persone fisiche e giuridiche sono tenute a rispondere, subordinatamente al diritto dello Stato membro, a norma del diritto civile o penale, delle loro responsabilità per il dissesto dell'ente». Ciò che è "immorale", dunque, è la socializzazione delle perdite senza che chi le ha generate ne paghi il prezzo, dopo aver beneficiato della privatizzazione dei profitti. Quanto ai costi per le finanze pubbliche, per azionisti e creditori, a fondamento del nuovo regime, specie quanto alla procedura di risoluzione, vi è l'idea che essa permetta gestioni delle crisi bancarie più efficienti degli ordinari procedimenti concorsuali. Come rimarca la relazione illustrativa del D.Lgs. n. 180/2015, quest'ultimo «è un autonomo provvedimento legislativo che reca la disciplina in materia di predisposizione di piani di risoluzione, avvio e chiusura delle procedure di risoluzione, adozione delle misure di risoluzione,

gestione della crisi di gruppi cross-border, poteri e funzioni dell'autorità di risoluzione nazionale e disciplina del fondo di risoluzione nazionale». Le attività connesse con la risoluzione spettano all'autorità di risoluzione. Allorché essa non si identifica nel Comitato di risoluzione unico, per l'Italia essa è individuata nella Banca d'Italia, in presenza di idonee disposizioni per garantirne indipendenza operativa e per evitare conflitti di interesse tra le funzioni di vigilanza e quelle di risoluzione. In linea con il parere della BCE del 16/10/2015 (CON/2015/35), si ritiene necessaria l'approvazione del Ministro dell'economia e delle finanze per le decisioni che abbiano un impatto diretto sul bilancio dello Stato o implicazioni di carattere sistemico. Con l'operatività dal 01/01/2016 del Meccanismo di risoluzione unico per i paesi dell'Eurozona, parte della normativa di recepimento della direttiva risulta inefficace (per quanto sovrapponibile al SRM), creando qualche incognita di coordinamento rispetto all'articolato dettato del provvedimento comunitario. In virtù del D.Lgs. n. 181/2015 sono state apportate modifiche al TUB, al fine di introdurre le misure innovative della direttiva (piani di risanamento, sostegno finanziario infragruppo e misure di intervento precoce), allineando alla disciplina europea l'amministrazione straordinaria delle banche (mantenuta all'interno del TUB, assimilandola alle misure di intervento precoce, potendo essere utilizzata quando la crisi appare potenzialmente reversibile) e la liquidazione coatta amministrativa, procedura concorsuale speciale che registra innovazioni collegate alla prassi applicativa. In definitiva sono stati inseriti nel TUB gli istituti della BRRD più prossimi all'esercizio di funzioni di vigilanza piuttosto che alla gestione della crisi. Con il medesimo decreto è stato modificato il TUIF, con riguardo alle Sim, con rinvii alle regole delle banche e disciplina della risoluzione per quelle estranee al campo di applicazione del D.Lgs. n. 180/2015.

L'esercizio delle attività connesse con la risoluzione deve perseguire gli obiettivi della continuità delle funzioni essenziali, della stabilità finanziaria, del contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, della tutela dei depositanti e degli investitori, protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela. Si tratta di obiettivi di pari valore, potenzialmente in contraddizione reciproca. In tal senso, è rimesso alla valutazione discrezionale delle autorità competenti fissare un ordine di priorità nei diversi casi concreti, scegliendo quale obiettivo eventualmente sacrificare a beneficio degli altri, attenendosi al criterio di «minimizzare i costi della risoluzione e di evitare, per quanto possibile, distruzione di valore». Principio fondamentale della disciplina della risoluzione è la ripartizione degli oneri della procedura tra azionisti e creditori (burden sharing). In base ad esso, le perdite sono sopportate dagli azionisti e dai creditori nell'ordine stabilito dalla gerarchia concorsuale e nei modi stabiliti dalla legge. Salvo che sia diversamente previsto, gli azionisti e i creditori aventi la stessa posizione nell'ordine di priorità applicabile in sede concorsuale ricevono pari trattamento e subiscono le perdite secondo il medesimo ordine. Inoltre, i provvedimenti sono volti a ridurre al minimo gli effetti negativi della risoluzione sulla stabilità finanziaria nell'Unione Europea e nei suoi Stati membri, nonché, se l'ente sottoposto a risoluzione fa parte di un

gruppo, sulle altre componenti del gruppo e sul gruppo nel suo complesso. Ulteriori principi significativi sono i seguenti:

