

Quaderni giuridici

Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni  
dall'istituzione della Commissione  
Nazionale per le Società e la Borsa

*A cura di G. Mollo*



1974-2014

40°

ANNIVERSARIO  
CONSOB

9

ottobre 2015

La Consob ha organizzato un ciclo di seminari per celebrare i 40 anni dalla sua istituzione.

Il volume raccoglie i contributi presentati ai seminari tenutisi nel corso dell'anno 2014 presso l'Auditorium della sede romana della Consob.

6 giugno	Amministrazione e controllo nelle società quotate: prospettive di riforma
11 luglio	Profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di <i>enforcement</i> della Consob
20 ottobre	Nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati
28 novembre	Nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori

#### Comitato scientifico

Il ciclo di seminari è stato coordinato da un comitato scientifico composto da Simone Alvaro, Francesca Amaturò, Mauro Bellofiore, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo, Nadia Linciano, Giovanni Siciliano.

#### Segreteria organizzativa

L'organizzazione dei singoli eventi è stata curata da Eugenia Della Libera, Rosanna Digiesi, Valentina Fioramonti, Paola Vittori. Il volume è stato realizzato da Eugenia Della Libera.

#### **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

*A cura di G. Mollo*

## **Amministrazione e controllo nelle società quotate: prospettive di riforma**

Gabriele Galateri di Genola	Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina [Sei personaggi in cerca d'autore]	9
Massimo Belcredi, Lorenzo Caprio	Amministratori di minoranza e amministratori indipendenti: stato dell'arte e proposte evolutive	19
Carlo Amatucci	Vigilanza, gestione dei rischi e responsabilità degli amministratori	53
Mario Stella Richter <i>jr</i>	Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma	69
Marcella Panucci	I controlli interni – Sovrapposizioni e inefficienze nei controlli societari	79
Maurizio Irrera	Dall'adeguatezza degli assetti organizzativi al sistema monistico quale "assetto organizzativo adeguato"?	85
Niccolò Abriani	Verso una riforma della disciplina sui controlli interni	97
Gabriele Racugno	I controlli interni	115

## Profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di *enforcement* della Consob

Renzo Costi		
	Introduzione	125
Raffaele Lener		
	L'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento	129
Michele Sandulli		
	Le sanzioni	145
Emanuele Rimini		
	L'intervento pubblicistico nei casi di gravi irregolarità gestionali	153
Vittorio Santoro		
	Conclusioni	169

## Nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati

Massimo Tononi		
	Il progetto Elite	177
Matteo Rescigno		
	Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione	183
Carlo D. Mottura		
	Nuovi strumenti per il finanziamento delle PMI italiane: <i>minibond</i> e garanzie statali	191
Federico Cornelli		
	La regolamentazione e lo sviluppo dei mercati obbligazionari	207
Maria Teresa Iardella		
	I <i>minibond</i> e i <i>credit fund</i>	243
Marco Maugeri		
	Capitale di debito, <i>minibond</i> e informazione "imperfetta" del mercato	245

## Nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori

Andrea Zoppini		
	Eccesso di informazione e tutela degli investitori	257
Marilena Rispoli Farina		
	Sistemi alternativi di soluzione delle controversie nel settore finanziario. Pluralità di modelli ed effettività della tutela	267
Umberto Morera		
	Nuove prospettive per l'educazione finanziaria	305



# Amministrazione e controllo nelle società quotate: prospettive di riforma

Roma, 6 giugno 2014







# Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina

[Sei personaggi in cerca d'autore]

Gabriele Galateri di Genola<sup>(\*)</sup>

*Grazie e buongiorno a tutti.*

Ringrazio la Consob per l'invito al seminario celebrativo per i 40 anni dell'Istituzione.

In questi anni il mercato finanziario italiano si è evoluto in modo strutturale anche per la presenza di leggi e regolamentazione secondaria della Consob spesso all'avanguardia in campo europeo. L'applicazione della normativa è andata progressivamente migliorando anche grazie al ruolo di vigilanza dell'autorità che ha progressivamente conquistato sempre maggiore autorevolezza. In questo quadro, un ruolo importante per l'efficiente funzionamento delle società quotate e dei loro organi di amministrazione e controllo è svolto, a mio parere, dal codice di autodisciplina nato 25 anni dopo la Consob per iniziativa dei principali attori del mercato dei capitali: emittenti, investitori istituzionali e la Borsa Italiana. Ho l'orgoglio di pensare che questo invito da parte della Consob sia un riconoscimento al ruolo complementare alla normativa pubblicistica e al ruolo di analisi dei comportamenti e di stimolo verso le società quotate che il codice di autodisciplina e il Comitato che ho l'onore di presiedere hanno avuto e continuano ad avere in Italia e in Europa, come parte del *network* dei comitati di corporate governance.

Quanto al mio intervento, "Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina", ho deciso di dargli un sottotitolo, per la verità non molto originale, ma che vuole rendere l'idea di un percorso iniziato, tuttavia ancora da concludere. Così, prendendo a prestito da Luigi Pirandello il titolo di una delle sue opere più affascinanti, parlerei del consiglio di amministrazione delle società quotate italiane sotto il titolo: Sei personaggi in cerca d'autore.

Chi sono questi sei personaggi?

Eccoli, in ordine di apparizione.

<sup>(\*)</sup> Comitato per la Corporate Governance.

## 1) L'imprenditore

Innanzitutto l'imprenditore. È ovviamente il primo in ordine di apparizione, l'impresa nasce con l'imprenditore, cresce (o non cresce) con l'imprenditore; talvolta, purtroppo, muore con l'imprenditore.

Quale parte recita questo personaggio nel consiglio di amministrazione? In realtà, il suo ruolo è abbastanza vario nel panorama delle società italiane.

Molto spesso, soprattutto nelle società di dimensioni medio piccole, specialmente se "giovani" (prima o seconda generazione), l'imprenditore svolge un ruolo centrale nella vita, anche quotidiana, dell'impresa, sovrapponendosi (cioè coincidendo) con la figura del manager.

Nelle imprese più mature o di maggiori dimensioni, l'imprenditore (più spesso i suoi eredi) o l'ente che detiene una quota rilevante del capitale assume una posizione più distaccata dalla gestione ordinaria, riservandosi un ruolo centrale solo nelle decisioni fondamentali.

Nelle società in cui non è identificabile un imprenditore, ad esempio perché il fondatore o i suoi eredi hanno nel tempo dismesso le loro quote di capitale, il ruolo dell'imprenditore viene spesso assunto dai manager, nominati dai soci finanziatori. È il modello che più si avvicina, pur con qualche importante differenza, all'assetto tipico delle *public companies* di stampo anglosassone.

## 2) Il socio finanziatore

Storicamente il socio finanziatore o i soci finanziatori sono coloro che apportano capitale per consentire la crescita e il consolidamento dell'impresa. La loro presenza nel consiglio di amministrazione è una forma di protezione dell'investimento effettuato. Dall'interno del consiglio di amministrazione, controllano che i piani strategici della società siano preparati ed eseguiti in modo tale da garantire la conservazione del patrimonio investito e la generazione del rendimento atteso. Il loro contributo all'interno del consiglio è (o dovrebbe essere) di esperienza, soprattutto in materia finanziaria e di governance.

Questa funzione, peraltro, viene interpretata con stili diversi, a seconda della tipologia di investitore, dell'entità e dell'orizzonte temporale dell'investimento e delle modalità di acquisizione della quota di capitale.

Ciò che maggiormente caratterizza lo stile del finanziatore è la strategia di investimento: così, mentre per i soci privati, le fondazioni e i fondi *private equity* è naturale e doveroso avere un ruolo attivo, anche se non esecutivo, nella gestione della società<sup>1</sup>, per i fondi comuni è, al contrario, indispensabile mantenere una netta

<sup>1</sup> Purtroppo, nei casi di acquisizione a debito del controllo di una società, a volte sulla prudenza prevalgono esigenze di rientro dai debiti assunti, che talvolta penalizzano gli investimenti dell'impresa sino a portare, nei casi peggiori, a episodi di abusiva estrazione di valore, a danno degli altri investitori, o a dissesti finanziari.

separazione rispetto alla gestione sociale, sicché essi tendono a evitare una rappresentanza diretta nel consiglio di amministrazione.

### 3) Il manager

Il terzo personaggio è il manager. Mi riferisco ovviamente al manager che siede nel consiglio di amministrazione assumendo la connotazione di amministratore esecutivo. La sua posizione all'interno dell'impresa e del consiglio di amministrazione dipende soprattutto dal peso (o dalla lungimiranza) dell'imprenditore e dei soci finanziatori. Nelle società a forte connotazione imprenditoriale, esiste uno stretto rapporto di fiducia tra l'imprenditore azionista di maggioranza e il manager, che rende quest'ultimo una figura ad un tempo autorevole e dotata di relativa autonomia, in quanto in posizione subalterna rispetto a chi l'ha scelto. Al contrario, nelle società in cui gli azionisti di riferimento si sono maggiormente distaccati dalla gestione sociale, il manager accresce la sua autonomia, sino a essere identificato, in alcuni casi, con la figura dell'imprenditore. Nel manager si concentrano, naturalmente, molteplici poteri e interessi: per questo motivo il suo operato, la sua retribuzione, la sua uscita (ma non la sua selezione) sono circondati da una serie di cautele, previste dalle *best practices* e, in alcuni casi, da norme cogenti.

### 4) L'amministratore non esecutivo

Vi è poi un personaggio poco appariscente e poco studiato, che gioca tuttavia un ruolo di notevole importanza negli equilibri di molti consigli di amministrazione. Si tratta dell'amministratore non esecutivo: intendo quell'amministratore, diverso dall'imprenditore e dal socio finanziario, che siede al tavolo consiliare in virtù del rapporto di fiducia che lo lega all'uno o all'altro. È, di regola, un professionista affermato, molto vicino al socio che lo ha designato. Il suo ruolo è quello che più si avvicina all'etimologia della parola "consigliere": egli consiglia i colleghi sulle decisioni migliori da prendersi, esprimendo un giudizio professionalmente qualificato e apportando un contributo di avvedutezza e di equilibrio nelle decisioni sulle opzioni strategiche e sulle operazioni potenzialmente conflittuali.

### 5) L'amministratore indipendente e 6) l'amministratore di minoranza

La lista dei personaggi di questa metaforica rappresentazione scenografica si completa con due figure che, a mio parere, non andrebbero tenute distinte, ma che ormai sono percepite come tali sia da chi le interpreta sia da una larga fetta degli spettatori. Mi riferisco agli amministratori indipendenti e agli amministratori di minoranza.

Non voglio dilungarmi sulle caratteristiche di questi due personaggi, dei quali parlerò approfonditamente e autorevolmente Massimo Belcredi. Vorrei solo sfatare due credenze diffuse: che l'amministratore di minoranza rappresenti un'evoluzione, in senso migliorativo, dell'amministratore indipendente; che l'amministratore di minoranza sia, per definizione, più indipendente dell'amministratore ... indipendente (mi si perdoni il bisticcio di parole, che è però sintomo di un bisticcio di concetti).

Ebbene, pensare che l'amministratore di minoranza sia un'evoluzione di quello indipendente è storicamente errato. Il voto di lista, infatti, ha visto la luce nella prassi delle società non quotate<sup>2</sup> e, per legge, in quella delle società privatizzate<sup>3</sup> ben prima che l'amministratore indipendente facesse la sua apparizione dapprima nell'autodisciplina<sup>4</sup> e in un secondo momento nell'ordinamento italiano.

Altrettanto errato sarebbe pensare che l'amministratore di minoranza sia tipologicamente connotato di una maggiore autonomia rispetto all'amministratore indipendente; è vero, anzi, il contrario: infatti nessun requisito di indipendenza è richiesto dalla legge agli amministratori tratti dalle liste di minoranza. Ovviamente non voglio negare che, in taluni casi, gli amministratori designati da soci di minoranza possano essere, di fatto, più liberi da condizionamenti rispetto quelli designati dal socio di maggioranza. Ma non credo che questa possa essere ritenuta una regola e, laddove si verifici, denuncia semmai una cattiva selezione degli amministratori indipendenti e una insincera valutazione della loro indipendenza.

## Il presidente

Qualcuno si chiederà a questo punto per quale motivo nella lista che ho esposto, soprattutto avendola fatta io, non ho citato il presidente. I motivi sono sostanzialmente due.

Innanzitutto i caratteri distintivi del presidente non sono uguali in tutte le società. Tale ruolo viene spesso ricoperto dall'imprenditore o da un manager e non sono rari i casi in cui il presidente è contemporaneamente amministratore esecutivo e azionista di maggioranza. In altri casi, si tratta di un amministratore non esecutivo o indipendente, che viene scelto per svolgere un ruolo di garanzia. Tra parentesi, questo

2 Il fenomeno è studiato dalla dottrina giuridica almeno dagli anni Settanta: cfr. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina di amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1°, c.c.)*, in *Riv. Soc.*, 1971, 40 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Il potere di controllo degli amministratori "di minoranza" (membro del comitato esecutivo con "voto consultivo"?)*, in *Riv. Soc.*, 1980, 785.

3 Cfr. art. 4 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in legge 30 luglio 1994, n. 474: "Le società di cui all'articolo 3 nei cui statuti sia previsto un limite di possesso azionario introducono negli statuti apposita clausola, immodificabile fintanto che permanga la previsione del limite stesso, per l'elezione degli amministratori mediante voto di lista. [...] le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti o da soci che rappresentino almeno l'1 per cento delle azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria e saranno rese pubbliche, mediante deposito presso la sede sociale e annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui due economici, rispettivamente, almeno venti giorni e dieci giorni prima dell'adunanza; alle liste di minoranza dovrà essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori non nominati ai sensi dell'articolo 2, comma 1, lettera d) , con arrotondamento, in caso di numero frazionario inferiore all'unità, all'unità superiore. [...]".

4 Apparizione che si deve alla prima edizione del codice di autodisciplina (codice "Preda"), pubblicato nel 1999.

è il tipo di *chairman* preferito dalla *best practice* internazionale. Il codice inglese richiede espressamente che il *chairman* sia indipendente al momento della nomina, anche se cessa di essere tale per il solo fatto di diventare *chairman*.

Quindi la fenomenologia del presidente nel panorama delle società quotate italiane è così variegata, che non mi sentirei di identificarvi un personaggio tipologicamente ben definito.

Ma c'è un secondo motivo per cui non ho menzionato il presidente tra gli attori del quadro consiliare. Egli infatti è qualcosa di più di un semplice personaggio, avendo un ruolo di coordinamento: lo definirei, proseguendo nella metafora teatrale, il regista (o, se preferite, per chi ama il calcio, il capitano della squadra). Egli dirige le attività consiliari e, contemporaneamente, agisce al loro interno, attore e regista quindi in un contesto dove ognuno recita a soggetto, ma sotto la direzione di un *primus inter pares* che, con tocco leggero ma deciso, garantisce a tutti il giusto spazio d'azione e una corretta informazione.

Devo anche dire che il presidente, forse più degli altri sei personaggi, ha un copione da seguire. Infatti, circa dieci anni fa la riforma del diritto societario, attingendo al materiale contenuto nel primo codice di autodisciplina, ha disegnato in modo più preciso i contorni della funzione svolta da questa figura. Da allora il presidente, pur essendo – come dicevo poc'anzi – abbastanza indefinito dal punto di vista tipologico (ora imprenditore, ora manager, ora indipendente), è stato ben caratterizzato dal punto di vista funzionale, essendogli stata assegnata la responsabilità del corretto funzionamento del consiglio di amministrazione.

Va da sé che la parte del coordinatore *super partes* potrà essere recitata con maggior naturalezza da quei presidenti che si trovano in una posizione di equidistanza rispetto agli altri personaggi: ecco perché il codice inglese raccomanda che il *chairman* sia indipendente al momento della nomina; ed ecco perché il codice italiano raccomanda la nomina di un *lead independent director* quando il timone del consiglio è affidato all'imprenditore o al manager.

## Chi è l'Autore della commedia? Rapporti tra legge e autodisciplina

Ma torniamo ai nostri sei personaggi.

Come nel dramma pirandelliano, essi hanno una parte da recitare, ma non hanno un copione da seguire, sicché può accadere, talvolta, che il gioco delle parti si inceppi e le decisioni vengano prese in modo inefficiente. In alcuni casi vi può essere il rischio di decisioni assunte senza la necessaria consapevolezza, per carenza di informazione o di dibattito. In altri casi il confronto può diventare sterile, perché alcuni soggetti diventano prigionieri del loro stesso personaggio.

Tutto ciò può essere evitato. I membri del consiglio di amministrazione, pur non avendo un copione da imparare a memoria, hanno a disposizione un valido

suggeritore, una specie di manuale delle istruzioni che, se applicato con approccio sostanziale e non formale, può rendere più fluido ed efficace l'operato del consiglio di amministrazione.

Si tratta naturalmente del codice di autodisciplina, che si focalizza proprio sulle modalità di azione degli interpreti della scena consiliare, rivolgendo al presidente, ai manager, agli amministratori esecutivi e/o indipendenti una serie di indicazioni sull'organizzazione dei lavori e sul comportamento degli individui: informativa pre-consiliare e consiliare, istituzione di comitati, precisazione delle materie da trattare in consiglio e nei comitati, organizzazione dei controlli interni.

Alcuni frammenti di queste raccomandazioni sono confluiti, gradualmente, in disposizioni di legge: ad esempio nell'articolo 2381 del codice civile, che nel 2004 ha recepito alcune indicazioni sulle prerogative del presidente, degli amministratori delegati e degli amministratori privi di deleghe; nella disciplina del 2010 sulle operazioni con parti correlate, che, sulla scorta delle esperienze maturate dalla prassi societaria, anche internazionale, ha assegnato un ruolo decisivo ai pareri espressi dagli amministratori indipendenti.

In questo senso si può ben dire che l'autodisciplina rappresenta un buon laboratorio per la sperimentazione di soluzioni organizzative che, una volta sufficientemente collaudate, possono essere tradotte in disposizioni di legge.

Peraltro, è bene distinguere: vi sono alcune *best practices* che devono rimanere tali, perché la flessibilità e l'adattabilità alle diverse situazioni rappresentano il presupposto per la loro reale (e non solo formale) applicazione. Si pensi alle raccomandazioni in tema di informativa pre-consiliare e consiliare, di valutazione dell'indipendenza degli amministratori, di istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio. Ingabbiare simili, ed altre, raccomandazioni in disposizioni di natura cogente rischierebbe di incentivarne un'applicazione meramente formalistica, a discapito della realizzazione del risultato perseguito, che è quello di garantire l'efficiente funzionamento dell'organo amministrativo.