- nessun azionista e creditore deve sopportare perdite maggiori di quelle che subirebbe se la banca fosse liquidata secondo la liquidazione coatta amministrativa (c.d. no creditor worse of);

- i depositi protetti non subiscono perdite;

- gli organi con funzioni di amministrazione e di controllo e l'alta dirigenza dell'ente sottoposto a risoluzione sono sostituiti, salvo i casi in cui la permanenza in carica di tutti o di alcuni di essi sia necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione.

# CONCLUSIONI

Il quadro offerto dal nuovo sistema amministrativo di vigilanza, di prevenzione e gestione delle crisi nonché di garanzia dei depositi sembra animato da una silenziosa, quanto illusoria, convinzione di autosufficienza. Vi sono ragioni serie per dubitare che tale lettura sia fondata e che ogni garanzia per i risparmiatori possa essere riconosciuta ed offerta dal sistema dei controlli amministrativi. Ciononostante, il rafforzamento dell'attenzione per la prassi, per il pericolo di crisi, per l'effettività dei comportamenti imprudenti da vigilare non risulta accompagnato da adeguato adattamento dell'apparato penale di repressione delle forme di infedeltà informativa e gestoria più gravi e pericolose per le ragioni dei risparmiatori e degli investitori. Con l'isolata eccezione dell'ampliamento della tutela offerta dall'art. 2638 c.c. alle funzioni di risoluzione e dei delitti di false comunicazioni sociali, interessati nel 2015 da un riforma le cui traversie interpretative sono emblematiche delle incertezze che ne hanno accompagnato il varo. Per larga parte il sistema penale è rimasto immutato e fermo nonostante le incalzanti trasformazioni del quadro amministrativo. In via generale, può dirsi che la realtà moderna segnala il carattere fisiologico dell'esistenza di conflitti di interessi, espressione dell'accresciuta complessità delle relazioni sociali e delle forme dell'agire economico. Nella più parte dei casi, tale contrasto non può dirsi vietato né fonte d'inevitabile inattività, quanto di doveri di trasparenza e di oneri comportamentali. Ma non è neppure trascurabile rilevare che la genesi storica del diritto penale dell'economia si è incentrata proprio sul rapporto con il contrasto di interessi sotteso alle disposizioni in materia di informazione e di gestione, con le infedeltà annesse. Quanto più aumentano le esigenze informative, tanto più cresce l'esigenza di un controllo pubblico delle deviazioni da esse. L'interesse ad offrire una rappresentazione della situazione dell'impresa in linea con le esigenze momentanee di essa e dei suoi gestori si scontra tradizionalmente con quello dei soci, dei creditori e dei risparmiatori a disporre di dati veritieri, corretti e completi. Così come con l'esigenza dell'autorità di vigilanza e di risoluzione di ricevere ed acquisire informazioni tempestive, utili e appropriate, sovente vissuta quale invasione fastidiosa e non agevole da soddisfare. Gli abusi gestori, ancora, segnalano il prevalere dell'interesse di chi amministra rispetto a quello della società governata o del titolare del bene da altri gestito. Il comune presupposto di queste situazioni è la dissociazione tra la titolarità delle risorse finanziarie suscettibili di utilizzi remunerativi e la gestione delle facoltà collegate alla loro amministrazione. È tale scissione che favorisce la possibilità di abusi, di rilievo anche criminale, per la connaturale diversità degli interessi coinvolti nel governo delle ricchezze. In tale situazione, il potere può essere abusato da chi controlla l'informazione e gestisce l'interesse altrui, facendo prevalere ragioni o aspettative personali o comunque diverse da quelle che dovrebbero essere salvaguardate. Un tale abuso origina l'infedeltà, premessa variegata dei reati oggetto del successivo esame. Alle principali forme di infedeltà informativa e gestoria è dedicata la Parte II. Corrisponde ormai a consapevolezza diffusa che gli abusi