Altri principi maturati nella prassi societaria e codificati nei codici di comportamento si prestano maggiormente ad essere cristallizzati in disposizioni di legge e/o regolamentari. È il caso delle regole in tema di ripartizione dei compiti tra le diverse categorie di amministratori, che – come ho detto prima – sono confluite nell'articolo 2381 c.c. Ciò è stato molto opportuno, perché ha consentito, insieme ad altri interventi sulla disciplina codicistica, di modulare la responsabilità dei singoli amministratori in relazione al ruolo effettivamente svolto all'interno del consiglio di amministrazione.

In altri casi la tendenza del legislatore a recepire istituti tipici dell'autodisciplina ha avuto esiti meno felici. Mi riferisco, in particolare, all'articolo 147 *ter* del TUF inserito dalla legge sulla tutela del risparmio del 2005, che ha introdotto l'obbligo per le società quotate di avere nel proprio organo amministrativo almeno un componente indipendente (o almeno due nei collegi di maggiori dimensioni). Questa norma a me sembra inopportuna, non solo, e non tanto, perché rende obbligatorio ciò che nel resto del mondo è lasciato alla libera scelta (degli azionisti) della società, ma

soprattutto perché ha introdotto un doppio binario nei criteri di valutazione dell'indipendenza degli amministratori, cosicché si verifica talvolta che una stessa persona venga valutata indipendente in base al TUF, ma non in base al codice di autodisciplina, o viceversa. Siamo improvvisamente passati a un altro testo teatrale: Così è, se vi pare! Una confusione di cui il mercato non avverte il bisogno e che getta ombre sul processo di valutazione dell'indipendenza dei consiglieri di amministrazione.

Il Comitato per la Corporate Governance ha preso una posizione critica su questo tema nell'ambito del Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, pubblicato a fine 2013, auspicando l'adozione di un criterio unitario per la definizione di indipendenza, che imponga una valutazione improntata al principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Fa piacere constatare che anche il presidente della Consob, nel suo recente discorso in occasione dell'incontro annuale del mercato finanziario ha auspicato riflessioni sulla possibilità di lasciare spazio all'autodisciplina, con particolare riferimento alla tematica degli amministratori indipendenti e degli amministratori di minoranza.

È inoltre interessante notare come l'interazione tra disciplina e autodisciplina possa essere bidirezionale. Così è accaduto che il codice di autodisciplina sia stato modificato per recepire principi stabiliti da raccomandazioni della Commissione Europea (ad esempio in materia di remunerazione degli amministratori) o istanze di regolamentazione sollevate da Autorità regolamentari. In questo senso va ricordata la raccomandazione formulata dal codice di autodisciplina in tema di piani di successione, che trae spunto da una consultazione a suo tempo avviata dalla Consob sull'argomento. In futuro potrebbe accadere qualcosa di simile in merito alla trasparenza sulle buonuscite dei manager, oggetto di una recente consultazione della Consob<sup>5</sup>.

## Diversi stili di recitazione

In questo contesto, ritornando alla metafora iniziale, un attore attento è in grado di recitare la sua parte interpretando al meglio il personaggio che gli è stato assegnato.

Faccio un esempio, tra molti possibili. La riforma del diritto societario, spazzando via decenni di giurisprudenza che caricava gli amministratori non esecutivi di una responsabilità sostanzialmente oggettiva, ha giustamente precisato che gli amministratori devono agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze. Ha poi chiarito che gli amministratori privi di deleghe valutano l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società sulla base delle informazioni ricevute e, ancora, valutano il generale andamento della gestione, sulla base della relazione degli organi delegati. Resta, come già in passato, la possibilità per il singolo amministratore, di votare in senso

5 Nelle more della pubblicazione della presente relazione, il codice di autodisciplina è stato modificato nel senso indicato nel testo (cfr. paragrafi 6.P.5 e 6:C.8 del codice di autodisciplina, edizione luglio 2014).

contrario a una proposta di deliberazione, con l'effetto di scaricarsi da ogni responsabilità con riferimento all'operazione oggetto della decisione.

In tal modo il legislatore ha aperto la strada a una modulazione della responsabilità di ciascun amministratore in relazione al ruolo effettivamente ricoperto all'interno della società. Risultato, in sé, condivisibile, ma che lascia ampio spazio ai diversi attori su come interpretare il proprio ruolo.

Un rischio è che qualcuno si limiti a un'applicazione formalistica delle norme di legge interpretando in modo un po' troppo passivo il proprio personaggio e le sue prerogative: ciò può accadere, talvolta, all'amministratore non esecutivo, che può essere naturalmente portato, dati i rapporti di fiducia esistenti con l'imprenditore, con il socio finanziatore o con il manager, a non essere particolarmente attivo nel chiedere maggiori delucidazioni su taluni aspetti del business e a non essere sufficientemente critico nella valutazione delle operazioni più importanti.

Dall'altro lato, c'è il rischio che alcuni attori adottino uno stile di recitazione un po' sopra le righe, esasperando le caratteristiche del proprio personaggio e diventandone, come dicevo all'inizio, prigionieri: manager e imprenditori che faticano a condividere le informazioni e, talvolta, le decisioni con i colleghi consiglieri; amministratori indipendenti che si sentono investiti di una missione soprannaturale di difesa dell'interesse sociale o che votano contro di principio anziché attivarsi per ottenere maggiori informazioni sugli argomenti sottoposti alla loro attenzione, accettando con onestà intellettuale le spiegazioni fornite da manager corretti.

## Il buon suggeritore: il codice di autodisciplina

Fortunatamente si tratta di situazioni sempre meno frequenti nella pratica, perché la maggior parte dei consigli di amministrazione ha imparato a gestire correttamente le proprie dinamiche interne, grazie anche ad alcune preziose indicazioni contenute nel codice di autodisciplina.

In questo senso, l'istituzione di comitati interni al consiglio di amministrazione ha accresciuto enormemente la capacità di ciascun consigliere di apprendere informazioni sulle materie più delicate e di assumere decisioni consapevoli. È bene chiarire che il lavoro dei comitati giova non solo a coloro che ne fanno parte, ma anche agli altri consiglieri, che sono in grado di ricevere informazioni più precise e valutazioni più oggettive rispetto a quelle che potrebbe fornire il manager se operasse senza filtri.

Un ruolo importantissimo è, poi, svolto dal presidente del consiglio di amministrazione, al quale il codice affida la responsabilità della completezza e tempestività delle informazioni, dell'effettività del dibattito, della conoscenza del business da parte di tutti i consiglieri, attraverso adeguati programmi di *induction*.

Non meno importanti sono i suggerimenti che il codice dà agli amministratori non esecutivi, siano essi o meno indipendenti e da chiunque siano nominati



(maggioranza o minoranza). Così, l'obbligo di agire informati, stabilito dalla legge, si traduce in alcune indicazioni pratiche.

Alcuni esempi:

- nello svolgimento dei propri compiti, gli amministratori esaminano le informazioni ricevute dagli organi delegati, avendo peraltro cura di richiedere agli stessi ogni chiarimento, approfondimento o integrazione ritenuti necessari od opportuni per una completa e corretta valutazione dei fatti portati all'esame del consiglio;
- in molte società viene designato un *lead independent director*, che si fa portatore delle esigenze degli amministratori non esecutivi / indipendenti;
- almeno una volta l'anno gli amministratori indipendenti si riuniscono tra di loro per discutere su argomenti riguardanti il funzionamento del consiglio.

Non mancano, infine, le raccomandazioni rivolte agli amministratori esecutivi: ad esempio, quella di favorire l'intervento di altri manager alle riunioni del consiglio, al fine di consentire una maggiore condivisione delle informazioni tra management e *board*.

## Conclusioni

In conclusione, mi sembra che il bilancio provvisorio sia confortante e incoraggiante.

I sei personaggi del confronto pirandelliano hanno trovato un autore, la legge, che ha fornito loro un testo giustamente scarno. Hanno trovato un suggeritore, il codice di autodisciplina, che indica loro i comportamenti più opportuni al momento appropriato. Tra gli attori viene scelto un regista, il presidente, che dispone di adeguati strumenti per coordinare l'azione.

Ogni anno il consiglio di amministrazione è chiamato a valutare la propria *performance*. L'analisi condotta nel 2013 dal Comitato per la Corporate Governance nell'ambito del Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina ha rivelato che questo esercizio viene svolto da un numero di società crescente nel tempo e ciò non può che rafforzare la consapevolezza degli amministratori sui propri compiti e le proprie responsabilità.

La strada è tracciata, il percorso è impegnativo, ma alla nostra portata. L'evoluzione recente dimostra una maggiore presenza degli investitori istituzionali nella vita delle società quotate. L'introduzione della *record date* nell'ordinamento italiano ha favorito la partecipazione dei fondi esteri alle assemblee. Gli *asset managers* e i *proxy advisors* sono sempre più attivi, anche sull'onda dei codici di *stewardship* di cui si sono dotati i più evoluti sistemi finanziari, incluso quello italiano.

Tutto ciò ha innescato un circolo virtuoso, che può aiutare a migliorare ulteriormente le dinamiche interne ai consigli di amministrazione, favorendo una maggiore condivisione degli obiettivi e superando alcune contrapposizioni un po' stucchevoli, tra imprenditori e finanziatori, tra manager e *non-executive*, tra amministratori di maggioranza e di minoranza.

L'obiettivo è quello di ottenere che il dibattito sia costruttivamente orientato ad allineare i diversi punti di vista all'unico e comune interesse degli azionisti e cioè quello di incrementare, nel medio lungo periodo, il valore della società preservando, nel contempo, gli interessi di tutti gli altri *stakeholders* (dipendenti, clienti, ambiente, etc.).

Come accennavo in apertura, siamo a metà del cammino, molte importanti sfide devono essere ancora vinte. Le notizie di cronaca delle ultime settimane sembrano indicare tra le priorità l'esigenza di realizzare una sincera condivisione, almeno a livello nazionale, dei valori della legalità e dell'onore, che talvolta vengono sacrificati sull'altare del profitto. Occorre però un'azione moralizzatrice "corale", che parta dal basso e non sia affidata esclusivamente alla minaccia delle, pur necessarie, sanzioni penali. Al fine di impedire che, in attesa delle sanzioni, si avvantaggino gli operatori più spregiudicati a danno di quelli più virtuosi, è necessario affiancare al sistema repressivo un apparato di incentivi volti a incoraggiare, dall'interno dei consigli di amministrazione e delle compagini sociali, nonché nel rapporto tra imprese concorrenti, comportamenti improntati a lealtà e legalità.

*Grazie dell'attenzione.*

# Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive

Massimo Belcredi<sup>(\*)</sup>, Lorenzo Caprio<sup>(\*)</sup>

## Abstract

Questo scritto analizza tematiche collegate agli amministratori "indipendenti" e a quelli di minoranza nelle società quotate italiane. In materia di amministratori indipendenti, la pluralità di definizioni adottate in Italia ha generato problematiche superabili con alcuni semplici interventi normativi. In materia di voto di lista e amministratori di minoranza si discute se e come sia possibile, senza perdere caratteristiche importanti del sistema attuale, importare alcune regole desiderabili, di comune applicazione in paesi esteri finanziariamente evoluti, che prevedono: a) il coinvolgimento del CdA nella predisposizione delle candidature; b) il voto su singoli candidati anziché su liste chiuse; c) il vincolo che l'elezione di ogni amministratore richieda il consenso della maggioranza degli azionisti. Si mostra che il trapianto è possibile, con opportuni accorgimenti, per le prime due, mentre la terza presenta alcune controindicazioni e può comportare *trade-offs* che richiedono decisioni "politiche" e giudizi di valore.

JEL Classification: G30, G38, K22

Keywords: board elections, shareholders' meeting, independent directors, ownership structure, corporate governance.

(\*) Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

## 1 Introduzione

Obiettivo di questo scritto è analizzare alcune caratteristiche del sistema italiano di corporate governance, evidenziandone taluni aspetti divergenti dalla prassi internazionale, formulando proposte per una possibile correzione di rotta e discutendone le implicazioni. In particolare ci si propone di esaminare due temi in materia di composizione dei consigli di amministrazione<sup>1</sup> delle società quotate: a) la presenza di amministratori "indipendenti" e b) la presenza di amministratori di minoranza. Tali temi sono stati oggetto di molteplici interventi normativi, regolamentari e/o di autodisciplina che, come si vedrà, hanno portato l'Italia su un cammino evolutivo originale, diverso da quello di altri Paesi e non privo di problemi.

Il lavoro è organizzato come segue: nel paragrafo 2 si analizzano gli amministratori indipendenti. Muovendo dalla pluralità di definizioni adottate in Italia, si mostrano le problematiche che esse comportano e si presentano dati sulla diffusione degli amministratori indipendenti tra le società quotate. Si propongono quindi modifiche della normativa dirette ad eliminare alcuni problemi emersi nella prassi. Nel paragrafo 3 si analizzano voto di lista e amministratori di minoranza. Si mostra che il sistema italiano ha preso una via divergente rispetto ad altri Paesi. Si discute quindi se e come sia possibile, senza perdere caratteristiche importanti del sistema attuale (ad es. la rappresentanza delle minoranze), importare in Italia alcune regole che appaiono desiderabili, e in particolare: a) il coinvolgimento del CdA nella predisposizione delle candidature; b) il voto su singoli candidati anziché su liste chiuse; c) il vincolo che l'elezione di ogni amministratore richieda il consenso della maggioranza degli azionisti. Si mostra che il trapianto è possibile, con opportuni accorgimenti, per le prime due, mentre la terza presenta alcune controindicazioni e può comportare *trade-offs* che richiedono decisioni "politiche" e giudizi di valore. Il paragrafo 4 conclude.

## 2 Gli amministratori indipendenti in Italia

La richiesta che un certo numero degli amministratori non esecutivi siano "indipendenti" (dalla società, dal management ed eventualmente dagli azionisti di controllo o, comunque, di rilievo) è ormai uno standard mondiale. La previsione è normalmente formulata per via di autodisciplina, talvolta è ripresa nelle *listing rules*, più raramente (come in Italia) è oggetto di intervento normativo. Qui iniziano i problemi.

Nel nostro sistema, infatti, coesistono (caso forse unico) due distinte nozioni di "indipendenza". Alla definizione del Codice di Autodisciplina (formulata nel 1999 e rivisitata nel 2006)<sup>2</sup> si affianca infatti quella (art. 147-ter co.4 TUF) introdotta dalla

1 Nel lavoro si fa riferimento, salvo dove esplicitato, al sistema "tradizionale" di governo societario. Le considerazioni svolte sono peraltro applicabili indifferentemente, qualunque sia il sistema adottato dalla società.

2 Secondo il Principio 3.P.1. del Codice "Un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti, nel senso che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio". Il Codice definisce

legge 262/2005 (c.d. "Tutela del risparmio"): tale norma statuisce l'obbligo che almeno un amministratore (due se il CdA è composto da più di 7 componenti) possieda i "requisiti di indipendenza" stabiliti per i sindaci dall'art. 148 co.3 TUF<sup>3</sup> : oltre a possedere i requisiti ex art. 2382 C.C., gli amministratori "indipendenti da TUF" non possono essere coniugi, parenti o affini entro il quarto grado degli amministratori della società, né di quelle in rapporto di controllo con essa, né avere con tali società o i loro amministratori "rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza".

La definizione "da autodisciplina" è allineata alle *best practice* internazionali (vedi, ad es. il Codice di corporate governance britannico o quello francese):<sup>4</sup> ciò vale sia per la nozione generale, sia per l'articolazione delle fattispecie che possono compromettere l'indipendenza di un amministratore, sia per il processo di valutazione (rimesso all'organo amministrativo che, solo, può disporre delle informazioni necessarie), sia, infine, per le implicazioni di un eventuale giudizio negativo in ordine alla sussistenza (o alla permanenza) dei "requisiti": ovunque, il principio-base è il *comply-or-explain* ed è escluso ogni automatismo.

L'applicazione del principio in Italia è diffusa e non particolarmente problematica. Come osservabile in Figura 1<sup>5</sup>, gli indipendenti "da Codice" sono circa il 40% del totale (circa 1000 su 2500, a fine 2012), valore sostanzialmente stabile nel tempo. Situazioni potenzialmente in grado di compromettere l'indipendenza sono tutto sommato limitate e connesse ad alcune tipologie chiaramente individuabili. La situazione più diffusa è, ovviamente, quella relativa al criterio più automatico e facilmente osservabile (la permanenza in carica oltre i 9 anni, riscontrabile in circa 140 casi: cfr. Figura 2). La valutazione di indipendenza formulata – in tali casi – dal CdA è sovente accompagnata da un'esplicita spiegazione (in applicazione del *comply-or-explain*);<sup>6</sup> solo di rado la *tenure* ultranovennale si accompagna ad altri sintomi di possibile ridotta indipendenza (ad es., un significativo incremento della remunerazione, magari collegato all'assunzione di cariche nell'emittente o in società da questo controllate: cfr. Figura 3).

La definizione "da Codice" si è dimostrata in grado di supportare una disciplina rigorosa come il Regolamento Consob 17221, in materia di Operazioni con Parti Correlate (OPC). Come è noto, tale regolamento attribuisce un ruolo penetrante

poi una serie di criteri applicativi, non tassativi, che i CdA sono chiamati ad applicare – su base *comply-or-explain* – nella valutazione dell'indipendenza dei singoli amministratori.

- 3 Nonché, se lo statuto lo prevede, "gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria".
- 4 Oltre che con la Raccomandazione UE (2005/162/EC) del 14 febbraio 2005 in tema di amministratori non-esecutivi delle società quotate. Fa eccezione, parzialmente, il Codice di autodisciplina tedesco, che – verosimilmente anche a causa delle complicazioni date dal modello di cogestione, che prevede che metà del Consiglio di Sorveglianza sia composto da "dipendenti" della società – si limita a definire la nozione di indipendenza in termini estremamente generali (cfr. art. 5.4.2. *Deutscher CG Kodex*).
- 5 Le Figure 1-3 sono basate sui dati raccolti da uno degli autori nell'ambito dell'annuale monitoraggio dell'applicazione del Codice di autodisciplina pubblicato da Assonime-Emittenti Titoli (2013)
- 6 Anche se la qualità delle spiegazioni fornite non è sempre ugualmente soddisfacente.

– nell'approvazione delle procedure e delle singole operazioni – a un comitato formato, secondo i casi, da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, o solo da amministratori indipendenti. Per le società che hanno dichiarato di aderire al Codice di Autodisciplina la nozione di indipendenza di riferimento è quella prevista dal Codice (e non quella del TUF).<sup>7</sup> Il richiamo dell'autodisciplina è integrale: esso si estende, pacificamente, al processo di valutazione (rimesso al CdA su base *comply-or-explain*) e alla non tassatività dei criteri applicativi formulati dal Codice.

La trasfusione in norme rigide della nozione di indipendenza, concepita fin da principio per un'applicazione flessibile, porta problemi. Il legislatore italiano non ha sempre avuto coscienza di tale fatto, con conseguenze spesso paradossali. L'esempio più eclatante è rappresentato dalle norme introdotte per le società vigilate dalla già citata legge 262/2005.<sup>8</sup> La previsione di requisiti di indipendenza a carico "dei" (cioè, in buona sostanza, di tutti i) soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo le rende sostanzialmente inapplicabili, almeno in senso letterale. Infatti, come era stato facile preconizzare (Belcredi 2005), i previsti regolamenti applicativi non sono mai stati emanati e le autorità di vigilanza hanno seguito un approccio prudente, limitando la richiesta a un numero "adeguato" di soggetti.<sup>9</sup>

Anche l'art.147-ter TUF genera problemi applicativi e conseguenze paradossali. Anzitutto, la compresenza di due diverse nozioni di indipendenza ("da Codice" e "da TUF") non contribuisce alla chiarezza delle comunicazioni: numero e identità degli indipendenti variano secondo la definizione utilizzata. Dopo qualche anno di assestamento, gli amministratori valutati indipendenti secondo le due definizioni si sono progressivamente allineati ma, tuttora, i numeri non sono coincidenti. Si osservano così situazioni sorprendenti: ad esempio, nelle Relazioni pubblicate nel corso del 2013 10 amministratori esecutivi sono, paradossalmente, qualificati come "indipendenti da TUF";<sup>10</sup> o, ancora, 28 amministratori sono identificati come indipendenti ai sensi dell'autodisciplina ma non ai sensi del TUF (malgrado i requisiti del Codice siano considerati da Consob "almeno equivalenti" a quelli del TUF).

7 Il Regolamento fa riferimento a codici "promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria", purché i requisiti di indipendenza da essi previsti siano "almeno equivalenti" a quelli individuati dall'art.148 TUF. L'equivalenza dei requisiti del Codice di Autodisciplina è stata riconosciuta da Consob con la Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010.

8 Si allude agli articoli 26, 62 e 109 del TUB, nonché all'art. 13 TUF, che dettano requisiti di indipendenza, rispettivamente, per gli amministratori delle banche, delle società finanziarie a capo di un gruppo bancario, degli intermediari finanziari in generale e di Sim, SGR e Sicav.

9 Banca d'Italia ha chiesto la presenza amministratori indipendenti "in numero adeguato rispetto alle dimensioni dell'organo e all'operatività della banca" (Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche); Isvap ha formulato un vago riferimento all'art 2387 C.C. per i requisiti di indipendenza dei componenti del Comitato per il Controllo Interno (cfr. art. 6 co.1 Regolamento Isvap 20/2008). Da ultimo, nella Circolare 285/2013 (Disposizioni di Vigilanza per le Banche, 1° aggiornamento del 6 maggio 2014), Banca d'Italia ha prescritto che nell'organo di supervisione strategica "almeno 1/4 dei componenti" deve possedere "requisiti di indipendenza". È peraltro precisato che fino all'emanazione della normativa di attuazione dell'art. 26 TUB, sono le banche stesse a dover definire nei propri statuti "un'unica definizione di consiglieri indipendenti, coerente con il ruolo ad essi assegnato".

10 Situazione esclusa, per definizione, riguardo all'indipendenza "da Codice": i codici di autodisciplina di tutto il mondo prevedono, infatti, che solo gli amministratori non esecutivi possono – in assenza di elementi ostativi – essere qualificati come indipendenti.

Almeno una parte dei problemi pare riconducibile alla previsione, contenuta nel TUF ma, ovviamente, non nel Codice di Autodisciplina, della decadenza automatica dell'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i "requisiti di indipendenza". La rigidità di tale disposizione ha portato varie società a identificare un numero di amministratori indipendenti "da TUF" inferiore a quello degli indipendenti "da Codice", verosimilmente per assoggettare solo alcuni di essi al rischio di decadenza. Inoltre vari emittenti hanno introdotto nello statuto disposizioni che interpretano il possesso dei requisiti di indipendenza "da TUF" alla stregua di un "requisito di composizione" del CdA: la decadenza automatica interviene, in altre parole, se e solo se la perdita dei requisiti da parte del singolo amministratore fa venir meno il numero minimo di indipendenti previsto dalla legge (1 o 2 secondo la numerosità del CdA) o dallo statuto (come accade in alcune banche, che hanno fissato un numero minimo di indipendenti più elevato di quello ex art. 147-ter TUF).

Al di là dell'efficacia di tali soluzioni, va sottolineato come i presunti "requisiti" di indipendenza fissati nel TUF facciano prevalente riferimento a situazioni definite in maniera tautologica (l'assenza di "rapporti che (...) compromettano l'indipendenza") e comunque soggette alla valutazione discrezionale dell'organo a ciò preposto (il CdA). Simili disposizioni mal si prestano a test formalizzati, monitoraggio dall'esterno ed *enforcement* in giudizio o da parte di autorità di vigilanza. Lo spauracchio della decadenza non si concretizza quasi mai e la norma ricorda, anzi, le grida di manzoniana memoria.

Frettoloso sarebbe concludere che la normativa è inefficace ma non nociva (come sarebbe se fossero decaduti "ingiustamente" amministratori giudicati non più indipendenti in base a valutazioni formalistiche). I problemi allignano dove vi è scarsa chiarezza. Ed esporre alla luce solare un'area grigia come quella in esame non pare inutile. Tanto più che il vincolo posto dall'art. 147-ter del TUF potrebbe diventare stringente domani, ad es. qualora altre norme o disposizioni regolamentari innalzino il peso minimo degli amministratori indipendenti in CdA (soprattutto quando è richiesta l'adozione di un'unica definizione di indipendenza).

D'altro canto, visto lo scarso mordente dimostrato dalla norma in questione, non pare scandaloso proporre una modifica che la renda più rispondente alla realtà. A tal fine pare consigliabile espungere dall'art.147-ter co.4 TUF il richiamo alle lettere a) e c) dell'art.148 co.3. Il primo richiamo è pleonastico (l'art. 2382 C.C. è comunque applicabile a tutti gli amministratori, non solo agli indipendenti). Il secondo rinvia a una valutazione discrezionale del CdA, scarsamente sindacabile dall'esterno, e quindi la sua sparizione non susciterebbe troppi rimpianti. Anche il richiamo della lettera b), in realtà, ha scarsa utilità poiché, anche prima della sua entrata in vigore, sostanzialmente non si osservavano familiari di amministratori qualificati come indipendenti ("da Codice").

Al di là dei suggerimenti tecnici, pare opportuno valutare la sostituzione degli attuali divieti con meccanismi meglio calibrati, che rendano la presenza di un certo numero di amministratori indipendenti "da Codice" (eventualmente insieme ad altre caratteristiche di governance, quali l'istituzione di comitati consiliari o una loro particolare composizione) condizione per l'appartenenza – su base volontaria – a

determinati segmenti di mercato. In alternativa, laddove l'affidamento alla mera autodisciplina non fosse ritenuto sufficiente e quindi fosse ritenuto necessario mantenere la previsione di "requisiti" di indipendenza all'interno della normativa primaria, sembra preferibile formulare le norme seguendo il modello del Regolamento OPC – che prevede un ampio richiamo (comprensivo, quanto meno, del processo discrezionale di valutazione dell'indipendenza) all'autodisciplina.

### 3 Voto di lista e amministratori di minoranza in Italia

#### 3.1 Evoluzione storica e sviluppi recenti

Non è questa la sede per trattare sistematicamente storia, ragioni ed evoluzione del voto di lista in Italia. Basti qui ricordare che il voto di lista, pur lecito già nel sistema civilistico del 1942 (Alvaro-Mollo-Siciliano 2012), è stato di fatto introdotto con la legge 474/1994 sulle privatizzazioni; il TUF ne ha prescritto l'utilizzo per l'elezione del Collegio Sindacale nelle società quotate. La legge 262/2005 lo ha reso obbligatorio anche per l'elezione dell'organo amministrativo.

I dati finora pubblici sull'applicazione del voto di lista (Belcredi-Bozzi-Di Noia 2013) mostrano che, nel primo triennio di applicazione (2008-2010), la possibilità di presentare liste di minoranza è stata sfruttata in circa il 40% dei casi, soprattutto nelle società maggiori e in quelle "privatizzate". Le SGR italiane hanno presentato liste, sotto l'egida di Assogestioni, in un ristretto numero di *blue chips* (liste dei fondi sono riscontrabili nel 4% dei casi, ma nel FTSE-Mib la percentuale sale al 31%), riuscendo a catalizzare sovente anche i voti degli investitori istituzionali esteri e riportando, quindi, un notevole successo in termini di rappresentanza consiliare (Belcredi-Enriques 2014).

L'evoluzione successiva al recepimento della Direttiva UE in materia di *Shareholder Rights* mostra dinamiche interessanti. Come si vede in Figura 4, nel triennio 2011-2013, a fronte di un lieve incremento della frequenza con cui sono presentate liste di minoranza (dal 41 al 46%) è osservabile un forte incremento dell'attivismo dei fondi, che hanno circa raddoppiato il numero di liste presentate (dal 4 al 9% del totale delle quotate, e dal 31 al 46% delle società FTSE-Mib; per la prima volta si sono viste liste dei fondi anche in società Mid Cap). Soprattutto (cfr. Figura 5), nell'ultimo triennio i fondi hanno incrementato in modo sensazionale la capacità di coagulare il consenso degli investitori istituzionali esteri: i voti ricevuti dalle liste Assogestioni in assemblea sono quasi triplicati, passando dal 6,5 al 15% in media. È verosimile che una porzione significativa di tale effetto sia dovuta all'introduzione del sistema della *record date* e al conseguente venir meno – post-direttiva – del blocco delle azioni ante assemblea. Le liste presentate da investitori istituzionali hanno talvolta, addirittura, conseguito la maggioranza relativa dei voti.<sup>11</sup> Tale successo

11 È stato questo, ad esempio, il caso dell'assemblea Telecom Italia di aprile 2014 (su cui si tornerà più avanti). In altri casi, proposte presentate in assemblea dall'azionista pubblico di maggioranza relativa sono state sconfitte (o sono state approvate di stretta misura) a causa del voto contrario degli investitori istituzionali, soprattutto esteri. È stato



porta con sé problemi nuovi, soprattutto perché l'attivismo degli investitori istituzionali si accompagna a una crescente frammentazione dell'azionariato (Bianchi-Bianco 2006).

Come è noto, le situazioni di controllo con ricorso a strumenti moltiplicativi (come le piramidi o le azioni a voto limitato) si sono da tempo asciugate;<sup>12</sup> in compenso, sono diffuse le situazioni di controllo coalizionale (a fine luglio 2014, dal sito Consob risulta che ben 78 società quotate – ossia oltre 1/3 del totale – sono caratterizzate dalla presenza di patti parasociali); inoltre, la decisione – da parte di importanti società del settore bancario e assicurativo – di dismettere le partecipazioni in società considerate non più strategiche, sta determinando lo scioglimento di coalizioni "storiche" che hanno garantito il controllo in alcune delle maggiori società italiane. Dato il modello elettorale "maggioritario" prevalente nel nostro paese (sul punto si tornerà più avanti) esiste il rischio che soggetti che detengono una quota molto bassa (inferiore al 20, o addirittura al 10%) del capitale si trovino a detenere, di fatto, un'influenza sproporzionata sull'assemblea; essi possono così riuscire a eleggere la maggioranza del *board* e, di conseguenza, ottenere (o perpetuare) il controllo delle decisioni strategiche della società, malgrado abbiano effettuato un investimento molto limitato. L'elevato grado di separazione tra proprietà e controllo è foriero, ovviamente, di conflitti d'interesse e di incentivazioni non corrette.

Un diverso rischio è quello che – in assenza di un azionista di controllo – siano gli investitori istituzionali a eleggere la maggioranza del CdA, con implicazioni di notevole portata, non tutte desiderabili (ad es. in termini sia di responsabilità strategico-gestionale, sia di eventuale obbligo di OPA conseguente). Per evitare tali problemi, il Comitato per la Corporate Governance di Assogestioni ha assunto un *commitment* pubblico (Principio 5.1. per la scelta dei candidati alle cariche sociali) a presentare liste "incomplete", ossia con un numero di candidati inferiore alla metà del *board*.

Un terzo problema, già osservato in pratica, si verifica quando in assemblea sorgono situazioni "nuove" o "impreviste", che richiedono una decisione immediata. Ad esempio, quando particolari dinamiche nella presentazione delle liste o nella votazione non consentono di eleggere il *board* in base al voto di lista oppure portano all'elezione di un numero insufficiente di candidati. In tali casi si crea un'asimmetria tra azionisti "forti" o "industriali", da un lato, e investitori istituzionali, dall'altro, poiché questi ultimi votano per delega con notevole anticipo rispetto alla data dell'assemblea e sono, di fatto, impossibilitati a conferire istruzioni *state-contingent* ai loro rappresentanti. Ne consegue che essi, solitamente, non partecipano a eventuali votazioni "suppletive" e sono nella classica situazione da *lame duck* nei confronti di chi, invece, può operare strategicamente in modo flessibile.

questo il caso, sempre nelle assemblee 2014 delle società partecipate dal MEF, delle proposte miranti a introdurre requisiti di onorabilità, che impongono l'obbligo di dimissioni dei consiglieri indagati per reati finanziari.

12 Anche se è possibile che, prossimamente, esse conoscano una nuova primavera a seguito dell'introduzione nel nostro ordinamento, di strumenti quali le azioni a voto "maggiorato" in caso di detenzione prolungata o a voto multiplo.

I dati sopra presentati e l'aneddotica sempre più ricca manifestatasi negli ultimi mesi stimolano – ci pare – una riflessione sull'attuale sistema italiano di "voto di lista", anche in chiave comparata, finalizzata a valutare l'opportunità di eventuali correzioni di rotta.

### 3.2 Il sistema italiano in un'ottica comparata

Non è possibile in questa sede effettuare un'analisi comparativa sistematica. Si farà riferimento ai regimi<sup>13</sup> di quattro paesi (USA, UK, Francia e Germania) che – in un'ottica di crescente internazionalizzazione dei mercati dei capitali – appaiono come punti di riferimento rilevanti. Consideriamo tre aspetti fondamentali del processo di elezione degli amministratori:

- (i) chi formula le candidature all'assemblea;
- (ii) come gli azionisti votano su tali candidature;
- (iii) quale maggioranza è necessaria per l'elezione.

I regimi dei paesi in questione mostrano alcuni tratti fondamentali convergenti, rispetto ai quali il sistema italiano presenta invece rilevanti elementi di diversità (cfr. anche Enriques-Hansmann-Kraakman, 2009a e b).

#### 3.2.1. La formulazione delle candidature

Anzitutto, le candidature alla posizione di amministratore (*nomination*) sono normalmente presentate dal CdA uscente, anche se non è esclusa la possibilità di proposte da parte degli azionisti.

Nel sistema americano è centrale il sistema di *proxy voting*. Il CdA non solo sottopone agli azionisti i nominativi dei candidati, ma dispone di un quasi-monopolio nella facoltà di nomina, in quanto può avvalersi delle risorse finanziarie e informative della società per diffondere il *proxy statement* con la sollecitazione ad approvare i propri candidati. Gli azionisti possono proporre candidati alternativi, ma non hanno il diritto di inserire le proprie proposte nel *proxy statement* diffuso dal management; pertanto, costi e difficoltà logistiche e legali scoraggiano l'attivismo. Iniziative volte a favorire il *proxy access* per via regolamentare sono state rigettate a più riprese e il dibattito sul punto appare, al momento, sostanzialmente chiuso.

Tra gli altri sistemi spicca il caso tedesco, dove il processo di elezione del *supervisory board* è regolato per legge (*Aktiengesetz* o AktG) con maggiore dettaglio di quanto accade in altri ordinamenti. È precisato dalla norma (§ 124 AktG) l'obbligo a carico del *supervisory board* di formulare proposte agli azionisti in merito alla nomina di nuovi membri,<sup>14</sup> che devono essere rese note da parte del *management*

13 Utilizzando il termine "regime" per indicare il modello di comportamento normalmente seguito, che dipende sia dalle norme di legge, sia dall'interazione tra norme e usi per gli aspetti non regolamentati in modo cogente.

14 A meno che la nomina di membri del *supervisory board* sia un punto inserito all'ordine del giorno su richiesta di azionisti che dispongono di almeno un ventesimo del capitale azionario (§ 122 AktG).

*board* secondo modalità specificatamente descritte. Singoli azionisti possono, senza alcun limite di quota del capitale sociale posseduto o di periodo di detenzione delle azioni (§ 127 AktG), formulare candidature alternative; il *management board* non è tenuto a inserire tali proposte nel materiale informativo spedito agli azionisti in vista dell'assemblea, ma deve comunque "renderle note".<sup>15</sup>

In Regno Unito e Francia la normativa societaria non formula disposizioni così puntuali; lo standard è però la formulazione delle candidature da parte del CdA,<sup>16</sup> anche nei numerosi casi di società francesi in cui vi è un azionista di controllo, nonostante la possibilità per gli azionisti di formulare autonome proposte.<sup>17</sup>

### 3.2.2. La modalità di votazione

Il voto di lista all'italiana (c.d. *closed list*, senza possibilità di votare individualmente su ciascun candidato) è pressoché sconosciuto nei paesi considerati. Il voto avviene ovunque secondo modalità c.d. *open list*: gli azionisti sono cioè chiamati a votare separatamente su ciascun nominativo. Non è semplice ricostruire quanto ciò sia da ricondurre a mera prassi o all'interpretazione di norme, dato che non si rinvengono esplicite disposizioni di legge nel *corpus* normativo principale sulla società per azioni dei singoli paesi, con l'eccezione del caso britannico, dove sussiste uno specifico divieto di includere in una singola risoluzione sottoposta al voto degli azionisti la nomina di più di un amministratore (art. 160 *Companies Act* 2006).<sup>18</sup> La disposizione è singolarmente rigida per la normativa britannica, ad indicazione di quanto sia considerato rilevante per il buon funzionamento del governo societario che gli azionisti considerino i meriti del singolo candidato.