di gestione, nel contesto societario, sono assai dannosi, sia per il tessuto economico che per l'integrità delle Istituzioni. Dall'immiserimento arrendevole dei patrimoni societari possono trarre origine gravi pregiudizi per soci "innocenti" e per i creditori sociali vanamente fiduciosi, così come risorse che espongono a rischio l'integrità dei comportamenti degli amministratori pubblici. Occorre non trascurare, d'altro canto, che molte di tali infedeltà possono contare su diffusa considerazione bonaria, collegata all'origine economicamente lecita delle risorse, sostenuta dalla concomitante (e non facilmente contrastabile) convinzione dell'inadeguatezza strutturale del processo penale a verificare in profondità la contestata mala gestio, rispetto a realtà normative ed operative obiettivamente complesse. Questo conduce non di rado a preferire letture che confinano i comportamenti infedeli nell'ambito della responsabilità professionale e civile, contesti nei quali i termini dell'indulgenza verso quanto è complesso e difficile da intendere e provare (ma non meno reale e grave) non si leniscono ed ordinariamente pregiudicano la parte debole o meno competente del rapporto. Nella materia della gestione del risparmio e dell'erogazione del credito, se possibile, l'analisi giuridica dovrebbe essere ancor più intensamente sostenuta da queste irrinunciabili consapevolezze economiche e dell'indispensabilità di seri presidi penali. Ciò per un duplice ordine di considerazioni. In primo luogo, sono noti i rischi economici connessi a gestioni anomale nel settore creditizio, principalmente, ma non solo, per i soggetti privati interessati all'amministrazione del risparmio e degli strumenti di investimento, direttamente incisi da fenomeni di infedeltà all'origine degli insuccessi degli impieghi. Si pensi, in tal senso, agli effetti connessi all'inefficiente allocazione delle risorse, con conseguenti perdite di componenti positive di reddito e di patrimonio. È del tutto evidente come le forme di slealtà gestoria nel settore possono importare pregiudizi economici per depositanti ed investitori. Non di meno, dalle stesse forme di infedeltà può conseguire un inquinamento del tessuto concorrenziale ed imprenditoriale, particolarmente grave nella realtà economica italiana, connotata da imprese di piccole dimensioni, scarsamente capitalizzate, con altissimo livello di indebitamento da terzi finanziatori. Situazione che identifica nella possibilità di accesso al credito la prioritaria condizione selettiva di sopravvivenza imprenditoriale. L'arbitrarietà con cui si svolge la scelta dell'erogazione del credito, ove influenzata dai fenomeni di infedeltà, costituisce, dunque, grave contaminazione dell'integrità dell'ambiente economico. Si possono profilare, inoltre, pregiudizi per la stabilità dell'intermediario, ridotto in condizioni di dissesto, con pregiudizio immediato dei suoi azionisti ed obbligazionisti subordinati. Proprio le vicendevoli relazioni tra gli intermediari finanziari, ancora, possono innescare contaminazioni finanziarie dagli effetti difficilmente pronosticabili e suscettibili di pericolose propagazioni, per evitare le quali interventi pubblici, con elevati oneri per i contribuenti, possono condurre alla compromissione dell'equilibrio dei bilanci pubblici. Né le considerazioni esposte patiscono ridimensionamento dalla nuova impostazione della gestione delle crisi bancarie e del sostenimento dei costi finali dell'insuccesso economico delle imprese creditizie in dissesto. Che attualmente la gestione delle crisi sistemiche non