### 3.2.3. La maggioranza richiesta per l'elezione

In Regno Unito, Germania e Francia vige la regola generale: per la nomina di ciascun amministratore è richiesta la maggioranza dei voti degli azionisti.<sup>19</sup> Negli USA le leggi federali e statali considerano invece come standard, sia pur statutariamente derogabile, il meccanismo c.d. di *plurality voting* che prevede siano eletti – nell'ordine – i candidati che hanno ricevuto il maggior numero di voti a

15 Obbligo che si considera adempiuto collocando la proposta di nomina, accompagnata da un commento di lunghezza fino a 5.000 parole sul sito web della società (Donald, 2004).

16 L'esame di un campione casuale di proposte agli azionisti di società inglesi e francesi suggerisce peraltro che la modalità più frequente di inserimento di nuovi amministratori sia la cooptazione da parte del *board* e la successiva ratifica da parte dell'assemblea degli azionisti; si tenga presente che in entrambi i paesi non è normalmente accolta la clausola *simul stabunt simul cadent*.

17 Sancita nel Regno Unito dall'Art. 76, *Table A* del *Companies Act*.

18 La norma recita: "(1) *At a general meeting of a public company a motion for the appointment of two or more persons as directors of the company by a single resolution must not be made unless a resolution that it should be so made has first been agreed to by the meeting without any vote being given against it. (2) A resolution moved in contravention of this section is void, whether or not its being so moved was objected to at the time.*"

19 Più precisamente, la maggioranza del capitale presente in assemblea nel caso francese (art. L 225-98 *Code de Commerce*); la maggioranza dei voti espressi (vengono quindi escluse dal computo le astensioni) nei casi britannico (art. 282 *Companies Act* 2006) e tedesco (§ 133 AktG)

favore; un amministratore può quindi essere eletto, in mancanza di alternative, anche se i voti espressi a suo favore sono meno delle astensioni (voti "*withheld*" oppure "*not cast*") e/o dei voti contrari. Tale sistema è criticato in quanto può portare all'elezione dei candidati proposti dal CdA anche se la maggioranza degli azionisti presenti all'assemblea esprime dissenso non votandoli. Per questo motivo, negli ultimi anni il superamento del *plurality voting* è stato obiettivo di numerosi *active investors*, che hanno promosso l'introduzione statutaria del c.d. *majority voting* (Sjostrom-Kim 2007, Ertimur-Ferri-Oesch 2014). Con tale denominazione sono indicate diverse clausole che impediscono la nomina di amministratori senza il voto favorevole della maggioranza degli azionisti presenti in assemblea, o ne depotenziano gli effetti, ad esempio prevedendo che l'amministratore che non ha ricevuto l'approvazione della maggioranza rimanga in carica solo per il tempo necessario al suo rimpiazzo. Il *majority voting* si applica peraltro solo in caso di *uncontested election*, ossia quando si è in presenza della sola lista di candidati proposta dal CdA; se gli azionisti formulano proposte aggiuntive, e il numero di candidati è superiore al numero di posti disponibili, è previsto il ritorno automatico al *plurality voting*.

Il principio maggioritario, applicato in maniera inderogabile come nei paesi europei esaminati, non è scevro da rischi. In particolare, esso può generare situazioni di stallo quando il numero dei candidati eletti a maggioranza è insufficiente a "popolare" il *board* (il caso-limite è quello in cui nessun candidato ottenga la maggioranza). Pertanto, esso rischia di tradursi in un'affermazione puramente nominalistica del diritto degli azionisti a prevalere: azionisti massicciamente in dissenso con le proposte del CdA possono essere costretti a scegliere tra rischiare la bocciatura degli unici candidati esistenti (e la paralisi nel processo decisionale) o dare loro via libera *ob torto collo*, ricorrendo eventualmente all'astensione o all'uscita dall'aula al momento del voto.

Negli Stati Uniti la pressione degli *active investors* a favore del *majority voting* è stata coronata da ampio successo. Il nuovo standard si è affermato anzitutto tra le società maggiori: già nel 2007 risultava adottato dal 66% delle società nello S&P 500 e dal 57% delle società nel Fortune 500 (Allen, 2007). Negli anni recenti la sua adozione è divenuta più frequente ovunque: secondo il *Council of Institutional Investors*, attualmente è presente nel 35% delle società nell'indice Russell 3000, contro poco più del 20% nel 2010.

### 3.2.4. Considerazioni comparative

I regimi dei paesi considerati convergono su due punti:

- Il coinvolgimento – di *default* – del *board* nella formulazione delle candidature, anche in paesi, come Germania e Francia, in cui l'azionariato è relativamente concentrato;
- il voto degli azionisti su ciascun singolo candidato (voto *open list*).

Più sfumate sono le conclusioni riguardo al principio maggioritario. In prima approssimazione, si può dire che esso è incorporato nell'ordinamento in Regno Unito,

Germania e Francia; negli USA, la situazione pare in via di convergenza, per la crescente diffusione del *majority voting*. Vi è peraltro una profonda differenza pratica tra il principio maggioritario, come incorporato nei tre paesi europei, e il *majority voting* derogabile americano. Nei primi, infatti, il rischio di paralisi decisionale è più elevato; non a caso, la presentazione di candidature alternative è un fenomeno molto raro. Il sistema americano è più flessibile e permette l'effettiva espressione del dissenso degli azionisti, consentendo di sanzionare scelte del CdA da essi non condivise offrendo, nel contempo, gli strumenti per la continuità del processo decisionale.

Il regime prevalente in Italia è chiaramente difforme sotto tutti e tre i profili esaminati.

Anzitutto, un'iniziativa del CdA è possibile, se prevista dallo statuto, ma praticata di rado. È infatti tradizione che le candidature – dopo l'introduzione del voto di lista, almeno della maggioranza di esse – siano formulate dall'azionista di maggior rilievo. In tali condizioni, la formulazione di una lista concorrente da parte del CdA non potrebbe non apparire conflittuale.<sup>20</sup>

In secondo luogo, il voto ha luogo secondo modalità *closed list*, anziché su singoli candidati. Difficile è dire quanto ciò sia frutto dell'art. 147-ter del TUF, che impone un voto "sulla base di liste", e quanto invece frutto di una tradizione precedente o dei desideri del soggetto di controllo, che vede così potenziato il proprio ruolo a scapito degli altri azionisti (costretti a una scelta "prendere o lasciare" sull'intera lista). In anni recenti, al voto *closed list* si è aggiunto l'obbligo di garantire un certo numero di posti in CdA a rappresentanti espressi dalle minoranze. Non vi è traccia di tale obbligo negli altri paesi.

Infine, sotto il profilo delle maggioranze necessarie, il nostro assetto normativo dà ampio spazio all'autonomia statutaria. Pare lecito affermare che le scelte delle singole società sono polarizzate su due modelli alternativi di "voto di lista". Il primo, e statisticamente prevalente, è il modello maggioritario: la lista che ottiene la maggioranza – anche solo relativa – dei voti ottiene tutti i posti in CdA, salvo quelli che lo statuto riserva alle minoranze (ripartiti secondo un criterio proporzionale).<sup>21</sup> Il secondo è il modello proporzionale: i posti spettanti a ciascuna lista sono attribuiti in proporzione ai voti da esse ottenuti. I modelli convergono peraltro su un punto fondamentale: permettono, cioè, che la maggioranza degli amministratori sia eletta dalla maggioranza relativa (anziché assoluta) degli azionisti. In questo senso si può affermare che nel nostro sistema prevale un regime comparabile al *plurality voting* americano.

L'assenza di un quorum minimo per l'elezione non è casuale: i modelli sono concepiti per un obiettivo diverso (permettere alle minoranze di eleggere propri

20 O, in alternativa, formulata strumentalmente, al fine di aggirare i vincoli sull'assenza di collegamenti tra liste di maggioranza e minoranza.

21 Di solito ciò avviene secondo il c.d. metodo "dei quozienti". I candidati delle varie liste si vedono attribuiti voti pari a quelli ottenuti dalla loro lista, divisi per il numero d'ordine ad essi attribuito nella lista. In caso più posti siano disponibili per le minoranze, sono eletti i candidati che ottengono il "quoziente" più alto, fino a esaurimento dei posti.

rappresentanti, anziché facilitare il coagulo del consenso pro o contro i candidati di un'unica lista). Meno ovvio e normalmente poco considerato, forse perché la grande maggioranza delle società ha un azionista di maggioranza forte, è il fatto che tali modelli<sup>22</sup> presentano la medesima pecca del *plurality voting* americano: se è presentata una sola lista, essa esprimerà tutti gli amministratori, anche se votata da una sola azione. Inoltre, se sono presentate più liste, è possibile che i voti si disperdano e che la lista "di maggioranza" (relativa) coaguli un consenso limitato. Esiste un *trade-off* tra libertà di presentare candidature e rappresentatività dei candidati effettivamente eletti, in termini di consenso ricevuto.

Anche il sistema italiano non è esente da rischi di stallo.<sup>23</sup> Non essendovi un soggetto – e l'unico ipotizzabile è il CdA – cui venga addossato il dovere di formulare un numero di candidature sufficiente a popolare il *board*, esso "entra in crisi" in tre casi:

- se nessun azionista presenta una propria lista;
- se il numero totale dei candidati presentati (in diverse liste) è inferiore al numero di posti da coprire;
- nel solo maggioritario se, pur in presenza di un numero complessivo di candidature pari o superiore ai posti da coprire, ottiene la maggioranza dei voti una lista composta da un numero di candidati inferiore al numero di posti che è riservato, appunto, alla lista maggioritaria.<sup>24</sup>

I casi proposti possono sembrare strani:<sup>25</sup> come è possibile che gli azionisti trascurino la possibilità di guadagnare influenza sull'organo decisionale della società e lascino quindi posti nel *board* non coperti?

Il primo caso si può verificare facilmente in situazioni di *public company*, quando cioè l'azionariato è totalmente polverizzato e nessun azionista detiene una partecipazione sufficiente a presentare una lista (vuoi per l'esistenza di un quorum

22 Soprattutto il proporzionale, in cui l'assenza di "premi di maggioranza" a favore della lista vincente e la relativa facilità con cui più liste di minoranza possono eleggere propri candidati aumentano l'incentivo dei singoli azionisti ad operare in modo atomistico e non coordinato.

23 Il tema era noto già prima dell'introduzione in Italia del voto di lista (Alvaro-Mollo-Siciliano, 2012, p.10).

24 Si tratta di un risultato che è *ex-ante* garantito se tutte le liste presentate hanno un numero di candidati inferiore al numero di posti riservati alla lista maggioritaria.

25 In realtà i due casi citati da ultimo si sono verificati, ancorché occasionalmente, nella prassi. Il primo esempio (numero insufficiente di candidati) si è verificato, ad es., in varie società "privatizzate" il cui l'azionista pubblico ha presentato liste "incomplete" e le minoranze non avevano presentato proprie candidature (ad es. per la difficoltà di raggiungere il quorum statutario previsto a tal fine). Il secondo esempio si è verificato nell'assemblea di aprile 2014 di Telecom Italia, dove gli investitori istituzionali hanno presentato una lista incompleta (3 soli candidati), risultata poi di maggioranza, mentre la lista "completa" presentata da Telco ha ottenuto i 3 posti riservati alle minoranze. Un caso analogo si è verificato nell'elezione del collegio sindacale di aprile 2013 di Azimut (qui la presidenza del collegio era andata all'unico candidato di Timone, risultato "di minoranza"). In questi casi l'assemblea ha colmato il gap con un voto a maggioranza su candidature formulate al momento (nel caso di Azimut, ancora un candidato di Timone). Un caso diverso si è verificato in Txt, dove l'azionista di maggioranza ha ripetutamente presentato una lista incompleta, lasciando più posti alla lista ("di minoranza" in base ai voti ricevuti) presentata da partner industriali, che hanno espresso poi presidente e amministratore delegato; il numero complessivo di candidati era però pari al totale dei posti da coprire, sicché nessuna votazione suppletiva è risultata necessaria (il risultato corrisponde verosimilmente ad accordi, quanto meno taciti, tra i soci).

minimo per la presentazione, vuoi per i costi di transazione associati alla presentazione di proposte coordinate con altri soci). Tra l'altro, è possibile che dalla lista presentata da azionisti in possesso di poche azioni (quasi inevitabilmente esposti a conflitti d'interesse significativi) sia tratta la maggioranza (o addirittura la totalità) degli amministratori. L'attivismo in tale situazione può portare al controllo di fatto della società (con possibili implicazioni in materia di applicazione della normativa OPA).

Gli altri due punti paiono legati alla caratteristica italiana delle quote riservate alle minoranze: può succedere, infatti, che siano gli azionisti di minoranza a non presentare candidature (ciò accade, d'altronde, tuttora nella maggioranza delle società italiane); ancora, può accadere che gli investitori istituzionali, che dispongono del quorum per presentare liste e potrebbero, addirittura, coagulare la maggioranza dei voti in assemblea, presentino un numero limitato di candidature per ottenere una rappresentanza di minoranza, senza farsi carico della responsabilità strategico-gestionale che quasi inevitabilmente si accompagna all'espressione della maggioranza del *board*.

In entrambi i casi, gli statuti solitamente rinviano, per risolvere lo stallo, alle decisioni dell'assemblea.<sup>26</sup> Tale "appello al popolo sovrano" consente di trovare sempre una soluzione; comporta però il possibile rilassamento di molti dei principi applicabili in via ordinaria (è così possibile che l'elezione avvenga senza quorum per la presentazione delle candidature, senza *disclosure* preventiva, e persino senza rappresentanza delle minoranze, in taluni casi). E comporta, analogamente al *proxy voting* americano, la sostanziale paralisi degli investitori istituzionali che, votando per delega giorni o settimane prima dell'assemblea, non possono conferire istruzioni *contingent-based* ai loro rappresentanti. Tali soggetti, pertanto, sono di fatto costretti a non partecipare alle votazioni, riducendo – talvolta in maniera notevole – la rappresentatività dei candidati effettivamente eletti.

### 3.3 La desiderabilità di una correzione di rotta

I regimi dei paesi esaminati presentano alcune caratteristiche desiderabili:

a) il coinvolgimento del CdA nel processo di definizione delle candidature. Esso consente a chi è direttamente coinvolto nella gestione di formulare proposte sui soggetti più indicati per gestire l'azienda.

D'altronde ciò è coerente con le raccomandazioni di *best practice* che prevedono, anche in Italia, l'istituzione in seno al CdA di un Comitato per le proposte di nomina (ancorché dalle funzioni limitate) e lo svolgimento di un'autovalutazione del *board* che dovrebbe trovare sbocco finale nella formulazione di "orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna" (criteri

26 Si osservano statuti in cui si rinvia alle regole ordinarie di deliberazione dell'assemblea degli azionisti, ed in questo caso si rende necessaria la maggioranza assoluta dei soci presenti, con i problemi che questo comporta (cui si è già accennato in precedenza); in altri statuti si precisa invece che l'assemblea, in questo ruolo integrativo, delibera a maggioranza relativa, il che rende ovviamente più agevole il completamento del Consiglio di Amministrazione. Le considerazioni che verranno svolte nel seguito individuano altre possibili soluzioni al rischio di stallo; ulteriori diverse proposte sono delineate da ENRIQUES (2014).



1.C.1. lett. g) e h) e principio 5.P.1. Codice di Autodisciplina). Merita anzi segnalare che Banca d'Italia, nelle recenti Disposizioni di vigilanza per le banche (Circolare 285 del 17/12/2013, 1° aggiornamento del 6 maggio 2014), prevede un ruolo attivo del CdA (e del comitato nomine, dove costituito) nell'identificazione delle candidature. Tanto da imporre, addirittura, ai soci che intendano "svolgere proprie valutazioni sulla composizione ottimale degli organi e (...) presentare candidature coerenti con queste" l'obbligo di motivare "eventuali differenze rispetto alle analisi svolte dal consiglio", nonché quello di trasmettere i risultati delle analisi svolte e gli eventuali pareri del comitato nomine.<sup>27</sup> Tra l'altro, il coinvolgimento del CdA nel processo consente di affidare la formulazione delle candidature a soggetti professionalmente qualificati e tenuti (al contrario dei soci) ad obblighi di diligenza.<sup>28</sup> Mentre il rischio che il CdA si svincoli dal controllo dei soci (come nel sistema americano) pare limitato e controllabile attraverso opportuni accorgimenti nel processo di votazione (vedi *infra*).

b) La votazione su singoli candidati (open list). Lo spacchettamento delle liste aumenta i gradi di libertà a disposizione degli azionisti, consentendo di esprimere il loro (eventuale scarso) gradimento nei confronti di ciascun singolo candidato. Tale meccanismo permetterebbe agli azionisti di esercitare una maggiore pressione sulla qualità delle candidature.

Il voto *closed list* è coerente con l'esistenza (e favorisce il mantenimento) di diversi "partiti" tra gli azionisti, con la conseguenza che sussiste un condizionamento ambientale, ampiamente diffuso, a che gli amministratori tengano presenti le aspettative e gli interessi del "partito" che li ha eletti. Siccome le liste sono presentate esclusivamente dagli azionisti, nel sistema maggioritario si generano un "partito dell'azionista di maggioranza" e un "partito degli azionisti di minoranza"; nel sistema proporzionale, si formano più "partiti" facenti capo ai diversi soggetti che riescono ad avere rappresentanza. All'appartenenza degli amministratori, nei fatti, a uno di questi "partiti" si sovrappone la tematica che alcuni di essi devono essere

27 Merita riportare per esteso le Linee Applicative 2.1. lett. c) e d) ivi contenute: "Ai fini delle nomine o della cooptazione dei consiglieri, il consiglio (...) identifica preventivamente la propria composizione quali-quantitativa considerata ottimale (...), individuando e motivando il profilo teorico (ivi comprese caratteristiche di professionalità e di eventuale indipendenza) dei candidati ritenuto opportuno (...) Le attività svolte dal consiglio (...) devono essere il frutto di un esame approfondito e formalizzato: nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa esse sono svolte con il contributo fattivo del comitato nomine (...) Il comitato nomine (...) è chiamato ad esprimere il proprio parere sull'idoneità dei candidati che, in base all'analisi svolta in via preventiva, il consiglio abbia identificato per ricoprire le cariche. Se la nomina deve essere effettuata dall'assemblea, i risultati delle analisi (...) devono essere portati a conoscenza dei soci in tempo utile affinché la scelta dei candidati da presentare possa tenere conto delle professionalità richieste; agli stessi fini, è opportuno che la proposta di candidati avanzata dai soci o dal consiglio venga corredata di un curriculum volto a identificare per quale profilo teorico ciascuno di essi risulta adeguato e dell'eventuale parere del comitato nomine (...) Resta ovviamente salva la possibilità per gli azionisti di svolgere proprie valutazioni sulla composizione ottimale degli organi e di presentare candidature coerenti con queste, motivando eventuali differenze rispetto alle analisi svolte dal consiglio. I risultati delle analisi svolte, e gli eventuali pareri del comitato nomine, sono trasmessi alla Banca d'Italia" (enfasi aggiunte). Merita anche sottolineare che l'intervento di Banca d'Italia è tanto più sorprendente in quanto la nuova disposizione è dettata nell'ambito dell'aggiornamento della regolamentazione nazionale alla CRD IV. Tuttavia la direttiva europea prevedeva (all'art.88) la disapplicazione *tout court* delle norme in materia dove l'organo amministrativo non ha competenze dettate dalla legge in materia di nomina dei nuovi amministratori ("Where, under national law, the management body does not have any competence in the process of selection and appointment of any of its members, this paragraph shall not apply").

28 Dobbiamo questa sottolineatura a Roberto Sacchi.



"indipendenti", con esiti non sempre felici per la concreta possibilità, in tale contesto, di esserlo effettivamente.

Il voto *open list*, al contrario, allenta il legame tra l'amministratore e chi ha presentato la sua candidatura. Se la lista è proposta dal CdA, il consigliere non è eletto da chi lo propone; ma, anche se fosse presentato da azionisti, il consigliere potrebbe essere eletto con il concorso (talvolta determinante) di diversi gruppi di soci. Ad esempio, gli azionisti potrebbero, in opposizione ai candidati del CdA, far convergere i propri voti su candidati presentati disgiuntamente da diversi tra loro, più facilmente che non con il voto *closed list*.

Vi sono poi altre differenze evidenti rispetto all'esito atteso del voto. Nel caso del modello "maggioritario", basta pensare al caso ipotetico in cui fossero presenti tre liste, la prima sostenuta dal 34% degli azionisti, le restanti due dal 33% ciascuna, fossero da eleggere 10 amministratori, e ogni lista proponesse 10 candidati. Ipotizzando che lo statuto preveda che alla lista di maggioranza relativa siano assegnati i quattro quinti dei posti a disposizione, la prima lista otterrebbe 8 posti su 10, e le restanti 1 posto ciascuna. Tale esito potrebbe essere completamente ribaltato in un voto *open list*, in quanto i due gruppi di azionisti con il 33% potrebbero eleggere, con relativa facilità, 5 candidati presentati da ciascun gruppo senza stringere preventivamente accordi formali (verosimilmente inevitabili nel sistema *closed list*, dove spodestare l'azionista col 34% richiederebbe la presentazione di una lista comune).

c) Il principio maggioritario. Richiedere che l'elezione dei singoli amministratori debba avvenire a maggioranza assoluta (non solo relativa) o comunque imporre un quorum per la sua validità assicura che gli amministratori godano di ampio consenso. Chiaramente, si pone il problema del rischio di stallo: si tornerà diffusamente sul punto più avanti.

A noi pare che valga la pena considerare la possibilità di favorire anche nel nostro paese, o eventualmente provocare per via normativa, una convergenza verso almeno due dei tratti comuni dei regimi dei paesi precedentemente considerati:

- la presentazione delle candidature ad amministratore da parte del CdA;
- il voto *open list* (per singolo candidato, anziché per liste chiuse) da parte dell'assemblea.

Più problematica, ma comunque non priva di aspetti positivi, è la possibilità di adottare un meccanismo di voto a maggioranza (o l'istituzione di quorum minimi).

Tali elementi appaiono desiderabili anche perché – in un mondo di mercati finanziari globalizzati – offrire agli investitori esteri (soprattutto agli istituzionali) un sistema di regole simile a quello con cui essi sono già familiari è comunque utile: la standardizzazione può cioè servire da strumento di marketing dei titoli delle società quotate (e quotande). È però necessario valutare eventuali limiti e problemi a ciò connessi.

### 3.3.1. Lista del CdA e struttura dell'azionariato

Anzitutto è bene esaminare gli effetti dell'attribuzione al CdA del dovere di presentare una lista (completa) di candidati in presenza di diverse strutture proprietarie e domandarsi se essa non rischi di dare troppo potere al CdA. Dove esiste un azionista di maggioranza, il suo peso decisionale non ne risulterebbe compromesso – come è d'altronde desiderabile che sia. Un CdA che non tenesse conto delle aspettative dell'azionista di maggioranza potrebbe essere disciplinato semplicemente tramite la presentazione di una lista alternativa, destinata a successo certo. Nelle società ad azionariato frazionato, invece, gli assetti di potere potrebbero cambiare sensibilmente, soprattutto se il dovere del CdA di presentare una lista completa fosse stabilito da una norma di portata generale, anziché essere demandato agli statuti societari.

Le società senza un vero azionista di maggioranza possono essere ricondotte a due diversi casi. In un primo caso (la *public company* vera e propria) il CdA si confronta con un oceano di azionisti atomistici, con scarsa possibilità di coordinamento, a causa dei costi di transazione connessi. In tale situazione, attribuire al CdA un potere di formulare candidature è quasi inevitabile per superare i problemi di *free riding* evidenziati in letteratura<sup>29</sup>, che rischierebbero di portare a rilevanti *impasse* del processo decisionale. Il potere del CdA in questo caso nasce a causa della struttura proprietaria stessa. D'altra parte, il sistema di regole qui delineato (*open list* ed eventualmente *majority voting*) aumenterebbe la contendibilità del *board* rispetto all'attuale regime (*closed list* e senza quorum minimo).

Il secondo caso è quello della "*quasi-public company*", in cui mancano azionisti di controllo ma è comunque presente un azionista (o un gruppo di soci) "di riferimento", che può risultare pivotale per le decisioni, pur rappresentando una minoranza del capitale in assemblea. Tale soggetto ha un vantaggio di posizione difficilmente scalfibile, che espone la società a significativi rischi di conflitto d'interesse, tanto più gravi quanto più bassa è la quota di capitale detenuta. Oggi, un'autonoma decisione del CdA di presentare una propria lista in competizione con quella di tale azionista, ove previsto dallo statuto, costituirebbe l'inizio di una contesa esplicita per il controllo non priva di costi e dall'esito non scontato.

Nella "*quasi-public company*", obbligare il CdA a formulare una sua lista limiterebbe il potere dell'azionista pivotale di asservire la società a scopi diversi dalla creazione di valore. Quest'ultimo potrebbe proporre proprie candidature, ma non disporrebbe di un'influenza paragonabile a quella che avrebbe se fosse azionista di maggioranza. Se infatti proponesse una lista alternativa, non disponendo della maggioranza in assemblea, sarebbe lui a sfidare il CdA con esito incerto, e non il contrario.

Pare d'altronde difficile pensare che l'obbligo del CdA di formulare proprie candidature lo svincoli dagli azionisti, particolarmente con un voto *open list* su ogni

<sup>29</sup> Non a caso, nell'unica italiana oggi riconducibile a tale modello (Prysmian), il CdA già dispone – per disposizione statutaria – del potere di formulare candidature.

singolo candidato, e ancor più intensamente con *majority voting*. A maggior ragione ciò vale se esistono azionisti forti, in grado di esercitare un controllo sulle sue proposte. In un certo senso, l'attribuzione di un ruolo più attivo al *board* incentiverebbe l'azionista "di riferimento" a convertirsi dal ruolo di *patron*, che spesso oggi ricopre pur detenendo una minoranza di azioni, a quello di *monitor* del management nell'interesse della generalità degli investitori.

Non è questa la sede per valutare approfonditamente se gli elementi dei sistemi esteri sopra evidenziati (obbligo del CdA di presentare una lista completa di candidati, voto *open list* e approvazione a maggioranza) siano già oggi importabili nelle società quotate italiane o se, come a noi appare verosimile, richiedano modifiche sostanziali della normativa oggi vigente. A noi pare che la correzione di rotta sopra delineata sia possibile, in generale, senza grosso sforzo. Peraltro, la loro compatibilità con alcuni punti del sistema italiano deve essere attentamente vagliata.

### 3.3.2. *La compatibilità con il sistema proporzionale e con quello maggioritario*

Come già osservato, il voto *closed list* ha dato luogo nelle società italiane a due modelli distinti, etichettabili rispettivamente come "maggioritario" (di gran lunga prevalente) e "proporzionale".

I sistemi esteri in esame sono fondati su presupposti scarsamente compatibili con il sistema proporzionale. Il loro obiettivo è garantire che gli amministratori siano eletti con il consenso più ampio possibile (al limite, della maggioranza degli azionisti). Viene depotenziato il ruolo dei singoli azionisti nella proposta delle candidature (normalmente rimessa al CdA) e il legame tra chi candida e chi è eletto è ulteriormente affievolito per effetto della votazione – a maggioranza – sui singoli.

Il sistema proporzionale, al contrario, mira a garantire una rappresentanza nel *board* a ciascun azionista che detenga una quota sufficiente. Il legame tra amministratori e soci che li hanno presentati ne risulta rafforzato. Questa distinzione "filosofica", più ancora delle technicalità comunque presenti, rende poco compatibile il sistema alternativo con il meccanismo proporzionale.

Il sistema sarebbe invece compatibile con il modello maggioritario. La presentazione di una lista da parte del CdA uscente è già oggi praticata da alcune società; il passaggio al voto *open list* sarebbe tecnicamente facile (anche se potrebbe richiedere interventi normativi o regolamentari); l'adozione di quorum per l'elezione non causerebbe problemi insormontabili, se non quelli relativi al rischio di stallo (su cui si dirà meglio più avanti).

### 3.3.3. *La compatibilità con la rappresentanza delle minoranze*

Il modello alternativo (*open list*, con proposta di *default* da parte del CdA e possibilmente maggioritario) può facilmente incorporare molte delle garanzie previste nel sistema italiano oggi vigente: ad esempio, oltre a prevedere la possibilità per gli

azionisti di presentare candidature alternative a quelle formulate dal CdA può prevedere una riserva di posti per consiglieri candidati dagli azionisti, eventualmente anche dagli azionisti di minoranza (ad esempio, prevedendo che una parte delle candidature proposte dal CdA siano "di *backup*" e decadano prima dell'assemblea laddove gli azionisti ne presentino di proprie); può perfino prevedere che la riserva sia a favore di candidati espressi da liste non "collegate" alla lista di maggioranza (o a chi l'ha presentata o votata).<sup>30</sup>

Esiste però un altro punto originale del sistema italiano (Belcredi-Bozzi-Di Noia 2013) con cui il modello alternativo può entrare in conflitto: la previsione di una rappresentanza in CdA per gli azionisti di minoranza. Il punto fondamentale è che, in assenza di vincoli che impediscano tale risultato, se il voto è *open list*, un azionista che detenga la maggioranza delle azioni in assemblea potrà votare ed eleggere, uno per uno, tutti i consiglieri (eventualmente presentati dal *board* uscente su sua segnalazione).

Da un certo punto di vista, ciò potrebbe essere giudicato non del tutto incoerente con le premesse filosofiche del sistema: si avrebbero candidati amministratori proposti dal *board* e votati (tutti) a maggioranza. Tuttavia, non si può negare che la presenza di rappresentanti delle minoranze sia un aspetto importante del sistema italiano attuale, che inizia – almeno nelle società maggiori – ad essere sfruttato dagli investitori istituzionali e può svolgere un ruolo di rilievo in un paese dove la tutela degli investitori è, nei fatti, generalmente considerata bassa (a causa meno della qualità della normativa che del suo scarso *enforcement*) e, di conseguenza, lo sfruttamento dei benefici privati da parte degli azionisti di controllo è considerato elevato, su base comparativa. D'altronde, recenti studi empirici paiono testimoniare dell'efficacia degli amministratori di minoranza come strumento di controllo dell'estrazione di benefici privati.<sup>31</sup> La rappresentanza delle minoranze è quindi un aspetto che difficilmente può essere abbandonato a cuor leggero.

Bisogna pertanto valutare se e in che misura il modello alternativo sia compatibile con la possibilità di eleggere amministratori di minoranza. Come si vedrà, non si presentano problemi di compatibilità particolari con la presentazione di liste da parte del CdA, esistono limitati problemi, superabili con alcuni accorgimenti tecnici, rispetto al voto *open list*, mentre si presentano problemi considerevoli riguardo all'adozione del principio maggioritario. A tale proposito si manifestano veri e propri *trade-off* che paiono risolvibili solo in base a giudizi di valore.

30 Illuminante in proposito l'esempio dell'elezione 2011 del collegio sindacale delle Assicurazioni Generali, in cui la mera richiesta di informazioni sull'eventuale presenza di collegamenti tra Mediobanca (azionista di maggioranza relativa delle Generali, con il 14,05% del capitale) e Edizione Holding (azionista di Generali con l'1% del capitale, e socio pattista di Mediobanca) ha portato al ritiro prima dell'assemblea della lista presentata da Edizione Holding; la lista poi risultata di maggioranza era stata proposta dal CdA di Generali (BELCREDI-ENRIQUES 2014).

31 Cfr. BIANCHI-CIAVARELLA-ENRIQUES-NOVEMBRE-SIGNORETTI (2014), in materia di approvazione delle procedure per le Operazioni con Parti Correlate. Più articolato il giudizio in materia di *Say-On-Pay*: cfr. BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE (2014).

### 3.3.3.1. Un (semplice) modello formalizzato

Il tema della compatibilità tra voto *open list* e rappresentanza delle minoranze può diventare tecnicamente assai complesso. Per dare concretezza all'analisi (e tenere la discussione in termini semplici) è opportuno fare riferimento a un modello semplice ma formalizzato:

- **Regola 1 (lista del CdA):** il CdA è tenuto a presentare un numero di candidature pari al numero  $N$  di amministratori da eleggere. Un numero pari o inferiore a  $X$  ( $X < N/2$ ) di tali candidati, preventivamente indicato, decade prima della votazione se sono presentate candidature dagli azionisti ai sensi della Regola 2. Il numero di candidati che decadono è funzione del numero di candidati presentati dagli azionisti (se quest'ultimo è pari o superiore a  $X$  decadono tutti gli  $X$  candidati del CdA; se è invece inferiore a  $X$ , decade un numero di candidati del CdA pari a quello dei candidati degli azionisti).<sup>32</sup>
- **Regola 2 (presentazione delle candidature):** ciascun azionista (o gruppo di azionisti) che detenga una determinata quota minima  $Y$  del capitale sociale con diritto di voto può presentare candidati in numero pari o inferiore al numero  $N$  di amministratori da eleggere.
- **Regola 3 (voto *open list*):** l'assemblea degli azionisti vota separatamente sui singoli candidati presentati secondo le Regole 1 e 2; ciascun azionista dispone di  $N$  voti, che può indirizzare su  $N$  candidati tra quelli presentati; l'azionista può attribuire uno e un solo voto per azione a ogni candidato: non può quindi cumulare i voti su un candidato,<sup>33</sup> né dirigerli su più di  $N$  candidati (frazionando i diritti di voto delle sue azioni).
- **Regola 4 (ordine di elezione):** sono eletti, nell'ordine, i candidati che ottengono il maggior numero di voti a favore, fino al riempimento dei posti disponibili, salvo quanto disposto alla Regola 5.<sup>34</sup>
- **Regola 5 (riserva alle minoranze):** un numero  $X$  di posti nel *board* è riservato a candidati presentati da azionisti. Se la maggioranza dei posti è già ottenuta da candidati presentati da un singolo azionista (o da un gruppo di azionisti legati da patto di sindacato o che comunque agiscono di concerto), gli ultimi  $X$  posti sono riservati a candidati presentati da altri azionisti non "collegati" ad esso. In ogni caso, se un azionista (o un gruppo di azionisti operanti di concerto) detiene diritti di voto superiori alla soglia dello  $Z\%$ ,<sup>35</sup> le candidature da questi presentate non concorrono,

32 Facendo riferimento al modello di *board* di molte società privatizzate (9 consiglieri, di cui 3 di minoranza), il CdA presenterebbe una lista di 6 candidati + 3 di *backup*, destinati a decadere se gli azionisti presentano loro candidature.

33 Quest'ultima previsione impedirebbe un regime di *cumulative voting*. Il *cumulative voting* è un sistema sovente adottato – soprattutto in passato – da molte società americane, ma ora in chiaro declino. Ascesa e declino del *cumulative voting* sono descritti in Gordon (1994).

34 Non si prevede, per il momento, la richiesta che i singoli candidati ottengano la maggioranza dei voti espressi. Sul punto si tornerà più avanti.

35 Ad esempio il 30%, valore che nel nostro ordinamento (in base alla normativa OPA vigente al momento in cui si scrive) è già implicitamente considerato come una probabile soglia di controllo di fatto.

in presenza di candidature di altri azionisti, all'assegnazione del numero X di posti "riservati".

Il rischio che *board* e azionisti forti operino di concerto (con il *board* che presenta la lista, concordata con l'azionista di riferimento, che aspira ad essere di maggioranza e azionisti "amici" di quello di maggioranza che presentano una lista "di minoranza") è contrastabile con una vigilanza sui collegamenti analoga a quella del sistema attuale.

Una simile legge elettorale è atta a conseguire i seguenti obiettivi:

- ruolo pivotale del CdA nel processo di elezione degli amministratori, e al contempo garanzia di un numero minimo di posti X riservato a candidature di azionisti diversi da quello di maggioranza;
- predisposizione di una "lista del CdA" che garantisca l'elezione della totalità degli amministratori in assenza di candidature degli azionisti<sup>36</sup> e, tuttavia, contenga una sezione riferita a candidati di *backup*, che verrebbero ritirati nella misura in cui gli azionisti presentassero proposte che consentissero di coprire gli X posti loro riservati;
- possibilità per la maggioranza degli azionisti e, a maggior ragione per un singolo azionista di maggioranza, di contestare le proposte del CdA fino a disattenderle completamente, eleggendo un consiglio formato integralmente da amministratori proposti dagli azionisti.

Quanto alla garanzia dell'elezione di amministratori espressi da azionisti di minoranza e/o che non vogliono essere coinvolti in un ruolo di controllo della società, il sistema delineato avrebbe effetti molto simili a quelli dell'attuale voto di lista, purché si adottino alcuni criteri applicativi di cui si dirà più oltre.

Vediamo ora quali sarebbero i plausibili effetti del sistema proposto, differenziando l'analisi in base alla struttura proprietaria.