possa ancora prescindere da interventi pubblici è forse la constatazione che beneficia della maggiore convergenza di opinioni. Nonostante la riconosciuta connotazione privatistica dell'attività bancaria, il settore creditizio rivela, dunque, insopprimibili interessi di rilievo pubblico, connessi alla natura delle risorse coinvolte dalla gestione altrui. Interessi dei quali non è opportuno rammentarsi solo durante lo scandalo ed allo strepito dei lamenti, quando gli strumenti penali hanno palesato, con il simbolismo, la tardività. Tanto più che, come si è visto, un principio normativo del nuovo sistema è quello che dovrebbe assicurare, in presenza di procedure di risoluzione, che le «persone fisiche e giuridiche sono tenute a rispondere, subordinatamente al diritto dello Stato membro, a norma del diritto civile o penale, delle loro responsabilità per il dissesto dell'ente», ora vieppiù rivelato anche dalle sole irregolarità gestionali e senza insolvenza, connotandosi prioritariamente come crisi di legalità (cfr. art. 17, D.Lgs. n. 180/2015). L'effettiva responsabilizzazione di chi ha cagionato il rischio di dissesto ed il rigore delle misure che servono a risolverlo ovvero ad organizzarne un'ordinata gestione non pare possa essere affidata solo alle misure amministrative, né a quelle civili. Dalle une e dalle altre rapidamente acquisita è la capacità di porsi al riparo, ovvero di limitarne gli effetti. Il quadro delle effettive tutele penali offerte alle aspettative, agli interessi ed ai diritti dei creditori "innocenti", se non impotenti, quali risparmiatori ed investitori non professionali dovrebbe essere parte di questo sistema, connotato dalla capacità di contrastare per tempo ed effettivamente i responsabili dei dissesti.

## Bibliografia

Albertini, Sub art. 2638, in Lanzi-Cadoppi (a cura di), I nuovi reati societari, Padova, 2002.

Accettella, Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede, ivi, 2012, II, p. 343 ss.

Andreazza-Pistorelli, in Relazione del Massimario della Cassazione n. III/11/2012 «Novità legislative: L. 6 novembre 2012, n. 190 recante "Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell'illegalità nella pubblica amministrazione", Roma, 15 novembre 2012. Attili, I delitti di appropriazione indebita, in Viganò-Piergallini (a cura di), Reati contro la persona e contro il patrimonio, Torino, 2015.

AA.VV. S.L. Greer, N. Fahy, S. Rozenblum, Everything you always wanted to know about European Union health policies but were afraid to ask, in Health Policy Series, 54 / 2019, seconda edizione,Denmark,Copenhagen

AA.VV.,Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria:tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Roma, 2013, n. 75, p.77.

Barbagallo, Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza,relazione al Convegno Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici, organizzato dalla LUISS Guido Carli, Roma, 26 febbraio 2014

Barucci - Messori (a cura di), Towards the European Banking Union, Firenze,2014.

Bianchi, La nuova architettura della Vigilanza in Europa, relazione presso l'Università degli studi Milano-Bicocca, 12/11/2014.

Bianchi-Lucenti, Una ''chirurgia'' estetica invasiva: la riforma dell'art. 136 del testo unico bancario, in AGE, 2006.

Boccuzzi, L'Unione bancaria europea: stato dell'arte e prospettive, relazione nel contesto del seminario "Il credito bancario in Europa tra Unione Bancaria, politiche macroprudenziali e quantitative easing», Università degli Studi di Napoli Parthenope, Napoli, 14/04/2015.

Boccuzzi, La gestione delle crisi bancarie in Italia e il nuovo quadro normativo europeo, Lezione all'Università di Ferrara, 30/04/2015.

Bortolotti F.,I sistemi di distribuzione selettiva nel diritto antitrust comunitario, in Contratto e Impresa/Europa,1996, p. 127 e ss.

Breccia, La contrattazione su valori mobiliari e il controllo della contrattazione sorprendente, in Bessone e Busnelli (a cura di), La vendita porta a porta di valori mobiliari, Milano, 1992, p. 17 ss.