### 3.3.3.2. *Gli effetti del modello in società a proprietà concentrata*

Dove vi è un azionista che dispone della maggioranza dei voti in assemblea è da assumere che il CdA – sul punto si tornerà in seguito – troverà modalità di coordinamento con tale azionista già in fase di selezione dei propri candidati. L'azionista forte, nella misura in cui detiene voti in entità superiore alla soglia dello Z%, non può però fagocitare i posti a disposizione delle minoranze, perché la Regola 5 previene tale eventualità.<sup>37</sup>

36 Fatta salva la fattispecie in cui il CdA propone la lista di candidati, non si assiste a proposte degli azionisti, ma in assemblea nessun azionista esprime un voto a favore dei candidati del CdA.

37 Il meccanismo non bloccherebbe, d'altro canto, la possibilità che azionisti forti, ma non di controllo, possano ottenere una loro rappresentanza di minoranza, nemmeno nel caso di una *proxy contest* fallita (nel recente caso Salini-Impregilo, l'azionista soccombente era comunque sotto la "soglia OPA" del 30%: cfr. BELCREDI-ENRIQUES 2014).

Il passaggio al sistema sopra delineato non comporterebbe sostanziali modifiche dell'assetto di potere nella maggior parte delle società italiane. Esso determinerebbe tuttavia alcuni effetti non trascurabili:

- la votazione su singoli candidati porterebbe a una maggiore responsabilizzazione in merito alla selezione di figure di adeguato spessore professionale; il vaglio preventivo da parte del CdA sarebbe infatti un passaggio non neutrale, che favorirebbe scelte motivate nei confronti della generalità degli investitori.
- supponendo che, come oggi, la disciplina sia completata da una riserva di posti per amministratori indipendenti, il voto potrebbe fornire segnali su quanto i candidati qualificati come indipendenti siano considerati effettivamente tali dalla generalità degli azionisti.
- i meccanismi di *signaling* sopra evidenziati non vanno sottovalutati: in altri campi (come il *Say-on-Pay*) essi sono il rationale principale della regolamentazione. Essi risulterebbero ancor più efficaci, in questo caso, poiché il modello delineato consente di esprimere (s)fiducia in modo differenziato sui singoli candidati, potenziando gli effetti reputazionali.
- le possibilità di scelta degli azionisti di minoranza risulterebbero accresciute, in quanto sarebbe possibile indirizzare il voto su candidati tratti da diverse liste.

Resterebbe tuttavia un problema: l'azionista di maggioranza, impedito a presentare candidature per gli X posti riservati alle minoranze dalla Regola 5, potrebbe tuttavia votare per l'assegnazione di tali posti, scegliendo – di fatto – i candidati di minoranza più graditi. La scelta tra i candidati di minoranza non sarebbe più effettuata autonomamente dagli azionisti di minoranza, come invece accade nel regime attuale.

Tale problema è tuttavia suscettibile di mitigazione tramite opportuni accorgimenti. In questa sede ci si limita a segnalare, a titolo di esempio, una possibile contromisura, consistente nella modifica della Regola 3, al fine di includere una disposizione ben nota alla dottrina commercialistica italiana e considerata del tutto lecita:<sup>38</sup>

– **Regola 3a (voto *open list*)**: l'assemblea degli azionisti vota separatamente sui singoli candidati presentati secondo le Regole 1 e 2; ciascun azionista dispone di di (N-X) voti, che può indirizzare su (N-X) candidati tra quelli presentati;<sup>39</sup> l'azionista può attribuire uno e un solo voto per azione a ogni candidato: non può quindi cumulare i voti su un candidato, né dirigerli su più di (N-X) candidati (frazionando i diritti di voto delle sue azioni).

La disposizione così riformulata (si sono sottolineate le parti mutate rispetto alla versione precedente) – accompagnata da disposizioni che vincolino a un

38 Si veda in proposito CASELLI (1991), pp. 21-22.

39 Almeno nel caso in cui si assista alla presentazione di candidature per i posti riservati alle minoranze; la previsione di lasciare all'azionista N voti se si assiste alla presentazione di una sola lista servirebbe a eliminare la possibilità che, in questo caso, alcuni candidati non ricevano nemmeno un voto.

comportamento unitario anche le parti correlate all'azionista di maggioranza – ridurrebbe drasticamente la probabilità che l'azionista di maggioranza interferisca nella scelta tra candidati di minoranza alternativi; per farlo, infatti, dovrebbe abbandonare il sostegno a uno o più dei candidati proposti dal CdA, rischiando – grazie al meccanismo *open list* – di favorire l'elezione di un numero di amministratori di minoranza superiore al numero X loro riservato.

In alternativa, qualora il correttivo proposto fosse ritenuto insufficiente, è possibile pensare a un'applicazione del modello alternativo nelle sole società prive di azionisti di controllo (dove nessun socio detiene più dello Z% dei diritti di voto), lasciando immutato il regime attuale negli altri casi. In tal modo si otterrebbero due effetti desiderabili: da un lato, i candidati presentati dall'azionista di riferimento (ma non di controllo) sarebbero comunque esposti al rischio di essere battuti dal voto congiunto degli altri azionisti (tra cui un ruolo determinante potrebbe essere ricoperto dagli investitori istituzionali) (il punto è ulteriormente analizzato più avanti); dall'altro, sarebbe possibile intervenire "chirurgicamente" sulle sole società dove è maggiore il rischio che azionisti che detengono quote rilevanti ma non di controllo conseguano un potere sproporzionato rispetto alla quota da essi detenuta.

#### *3.3.3.3. Gli effetti del modello in società a proprietà frazionata*

Nelle società ad azionariato frazionato il tema delle garanzie a favore delle minoranze è più complesso. Prima di affrontarlo, però, è bene rimarcare alcuni effetti notevoli che il sistema delineato produrrebbe in queste società:

- anzitutto, l'attribuzione al CdA del dovere di presentare una lista completa di candidature preverrebbe il manifestarsi di situazioni di potenziale stallo che l'esperienza ha dimostrato essere tutt'altro che implausibili, data la crescente frammentazione dell'azionariato nel nostro Paese (Bianchi-Bianco 2006);
- si porrebbero le condizioni per cui, almeno in assenza di un azionista di controllo, il centro decisionale ultimo della società sia davvero il CdA, se legittimato dal consenso della maggioranza degli azionisti, e non uno o più soci largamente minoritari; il tema assume particolare rilievo allorché la maggioranza del capitale sia in mano a soggetti – investitori istituzionali, *money manager* ecc. – che per varie ragioni<sup>40</sup> non intendono esprimere la maggioranza degli amministratori;
- si renderebbe più agevole, rispetto a quanto oggi accade, la contendibilità della posizione di potere del CdA o dell'azionista (rilevante ma non di maggioranza) che oggi lo esprime, in quanto la maggioranza degli azionisti potrebbe eleggere una maggioranza di amministratori tratti da una pluralità di candidature di azionisti non portatori di un progetto di controllo della società. Si pensi al caso in cui vi siano 10 posizioni da assegnare, e oltre ai 10 candidati proposti dal CdA

<sup>40</sup> Ad es. per ragioni regolamentari, per evitare conflitti d'interesse o, ancora, per evitare il rischio che il loro comportamento sia considerato alla stregua di un'azione di concerto diretta a prendere il controllo della società, con conseguente obbligo di OPA (BELCREDI-ENRIQUES 2014).



vi siano tre differenti – e non collegati – gruppi di azionisti, ciascuno dei quali presenta 2 candidati; in un sistema *open list*, tutti gli azionisti che lo ritenessero opportuno potrebbero votare a favore dei 6 candidati proposti dagli azionisti, rendendo possibile una maggioranza di amministratori non proposti dal CdA. Al contrario, con l'attuale voto *closed list*, il singolo azionista dovrebbe scegliere se indirizzare il proprio voto sulla lista del CdA o su una sola delle liste di minoranza (composta ciascuna da 2 candidati), con la conseguenza che la lista del CdA (ovvero dell'azionista di maggioranza relativa) gode di una posizione di vantaggio difficilmente contendibile.

Resta da esaminare, anche nelle società ad azionariato frazionato, la tematica delle garanzie offerte a tutela dell'effettiva presenza di rappresentanti delle minoranze. A tale proposito va osservato, anzitutto, che sarebbe possibile implementare le stesse contromisure sopra identificate per le società ad azionariato concentrato: dal monitoraggio di eventuali collegamenti tra liste alla Regola 3 modificata, che limita a  $(N-X)$  i voti associati a ogni azione per l'elezione degli amministratori. Il monitoraggio dei collegamenti sarebbe relativamente più difficile, data la minor entità dei diritti di voto posseduti da eventuali azionisti forti, ma – come già osservato – non paiono sussistere ostacoli insormontabili (o comunque non superiori a quelli oggi esistenti).<sup>41</sup>

Piuttosto, in una società ad azionariato totalmente frazionato, la disponibilità di  $(N-X)$  voti per azione, ossia di un numero di voti inferiori a quello dei posti a disposizione, avrebbe per altri versi scarsa giustificazione, e potrebbe addirittura mettere in dubbio l'elezione di amministratori nel numero richiesto.<sup>42</sup> Inoltre, essa precluderebbe ogni ipotesi di adozione del *majority voting*, come si dirà più oltre. La desiderabilità della presenza generalizzata di una simile regola resta quindi oggetto, perlomeno, di elementi di dubbio.

### 3.3.4. La compatibilità del majority voting e i suoi limiti

Le Regole 3a) e 4) delineaano un sistema di *plurality voting* "secco", che continuerebbe a manifestare elementi di differenza rispetto a quelli prevalenti in Regno Unito, Germania e Francia, e in via di affermazione negli Stati Uniti. L'accoglimento del *plurality voting* nell'insieme di regole precedentemente delineate come "schema di base" è riconducibile a tre ordini di ragioni.

In primo luogo, appare problematico pensare all'adozione del *majority voting* "secco" oggi applicato nei sistemi europei considerati, poiché esso, sommato al ruolo

41 Si ricordi il riferimento al caso Edizione Holding-Generali. Tra l'altro, l'autorità di vigilanza potrebbe continuare ad utilizzare, al fine di valutare eventuali collegamenti, le informazioni derivanti dall'osservazione delle elezioni precedenti: l'azionista, o i membri della coalizione di azionisti, che hanno nominato la maggioranza del CdA uscente sarebbero naturali candidati ad essere considerati "collegati" al CdA medesimo.

42 Se ad esempio, con 9 posti da coprire, ciascun azionista dispone di 6 voti, nulla impedisce che alcuni posti restino scoperti, magari semplicemente perché tutti gli azionisti, in assenza di un criterio di preferenza, spendono il proprio voto sui primi candidati chiamati. Analogamente a oggi, tali problemi sono risolvibili attraverso il "ricorso al popolo sovrano", ossia a una seconda fase di votazione in assemblea, in cui possono essere ripresentati i candidati non eletti nella prima fase, o la votazione su candidature nuove, presentate direttamente in assemblea.

attivo del CdA, costringe gli azionisti, come si è detto, a una scelta "prendere o lasciare" e crea l'incentivo a "non disturbare il manovratore" per evitare il rischio di stallo decisionale.

In secondo luogo, il *majority voting* "secco" non è applicabile, per definizione, per l'elezione di candidati delle minoranze. La sua adozione porterebbe, quasi inevitabilmente, a una segmentazione, non necessariamente desiderabile, tra elezione degli amministratori in generale ed elezione dei candidati di minoranza, che avverrebbero secondo regole diverse. A tale proposito, si può inoltre richiamare l'importante clausola proposta per garantire l'effettiva rappresentanza delle minoranze (la limitazione a (N-X) dei diritti di voto legati a ciascuna azione). Se questa clausola è presente, il *majority voting* è problematico, poiché non garantisce *ex-ante* che un numero di candidati sufficiente (ossia pari al numero dei posti da coprire) ottenga voti pari alla maggioranza assoluta delle azioni votanti;<sup>43</sup> di conseguenza, il mancato raggiungimento della maggioranza non sarebbe interpretabile automaticamente come dissenso verso la nomina di uno specifico amministratore.

In terzo luogo, anche un regime di *majority voting* derogabile, analogo a quello dell'esperienza americana – cioè con *switch* automatico al *plurality voting* in caso di pluralità di candidature – crea problemi di coordinamento con la previsione di una riserva di posti ai candidati degli azionisti. Tali problemi sono suscettibili di trattazione, come si evidenzia nel seguito, e quindi lo "schema di base" fin qui delineato può essere integrato per includere tale regime. Come si vedrà, la tematica introduce però elementi di complessità<sup>44</sup> che risultano difficilmente risolvibili con regole uguali per tutte le società. Le regole necessarie per l'introduzione del *majority voting* "all'americana" avrebbero quindi una caratteristica differente rispetto a quelle dello "schema di base", nel senso che queste ultime si presterebbero – ammesso che ciò sia ritenuto desiderabile (sul punto si tornerà in seguito) – a delineare un regime normativo generalizzato, mentre le prime dovrebbero essere probabilmente lasciate all'autonomia societaria, eventualmente guidata da principi di *best practice*.

Si supponga, quindi, di rivedere la Regola 4 per inserire un *majority voting* analogo alla formulazione prevalente negli Stati Uniti:

**- Regola 4a (ordine di elezione): i candidati presentati dal CdA risultano eletti solo se ottengono la maggioranza assoluta degli azionisti presenti; se gli azionisti**

43 Se i posti in gioco sono 9, di cui 3 riservati a candidati degli azionisti (eventualmente di minoranza), ogni azione disporrebbe di 6 voti, da distribuire su altrettanti candidati. Pertanto, in caso di elezione *uncontested* (con una sola lista di 9 candidati presentata dal CdA, ovvero con una lista del CdA da 6+3 candidati – gli ultimi dei quali, di *backup* – e una lista di 3 candidati presentata da azionisti), se gli azionisti distribuissero in modo uniforme i loro voti su tutti i candidati, ciascuno di essi riceverebbe i 2/3 dei voti. Se gli azionisti, agendo in modo non coordinato, concentrassero i loro voti sui primi 6 candidati nella lista del CdA, essi riceverebbero il 100% dei voti e gli ultimi 3 (ovvero quelli nella lista degli azionisti) nemmeno un voto. Il punto è che la clausola proposta riduce la dimensione della "torta" di voti da dividere tra i candidati. Il problema è destinato inevitabilmente ad acuirsi in caso di elezione *contested* (se il numero di candidati è superiore al numero di posti in lizza).

44 Gli elementi di complessità derivanti dal tentativo di innestare il *majority voting* "all'americana" in un sistema che prevede una riserva di posti per i candidati degli azionisti, si aggiungono a quelli già intrinseci a tale regime e relativi, soprattutto, ai processi innescati dalla mancanza di un voto positivo degli azionisti su uno o più amministratori: già nell'esperienza americana, infatti, si osserva una pluralità di soluzioni concrete, che paiono difficilmente gestibili se non a livello di statuti e regolamenti del CdA delle singole società.

presentano candidature, si torna al regime di *plurality voting*: sono eletti, nell'ordine, i candidati che ottengono il maggior numero di voti a favore, fino al riempimento dei posti disponibili, salvo quanto disposto alla Regola 5.

La presentazione di candidature di minoranza determinerebbe il passaggio automatico al *plurality voting*, a prescindere dal fatto che sia o no espressiva di elementi di contestazione delle scelte del CdA; si avrebbe, pertanto, la conseguenza paradossale che l'esercizio di una facoltà posta a tutela degli azionisti non coinvolti nel controllo renderebbe più difficile la contendibilità della posizione di chi pro-tempore tale controllo detiene.

Appare allora sensata una diversa formulazione del *majority voting* "all'americana":

- **Regola 4b (ordine di elezione)**: se gli azionisti presentano candidature in numero pari o inferiore al numero X di posti ad essi riservati, l'elezione è considerata *uncontested*.<sup>45</sup> I primi (N-X) candidati presentati dal CdA risultano eletti solo se ottengono la maggioranza assoluta degli azionisti presenti; per la quota riservata X sono eletti, nell'ordine, i candidati proposti dagli azionisti che ottengono il maggior numero di voti a favore,<sup>46</sup> fino al riempimento dei posti disponibili, salvo quanto disposto alla Regola 5. Se l'elezione rispetto alla quota (N-X) non riservata è *contested*, si torna al *plurality voting*.

Una regola di questo tipo permetterebbe alla maggioranza degli azionisti di manifestare in modo incisivo il loro eventuale dissenso rispetto alle scelte del CdA senza, per questo, pregiudicarne la facoltà di nominare propri rappresentanti, limitatamente a posizioni di minoranza. L'applicabilità e l'efficacia di tale regola sono evidenti se i candidati degli azionisti sono in numero pari o inferiore ai posti ad essi riservati. Ma che accadrebbe se il numero di candidature fosse superiore?

La risposta più immediata pare essere che, a questo punto, si dovrebbe passare a un regime di *plurality voting*. Si è del resto già osservato che, in questo caso, si potrebbe presentare l'interessante situazione di una maggioranza del CdA composta da amministratori proposti da diversi azionisti, ciascuno dei quali non intende esercitare il controllo; non pare quindi una fattispecie che dovrebbe essere considerata con riprovazione.

Vi è però un ulteriore aspetto da considerare. Può accadere che diversi gruppi di azionisti di minoranza, operando in modo non coordinato, propongano un numero di candidati superiore a quello dei posti riservati, pur avendo semplicemente l'obiettivo di concorrere ai posti loro riservati, e senza alcun intento di proporre l'elezione di propri candidati in sostituzione di candidati del CdA. L'esigenza di rispettare la libertà degli azionisti quanto alla corretta interpretazione delle proprie proposte potrebbe allora portare a modificare la Regola 2.

45 La nomina di amministratori degli azionisti, infatti, non sarebbe interpretabile come una "sconfitta" del CdA.

46 Eventualmente, come oggi, a condizione che abbiano ricevuto voti almeno pari a una soglia W definita nello statuto. Se qualche candidato non riceve voti sufficienti, vari meccanismi sono proponibili per colmare i posti non coperti.

- **Regola 2a (presentazione delle candidature):** ciascun azionista (o gruppo di azionisti) che detenga una determinata quota minima Y del capitale sociale con diritto di voto può presentare candidati in numero pari o inferiore al numero N di amministratori da eleggere. Gli azionisti possono ritirare le candidature fino a una certa data prima dell'assemblea.

Si tratta di una previsione minimalista e in linea con la prassi vigente, che consente agli azionisti di revocare le proprie proposte – tenuto conto che essi potrebbero trovarsi coinvolti contro la loro volontà in una situazione suscettibile di destabilizzare un CdA che invece intendono sostenere.

In alternativa, si potrebbe modificare la Regola 2 in modo più penetrante.

- **Regola 2b (presentazione delle candidature):** ciascun azionista (o gruppo di azionisti) che detenga una determinata quota minima Y del capitale sociale con diritto di voto può presentare candidati in numero pari o inferiore al numero N di amministratori da eleggere. Gli azionisti sono tenuti a qualificare se i candidati concorrono per la sola quota riservata (X) ovvero si pongono anche in concorrenza con quelli (N-X) non di backup proposti dal CdA.

La Regola 2b segmenta il processo di elezione degli amministratori. Gli azionisti dovrebbero qualificare le candidature, indicando se siano indirizzate a competere anche con quelle del CdA ovvero solo per i posti riservati agli azionisti;<sup>47</sup> un azionista o gruppo di azionisti in possesso del quorum previsto potrebbe formulare candidature valide per ambedue gli scaglioni, o solo per la quota riservata. In sede di assemblea, avrebbe luogo prima l'elezione dei candidati ai posti non riservati agli azionisti, al termine della quale sarebbe proclamato un primo scaglione di (N-X) amministratori; si passerebbe quindi all'elezione della quota X riservata agli azionisti. Ciò consentirebbe di mantenere la Regola 4b che prevede il ricorso al *majority voting* laddove gli azionisti non presentino candidature per i posti non riservati (e quindi l'elezione del primo scaglione sia *uncontested*). Per i posti riservati si utilizzerebbe invece sempre il *plurality voting*.

Problematico è cercare di mantenere il *majority voting* dove l'elezione del primo scaglione sia *contested*, ossia quando gli azionisti non siano soddisfatti di uno o più candidati (al limite di tutti) presentati dal *board*. Mantenere il *majority voting* in una elezione *contested* (che avvenga secondo modalità *open*, ovvero *closed list*) fa diventare concreto il rischio di stallo, soprattutto se vige la Regola che limita a (N-X) i diritti di voto collegati a ciascuna azione. D'altro canto, tornare ad attribuire N diritti di voto a ciascuna azione incrementa il rischio che azionisti di maggioranza influenzino indebitamente la scelta degli amministratori di minoranza.

Insomma, il principio maggioritario non appare sempre compatibile con l'adozione di un meccanismo *open list* combinato con un'efficace rappresentanza

47 In prima approssimazione non si individuano controindicazioni evidenti alla presentazione di candidature che valgano per entrambi i segmenti della votazione; in tal caso apparirebbe logico prevedere che i candidati degli azionisti non eletti nel primo segmento – in competizione con i candidati del CdA – competano poi nel secondo – quello riservato ai candidati degli azionisti.

delle minoranze azionarie. Esiste un *trade-off* tra le varie finalità; solo in base a giudizi di valore è possibile dire se sia preferibile perseguire l'uno o l'altro obiettivo, a costo di sacrificare – in tutto o in parte – qualche altra finalità.

### 3.4 La scelta dello strumento di *policy* più opportuno

Nell'ipotesi che i lineamenti di fondo del sistema proposto siano ritenuti meritevoli di essere promossi, ci sono più vie, dotate di diversa forza, affinché questo accada, e cioè:

- (a) l'emanazione di una normativa inderogabile che preveda: (i) il dovere del CdA di presentare una lista completa di candidati e la facoltà di presentare candidature da parte degli azionisti; (ii) il voto *open list* da parte dell'assemblea; (iii) una riserva di posti a favore di candidature provenienti dagli azionisti di minoranza;
- (b) il ridisegno della normativa in modo tale che il sistema proposto sia la soluzione di *default*, adottata in assenza di espressa deroga statutaria. Anche in tal caso, verosimilmente, sarebbe necessario prevedere alcuni elementi inderogabili, come ad esempio la riserva di posti alle candidature degli azionisti nonché la non escludibilità, da parte degli statuti societari, della presentazione di candidature da parte del CdA;
- (c) la raccomandazione del sistema qui proposto come soluzione di *best practice*, che le società potrebbero non adottare, peraltro su base *comply-or-explain*;
- (d) il mero rinvio all'autonomia statutaria affinché ciascuna società scelga il modello più adatto alla propria specifica situazione.

L'espressione di una preferenza tra le alternative delineate dipende da un giudizio di valore. Peraltro, in questa sede possono essere messi in luce alcuni aspetti di rilievo ai fini di un eventuale dibattito in materia.

Anzitutto, è verosimile che, anche nelle soluzioni (a) e (b), un eventuale intervento normativo cogente riguarderebbe solo i lineamenti fondamentali del sistema. Molti aspetti dovrebbero comunque essere rinviati alla normativa secondaria (regolamentazione Consob) e/o all'autonomia statutaria. Alla normativa secondaria andrebbero rinviate, almeno, le regole dirette ad evitare interferenze con l'elezione degli amministratori di minoranza da parte di soggetti collegati con l'azionista di maggioranza e/o con il CdA. All'autonomia statutaria potrebbero verosimilmente essere lasciati aspetti come i diritti di voto (N-X) collegati ad ogni azione e l'eventuale introduzione del *majority voting*, con la connessa individuazione delle previsioni applicabili nel caso di mancanza di maggioranza assoluta da parte dei candidati del CdA in un'elezione *uncontested*.

Un secondo punto cui merita accennare è che la strada della libertà statutaria presenta pro e contro. Tra i pro va sottolineata la possibilità di adattare il sistema elettorale alle caratteristiche della singola società; da un punto di vista economico, infatti, non è individuabile un sistema elettorale chiaramente preferibile

in ogni situazione. Tra i contro va menzionato il fatto che un'illimitata libertà statutaria potrebbe risultare costosa per gli operatori e complessa da gestire quanto alle inevitabili esigenze di regolamentazione e monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, soprattutto se il sistema accoglie tra i suoi obiettivi la tutela degli azionisti di minoranza.

Una completa liberalizzazione delle scelte delle società porterebbe infatti rapidamente a una proliferazione dei possibili modelli di governance, tanto più che le società potrebbero adottare una notevole gamma di altre regole (qui non considerate), che potrebbero complicare notevolmente il quadro. Sulla possibilità di modelli "ibridi", che mantengano alcuni elementi del sistema oggi in vigore e li combinino con altri di cui si è qui discusso, si tornerà nel paragrafo successivo. Merita comunque porre subito la questione se non sia preferibile restringere la scelta a un numero limitato di standard applicabili – ad esempio il voto *open vs. closed list* – di cui si possa analizzare la concreta modalità di utilizzo.

Se è concesso a chi scrive di esplicitare un singolo giudizio di valore, suggeriremmo di considerare con particolare attenzione la necessità che sia il CdA a presentare le candidature, per lo meno quando nessun azionista possieda diritti di voto oltre una certa soglia. È infatti esperienza storica che nel nostro paese si è dimostrato infattibile il modello della società per azioni in grado di trovare al suo interno vitalità e capacità di programmazione strategica, senza appoggiarsi da un lato, ed essere condizionata dall'altro, a/da un azionista di riferimento che si riserva una serie di decisioni strategiche e le elabora al di fuori degli organi sociali. Invece il modello in cui il CdA è l'apice effettivo delle scelte gestionali prevale tra le società di maggiore dimensione, sia in paesi in cui la *public company* è statisticamente prevalente – come Stati Uniti, Regno Unito e in larga parte Giappone – sia nei paesi europei continentali – in cui molte società sono controllate da azionisti forti. In entrambi i sistemi, inoltre, le *public companies* di maggiore dimensione sono gli elementi trainanti del sistema-paese per capacità di innovazione tecnologica e proiezione internazionale. Se si pone mente ai punti deboli del nostro – pur ricco di altri punti di forza – sistema di imprese, riteniamo che questo punto vada attentamente considerato.

#### 3.4.1. La fattibilità di regimi "ibridi"

Un ultimo punto meritevole di riflessione è la possibilità di adottare sistemi elettorali "ibridi", che uniscano elementi dei due modelli fin qui contrapposti (*nomination* da parte del CdA e voto *open list vs. iniziativa* degli azionisti e voto *closed list*).

Anzitutto, si può considerare un modello che preveda voto *closed list* e candidature formulate dal CdA. Tale modello rafforzerebbe la posizione del CdA nei confronti degli azionisti (salvo che dove esiste un azionista di controllo). Il meccanismo *closed list* costringe gli azionisti a un'alternativa "prendere o lasciare" e comprime eccessivamente il loro diritto di esprimersi sulla gestione societaria. Inoltre, il modello pare incompatibile con il *majority voting*, salvo che dove sia prodotta solo

la lista del CdA. Solo in questa fattispecie, infatti, il mancato raggiungimento della maggioranza può essere considerato un voto "di sfiducia"; negli altri casi, tale esito potrebbe essere frutto del frazionamento dei voti su più liste, pur in assenza di intenti polemici nei confronti dell'attuale gestione.

Più interessante è un modello che preveda il voto *open list* senza obbligare il CdA a presentare candidature. Il voto *open list* indurrebbe i proponenti a valutare approfonditamente il profilo dei candidati (e/o il rischio di conflitti d'interesse), per evitare manifestazioni di dissenso evidenti o la bocciatura di candidati ritenuti "impresentabili".<sup>48</sup> Il sistema pare, inoltre, compatibile con il *majority voting*, a patto di segmentare la votazione sui candidati che si presentano per i due scaglioni ("non riservato" vs. "riservato" agli azionisti di minoranza).

Tale sistema porterebbe, peraltro, a un minore affrancamento del CdA dall'influenza di azionisti "di riferimento" ma non di controllo. Sarebbe quindi importante, per limitarne il potere, accogliere il *majority voting*. Nel caso in cui i candidati dell'azionista "di riferimento" non ottenessero la maggioranza, potrebbe rientrare in gioco il potere discrezionale del CdA se, come appare probabile alla luce dell'esperienza americana, esso assumerebbe un ruolo importante dopo un voto "di sfiducia" degli azionisti.

## 4 Conclusioni

In questo scritto si sono svolte considerazioni su alcune evoluzioni che paiono auspicabili per il modello di governo societario delle società quotate italiane. In sintesi, le proposte formulate prevedono: a) l'eliminazione dalla legge dei requisiti di indipendenza a valutazione "discrezionale" e il ritorno a un sistema in cui l'indipendenza è rimessa all'autodisciplina, cui possono eventualmente essere collegate conseguenze legali o regolamentari, sulla falsariga del Regolamento OPC; b) il trapianto nel sistema italiano di elementi dei regimi di elezione degli amministratori prevalenti in alcuni paesi finanziariamente evoluti; si allude, in particolare, all'attribuzione al CdA (e al comitato nomine) di un ruolo attivo nella formulazione delle candidature, al voto su singoli candidati anziché per liste chiuse e, eventualmente, al voto a maggioranza. Si è argomentato che tali proposte, oltre ad essere desiderabili per ragioni discusse a lungo nei paragrafi precedenti, non presentano problemi insormontabili di compatibilità – salvo, parzialmente, il voto a maggioranza – con i punti-cardine dell'ordinamento italiano.

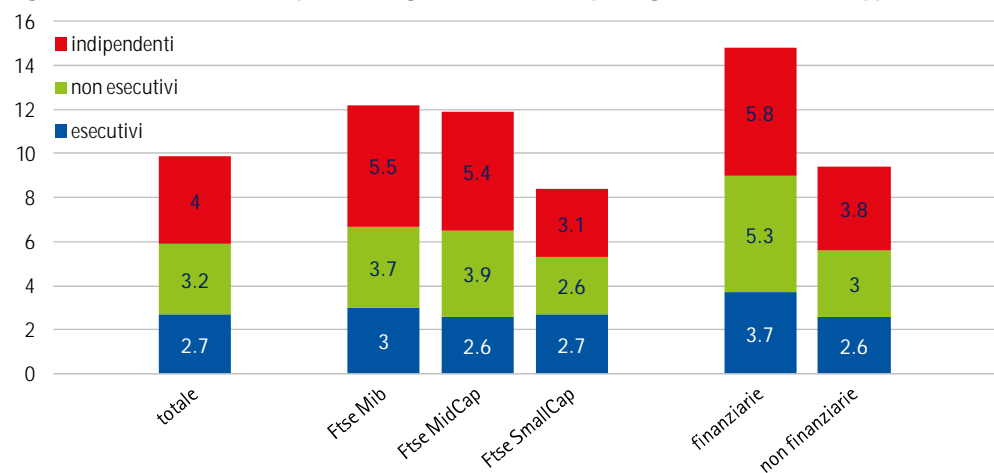
Certamente, le considerazioni qui svolte non rappresentano una riflessione completa sulle tematiche sollevate, le cui ramificate implicazioni meritano un più approfondito esame. Si pensi solo alla rilevanza di un particolare solo apparentemente secondario del processo di elezione degli amministratori, e cioè il *timing* con cui le candidature devono essere rese note agli azionisti. Un ordinato sistema, che permetta agli azionisti da un lato la possibilità di contestare le scelte del

48 Si veda in proposito anche ENRIQUES (2014).

CdA, e dall'altro di tenere conto della presentazione di candidature alternative, dovrebbe probabilmente prevedere un primo termine di presentazione della lista del CdA, un successivo termine per le eventuali presentazioni di candidature da parte degli azionisti, e un ultimo termine entro cui gli azionisti potrebbero eventualmente ritirare le candidature presentate.

A noi pare che le considerazioni, pur perfettibili, svolte nei precedenti paragrafi possano costituire un'utile base di riflessione per studiosi, operatori e *policy-makers*, specialmente in un momento in cui sono riscontrabili, da un lato, una ripresa del fenomeno delle *IPOs* e, possibilmente, del processo di privatizzazione delle imprese a proprietà pubblica (l'offerta di regole di governance appetibili per gli investitori internazionali è, anzitutto, nell'interesse del soggetto che, attraverso la vendita delle azioni, intende raccogliere nuovi capitali o smobilizzare parte del proprio investimento); dall'altro, una notevole effervescenza dell'attività legislativa, con particolare attenzione per innovazioni che impattano gli equilibri di governance (basti accennare alla possibilità di attribuire diritti di voto maggiorati agli azionisti che detengano i titoli per un periodo almeno biennale; alla reintroduzione delle azioni a voto multiplo, ostracizzate per quasi 40 anni; alla possibilità di introdurre *cap* ai diritti di voto oltre una determinata soglia di possesso azionario; alla possibilità di modificare in misura significativa la "soglia OPA"). Ci sarà tempo di riprendere e approfondire tali temi se, come speriamo, le nostre proposte troveranno attenzione nel dibattito.

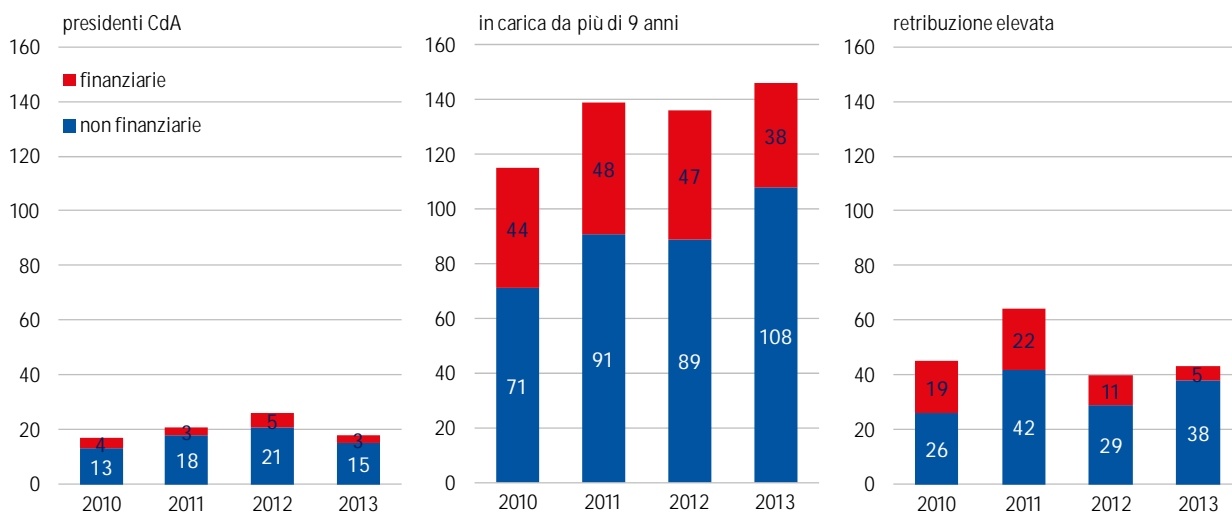
**Figura 1 – Numero medio e qualifica degli amministratori per segmento e settore di appartenenza**



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli (2013).



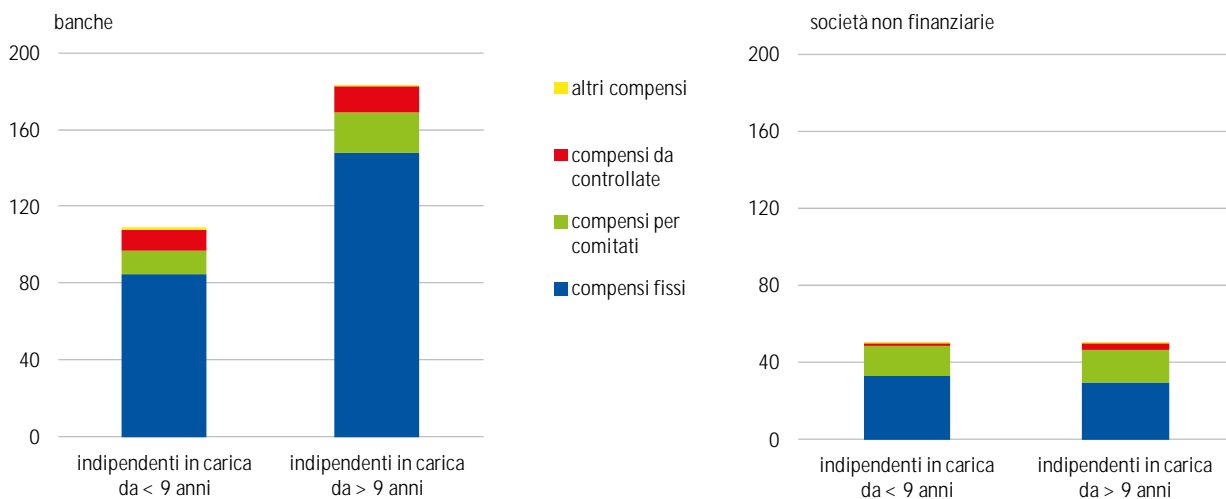
**Figura 2 – Numero totale di amministratori indipendenti "da Codice" a rischio, a causa di diversi fattori (2010-2013)**



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli (2013).