Capolino, Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità, Rapporto sull'attività di ricerca, Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11 Regole e mercato, Siena, 7-9/04/2016 reperibile all'indirizzo http://www.regolazionedeimercati.it.

Capolino-D'Ambrosio, La tutela penale dell'attività di Vigilanza, in Quaderni di Ricerca Giuridica

della Consulenza Legale, n. 67, ottobre 2009, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/200

Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013, p.70.

Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013; Capriglione, European Banking union. A challenge for a more united Europe, in Law and Economics Yearly Review, 2013, vol. 1, part. 2;

Capriglione, L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita, Torino, 2013, p. 96.

Carbonetti F., "*I contratti di intermediazione mobiliare*", Milano, 1992, p. 136

Carbonetti,Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari, in Banca, borsa, tit. cred., 2001, I, p. 779

Carriero, La disciplina italiana in tema di gestione delle crisi delle banche e degli intermediari finanziari, lezione tenuta al Dottorato di ricerca «Diritto, mercato e persona» presso l'Università Ca' Foscari, Venezia, 16/01/2013.

Cassese, La nuova architettura finanziaria europea, in AA. VV., Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri., pp. 19-20

Cerase, Commento all'art. 38 del D.Lgs. n. 416 del 1996, in Leg. pen., 1997.

Chieppa Maggi A., sub art. 30, in "Testo unico della Finanza" Commentario diretto da Gian Franco Campobasso, Torino, 2002, pag. 271

Ciraolo, Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni, in Amministrazione in cammino, 2014

Costi-Enriques, Il mercato mobiliare, 77

Civale, Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini, in www.dirittobancario.it, giugno 2013.

D'Ambrosio, L'ostacolo alle Funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, in Trattato di Diritto penale dell'Impresa, Padova, 2007.

D'Avirro, Gestione infedele e confusione del patrimonio, in Trattato di Diritto penale dell'Impresa, a cura di Di Amato, Volume IX, Padova, 2007

De Polis, Unione Bancaria e gestione delle crisi: un modello di Banca in trasformazione Italia e UE a confronto, intervento in seno ad ASSIOM FOREX XII PAN European Banking Meeting Monza, 3/10/2014

De Pra, Le obbligazioni degli esponenti bancari, in Giur. comm., 2008, 06.

Di Vizio, Tutela penale del risparmio: forme di repressione degli abusi nell'erogazione del credito e nella gestione degli investimenti, reperibile all'indirizzo http://www.osservatorio-oci.org., 2015.

Donato, L'infedeltà patrimoniale nell'attività creditizia e nella gestione del risparmio, in Cass. pen., 1999

Durante, Offerta fuori sede e jus poenitendi: la nozione di collocamento va intesa in senso tecnico, in

Giur. mer., 2010, p. 1311 s.
Ferran E., European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 30/2014
Ferran E. - Babis V., The European Single Supervisory Mechanism, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 10/2013
Ferrarini, Sollecitazioni del risparmio, 155, ss.
Gardella, Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico, in Banca, borsa, tit. cred., fasc. 5, 2015.
Gestri M., EU Disaster Response Law: Principles and Instruments, in AA. VV. A. Guttry, M. Gestri, Venturini g., International Disaster Response Law, edizione 2012, T.M.C. Asser Press, The Hague, The Nethe
Inzitari, La disciplina della crisi nel testo unico bancario, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale n. 75 "Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri – Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013", Roma, marzo 2014, documento consultabile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2014- 0075/Quaderno_n-75.pdf.
La Rocca, *L'art. 30 TUF innanzi alle Sezioni Unite* (nota a Cass. 21 giugno 2012, n. 10376), in *Foro it*., 2012, I, p. 3050
Mancini, Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union, in Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale, Roma, 2013, n. 73, p. 7
Napolitano, Europa politica: il difficile approdo di un lungo percorso, Donzelli, Roma, 2003.
Parrella, in Il testo unico della finanza, sub art. 30, a cura di Fratini e Gasparri, Utet, 2012, p. 496
Santosuosso, Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'"effetto sorpresa", in Banca, borsa, tit. cred., 2008, II, p. 773
Pedrazzi, Sui limiti dell'appropriazione, in Riv. it. dir. proc. pen., 1997.
Pedrazzi, Mercati finanziari (nuova disciplina penale), in Dig. pen., Agg., Torino, 2000.
Pisoni-Bava-Devalle-Rizzato, Novità della nota integrativa del bilancio in forma ordinaria, Commento alla normativa, in Fisco, 2015.
Plateroti A., Banche italiane, giri di valzer europei sull'aiuto di Stato, Il Sole 24 Ore del 22/11/2015.
Tesauro G.,Diritto comunitario, Cedam, p. 576 e ss.
Pugliese, L'unione bancaria europea tra esigenze di coerenza interna e risposte alle sfide globali, in Diritto dell'Unione Europea (II), fasc. 4, 2014.
Pulitanò, La riforma del diritto penale societario, fra dictum del legislatore e ragioni del diritto, in Riv. it. proc. pen., 20
Teixeira, The Single Supervisory Mechanism: Legal and Institutional Foundations, in Torchia, I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea, in AA.VV., Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del

legislatore, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015, Milano, 2016, 378

Wymeersch, The European Banking Union. A first Analysis, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP, 2012 - 07

Wymeersch, The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union, National Bank of Belgium, WP n. 255, 2014

Cass, 3 marzo 2001, n. 3132, in Foro it., 2001, I, 1139

Cass., 14 febbraio 2012, n. 2065

Cass., 22 marzo 2012, n. 4564

Cass. pen., S.U., 20.12.2005, n. 47164; Cass. pen., S.U., 21.1.2011, n. 1963;

Cass. pen., S.U., 19.1.2011, n. 1235.

Consob n. DI/99014081 del 1° marzo 1999.

Decisione n. 92/521/CEE della Commissione del 27 ottobre 1992, in GUCE, 12 novembre 1992, L 326, p. 31 e ss.

Decisione n. 86/398/CEE della Commissione.

Decisione n. 86/398/CEE della Commissione.

CGCE 21 febbraio 1973, Europemballage Corporation e Continental Company Inc. c Commissione delle Comunità europee, causa 6/72.

CGCE 20 giugno 1978, Tepea BV c. Commissione delle Comunità europee, causa 28/77

CGCE 16 dicembre 1975, Cooperative Vereniging «Suiker Unie» U.A. e altri CGCE 13 febbraio 1979 Hoffmann-La Roche & Co. AG.CGCE 9 novenbre 1983

NV Nederlandsche Banden-Industrie Michelin.CGCE 3 luglio 1991, AKZO Chemie BV.

Cons. St., sez. VI, 16.10.2002, n. 5640

Provv. Banca d'Italia, 30-10-2000 e 18-62004.

## SITOGRAFIA


https://www.ncbi.nlm.nih.gov/books/NBK551073/

www.ilcaso.it.

www.bancaditalia.it

ww.fondazionecapriglione.it

https://what-europe-does-for-me.eu/it/portal/2/0?area=C&txt=La-mia-salute)

https://ec.europa.eu/echo/files/aid/countries/factsheets/thematic/European_Medical_Corps_it.pdf

http://rivista.eurojus.it/

https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/public-health_en

https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/crisis-management_it.

https://ec.europa.eu/info/live-work-traveleu/health/coronavirus-response/coronavirus-european-solidarity-action_it)

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/AC_20_602

https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/IT/COM-2020-123-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF

https://www.lorenzobinismaghi.com/docubini/Foglio_Eurobond_25.3.2020_bis.pdf

https://voxeu.org/article/legal-perspective-esm-loans-and-coronabonds

https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_it.pd

https://www.consilium.europa.eu/media/43300/200410_peg-centeno-letter-to-pec-michel_covid.pdf