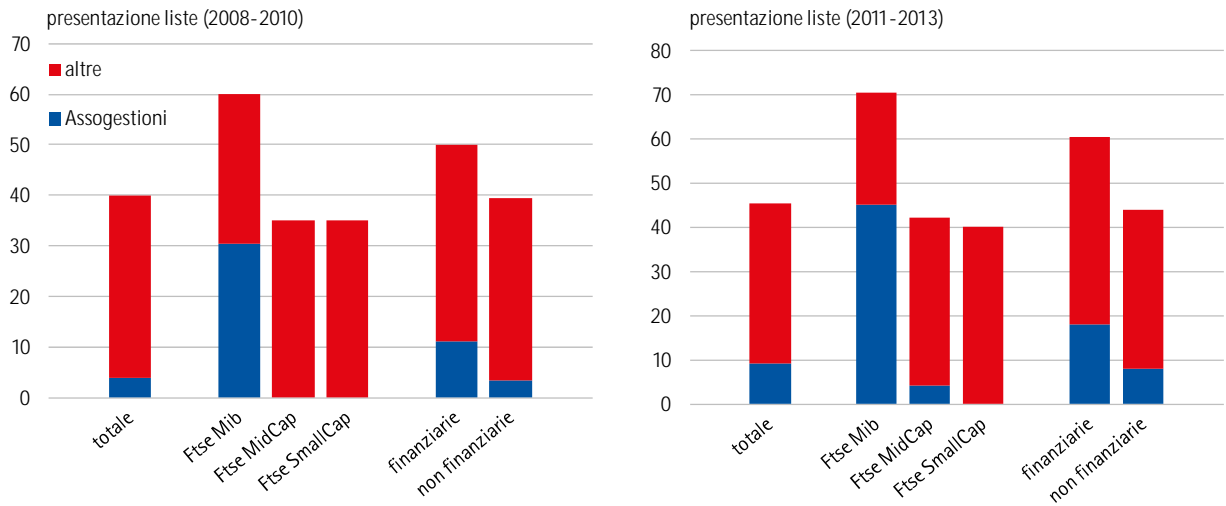
**Figura 3 – Compensi degli amministratori indipendenti secondo la durata in carica (migliaia di euro)**

composizione dei compensi totali (*non equity-based*) percepiti dagli amministratori indipendenti con distinzione tra banche e società non finanziarie



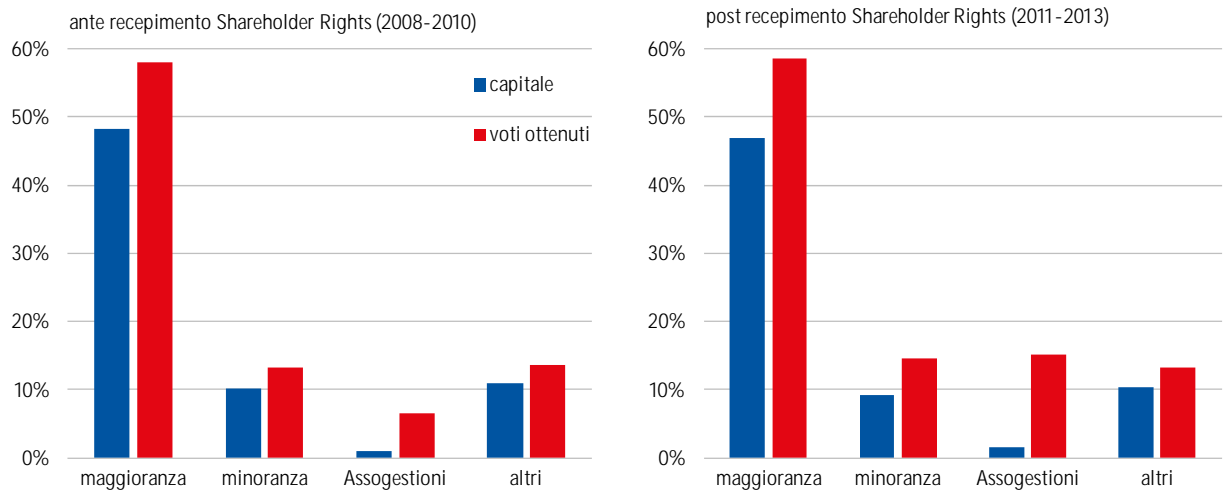
Fonte: Assonime-Emittenti Titoli (2013).

**Figura 4 – Società dove sono state presentate liste di minoranza, per segmento, settore e anni (dati %)**  
 Con distinzione tra liste presentate da investitori istituzionali sotto l'egida di Assogestioni e altre liste



Fonte: Ns. Elaborazioni su verbali assembleari.

**Figura 5 – Capitale detenuto da chi ha presentato le liste e voti ottenuti, per anni (dati %)**  
 Con distinzione tra liste di maggioranza e di minoranza (distinte poi tra liste Assogestioni e altre)



Fonte: Ns. Elaborazioni su verbali assembleari.

# Bibliografia

- Allen, C.H. 2007. Study on Majority Voting in Director Elections. *Working paper*, disponibile al sito: [www.ngelaw.com](http://www.ngelaw.com).
- Alvaro, S., Mollo, G. & Siciliano, G. 2012. Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione di società quotate. *Quaderno Giuridico Consob n. 1/2012*.
- Assonime – Emittenti Titoli 2013. La corporate governance in Italia. Autodisciplina e remunerazioni. *Note & Studi n.12/2013*, disponibile al sito: [www.assonime.it](http://www.assonime.it).
- Belcredi, M. 2005. Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni. *Rivista delle Società*, 50: 853-878.
- Belcredi, M., Bozzi, S., Ciavarella, A. & Novembre, V. 2014. Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy. *Quaderno di Finanza Consob n.76/2014*.
- Belcredi, M., Bozzi, S. & Di Noia, C. 2013. Board elections and shareholder activism: The Italian experiment, in Belcredi, M. & Ferrarini, G. Boards and shareholders in European listed companies: Facts, context and post-crisis reforms. *Cambridge University Press*, 365-421.
- Belcredi, M. & Enriques, L. 2014. Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy, *ECGI Law Working paper n.225/2013*, in corso di pubblicazione in Thomas, R. & Hill, J. Research Handbook on Shareholder Power, *Edward Elgar*.
- Bianchi, M. & Bianco, M. 2006. Italian corporate governance in the last 15 years. From pyramids to coalitions? *ECGI Finance Working Paper no. 144/2006*.
- Bianchi, M., Enriques, L., Ciavarella, A., Novembre, V. & Signoretti, R. 2014. Regulation and self-regulation of related-party transactions in Italy. An empirical analysis. *ECGI Finance Working paper n. 415/2014*.
- Caselli, G. 1991. Vicende del rapporto di amministrazione, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo, G.E. & Portale, G.B., *Utet*, vol. 4., parte I, 3-103.
- Donald, D.C. 2004. The nomination of directors under U.S. and German law. *Working paper no.21*. Institute for Law and Finance, Johann-Wolfgang Goethe-University.
- Enriques, L. 2014. La carica dei fondi in assemblea? Positiva, ma si può fare di più. Ecco come, *Corriere della Sera, inserto Corriere Economia*, 26 maggio, 13.

- Enriques, L., Hansmann, H.B. & Kraakman R. 2009a. The basic governance structure: The interests of shareholders as a class, in Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H.B., Hertig, G., Hopt, K.J., Kanda H.& Rock E.B. *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, 2nd edition, *Oxford University Press*: 55-88.
- Enriques, L., Hansmann, H.B. & Kraakman R. 2009b. The basic governance structure: Minority shareholders and non-shareholder constituencies, in Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H.B., Hertig, G., Hopt, K.J., Kanda H.& Rock E.B. *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, 2nd edition, *Oxford University Press*: 89-114.
- Ertimur, Y., Ferri, F. & Oesch, D. 2014. Does the director election system matter? Evidence from majority voting, in corso di pubblicazione su *Review of Accounting Studies*.
- Gordon, J. N. (1994). Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting, *Columbia Law Review* 94: 124-192.
- Sjostrom, Jr., W.K. & Kim, Y.S. 2007. Majority voting for the election of directors. *Connecticut Law Review* 40: 459-510.

# Vigilanza, gestione dei rischi e responsabilità degli amministratori

Carlo Amatucci<sup>(\*)</sup>

## 1 La crisi finanziaria e la cattiva gestione dei rischi da parte dell'organo amministrativo delle società quotate

Nelle principali economie occidentali ai consigli di amministrazione delle società quotate<sup>1</sup>, in particolare delle banche e delle imprese di investimento protagoniste della crisi finanziaria, viene imputata l'assunzione di rischi eccessivi – favorita anche dalla creazione di particolari sistemi di remunerazione – e, soprattutto, la loro cattiva gestione.

Nella letteratura americana ROBERT MILLER ha denunciato i “*significativi cedimenti registrati dai sistemi di gestione dei rischi di tali imprese*”<sup>2</sup>, alcune delle quali addirittura prive di tali sistemi. Più recentemente, nel suo approfondito studio sulla *corporate governance* dopo la crisi, STEPHEN BAINBRIDGE ha parlato di “*enormi responsabilità*”<sup>3</sup> dell'organo amministrativo.

Ma tra le più efficaci descrizioni di quanto sia avvenuto nei consigli di amministrazione di alcune grandi istituzioni finanziarie vi è quella di RENEE JONES e MICHELLE WELSH<sup>4</sup>, i quali scrivono: “*Indagini pubbliche relative al cedimento di Bear Stearns, Lehman Brothers, e Citigroup diffusamente dipingono gli amministratori all'oscuro della portata dei rischi che le loro imprese avevano assunto. Essi sono rimasti ciechi rispetto a significativi discostamenti dalle linee guida approvate in materia di risk management*”.

Anche nella letteratura italiana si è preso atto che il cedimento dei sistemi di gestione dei rischi sia stata “*una delle principali cause dell'instabilità delle banche e degli altri intermediari finanziari*”<sup>5</sup>.

(\*) Università degli Studi di Napoli Federico II.

- 1 Alle quali sono dedicate le riflessioni che seguono, acquisendo il problema della gestione del rischio, come si vedrà, una configurazione del tutto diversa nelle società non quotate.
- 2 Così R. T. MILLER, *Oversight liability for risk-management failures at financial firms*, in *Southern California Law Rev.*, 2010, v. 84, p. 47.
- 3 *Corporate governance after the financial crisis*, New York, 2012, p. 67.
- 4 *Toward a public enforcement model for directors' duty of oversight*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2012, v. 45, p. 346.
- 5 G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. BIANCHINI, C. DI NOIA, Milano, 2010, p. 51. Per una disamina

La relazione DE LAROSIÈRE, scritta su incarico della Commissione Europea, ha constatato che *"spesso i consigli di amministrazione non hanno compreso né la natura né l'entità dei rischi che dovevano affrontare [...]; l'assenza di reali meccanismi di controllo ha pesantemente contribuito all'eccessiva assunzione di rischi da parte degli istituti finanziari"*<sup>6</sup>.

Nel Libro Verde del 2010 della Commissione Europea si legge che *"i consigli di amministrazione degli istituti finanziari non sono stati in grado di esercitare un controllo effettivo sulla direzione. L'incapacità di individuare, comprendere e controllare i rischi a cui erano esposti i loro istituti finanziari è stata al centro dell'origine della crisi finanziaria"*<sup>7</sup>.

Se nel contesto europeo i due appena citati sono tra i documenti pubblici che hanno meglio messo in luce le dinamiche della crisi e l'analisi delle sue ragioni, sul fronte del mercato finanziario americano il Rapporto della FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION del 2011<sup>8</sup> è il documento omologo, benché le sue 662 pagine lo rendano assolutamente unico. La Commissione - nominata dall'Amministrazione Obama ai sensi dell'art. 5 del FRAUD ENFORCEMENT AND RECOVERY ACT - può paragonarsi alla celebre PECORA COMMISSION che, negli anni trenta del secolo scorso, investigò sulla Grande Crisi del '29.

Nella premessa la Commissione dichiara che le *"drammatiche disfunzioni del governo societario e della gestione dei rischi"* sono state una causa determinante della crisi. Nelle sue conclusioni è interessante prendere atto del numero di volte in cui la Commissione denuncia le disfunzioni in materia di gestione dei rischi. Ne cito solo alcune:

– **CONCLUSIONI AL CAPITOLO 14, "La Commissione ha ritenuto che talune grandi banche di investimento, holding finanziarie, compagnie assicurative, incluse**

accurata della "scienza del risk management", del c.d. "risk reporting" e degli approcci al riguardo adottati nei principali ordinamenti, cfr. S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1100 e ss.

6 *"Questa constatazione di carattere generale è tanto più inquietante in quanto il governo societario, negli ultimi dieci anni, è assurto a simbolo di numerose virtù, per la sua funzione regolatrice della vita delle imprese. Pertanto, o il regime di governo societario adottato dagli istituti finanziari non era adeguato, oppure non è stato correttamente applicato. Spetta quindi al consiglio di amministrazione - - sotto il controllo degli azionisti, dare il la e definire la strategia, il profilo di rischio e la propensione al rischio dell'istituto che esso dirige"*.

7 La Commissione UE ha individuato le principali ragioni che avrebbero contribuito alla cattivo funzionamento dei CdA, i cui componenti:

*"1) soprattutto gli amministratori senza incarichi esecutivi, non hanno dedicato allo svolgimento dei propri compiti né le risorse né il tempo necessari" (punti che, come vedremo tra poco, riecheggiano considerazioni critiche che nell'ordinamento americano si formulavano 40 anni fa);*

*2) non provenivano da ambienti sufficientemente diversificati. La Commissione, come molte autorità nazionali, constata una carenza di diversità ed eterogeneità in termini di equilibrio uomo-donna, di origine sociale e culturale e di istruzione; - i consigli di amministrazione, in particolare i loro presidenti, non hanno effettuato una seria valutazione né delle prestazioni dei propri membri, né di quelle del consiglio di amministrazione nel suo insieme;*

*3) non hanno saputo, o voluto, vigilare sull'adeguatezza del quadro di gestione dei rischi e dell'appetito di rischio dei propri istituti finanziari; - i consigli di amministrazione non hanno saputo riconoscere il carattere sistemico di alcuni rischi e di conseguenza non sono stati capaci di informare opportunamente, a monte, le proprie autorità di vigilanza. D'altro canto, anche nei casi in cui si osservava un effettivo dialogo, raramente le questioni legate al governo societario comparivano all'ordine del giorno"*, p. 6-7.

8 <http://fcic.law.stanford.edu>

*Merrill Lynch, Citigroup, and AIG, abbiano sperimentato perdite massicce legate al mercato dei mutui subprime a causa di significative disfunzioni della loro corp. gov., inclusa la gestione del rischio”.*

- CONCLUSIONI AL CAPITOLO 18, *“Il crollo della Lehman è in parte stato determinato da significativi problemi della sua corp. governance, incluso il risk management, aggravato dalle tecniche di remunerazione dei managers fondate prevalentemente sui profitti di breve periodo”.*
- CONCLUSIONI AL CAPITOLO 19, *“A proposito di AIG la Commissione ritiene che la società andò in dissesto anzitutto perché le sue rilevanti vendite di CDS erano state fatte senza la costituzione iniziale di garanzia, senza la costituzione di apposite riserve o di altre tecniche di protezione dell'esposizione: un profondo cedimento del governo societario, particolarmente del risk management”.*

Insomma, alla luce del rapporto di questa Commissione emerge, in tutta evidenza e gravità, che le disfunzioni del governo societario, legate all'errata valutazione dei rischi, portino sulle loro spalle buona parte della responsabilità della crisi finanziaria.

Trattasi di pesanti e concordi valutazioni critiche che mettono in risalto il ruolo esiziale che la gestione non efficiente dei rischi ha assunto nella crisi. Rischi<sup>9</sup> legati alla scarsa comprensione della complessità dei nuovi strumenti finanziari – segnatamente di quelli poi rivelatisi tossici<sup>10</sup> – e dei sofisticati modelli matematici che ne erano a base, imputabili ad un vero e proprio deficit conoscitivo delle conseguenze derivanti dalla diffusione di tali strumenti, accompagnato da un'eccessiva fiducia nella razionalità delle scelte umane.

Gli scandali del 2001/2002 e la crisi finanziaria del 2008 hanno reso evidente che gli amministratori hanno omesso il loro fondamentale obbligo di vigilanza con riguardo ad una componente relativamente nuova, ma decisiva, della gestione dell'impresa, costituita appunto dalla gestione dei rischi<sup>11</sup>. Nuova nel senso che solo recentemente di essa si è andata acquisendo piena consapevolezza, pur essendo il profilo storicamente connaturato all'esercizio dell'impresa<sup>12</sup> e la sua *best practice* in piena evoluzione<sup>13</sup>. Nessun modello è ad oggi emerso come dominante.

9 Cfr. F. VELLA, *Rischio questo sconosciuto*, in AGE, 2009, p. 161.

10 Tra molti, cfr. M. RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in AGE, 2009, p. 145.

11 S. BAINBRIDGE, *Corporate governance after the financial crisis*, cit., p. 167.

12 Come osservano B. SIMKINS, S. A. RAMIREZ, *Enterprise-wide risk management and corporate governance*, in *Loyola Univ. Chicago Law Journ.*, 2008, vol. 39, p. 577 ss., che puntualmente delineano lo sviluppo di tale funzione ed il suo non agevole raccordo con i più diffusi principi del governo societario. Rilevando, tuttavia, come soltanto negli anni '50 del secolo scorso si siano registrate le grandi innovazioni ed i progressi delle scienze matematiche applicate alla gestione del rischio finanziario *“beginning with Harry Markowitz's mean-variance theory of portfolio selection”* (p. 579), passando attraverso gli studi dei premi Nobel (1997) R. Merton e M. Scholes che fornirono metodi di quantificazione dei rischi ritenuti rivoluzionari in materia di finanza ed economia.

13 L'elaborazione di efficienti programmi di gestione del rischio ha costituito una sfida notevole per gli organi amministrativi di complesse organizzazioni concepite per l'assunzione dei rischi, come le banche, le imprese di investimento, le imprese assicurative e le imprese energetiche. Circostanza che, come vedremo, ha inciso nella valutazione che della cattiva gestione del rischio ha dato la giurisprudenza. B. Simkins, S. A. Ramirez, op. ult. cit., p. 579, descrivono il passaggio, negli anni '90, dalla visione frammentata del *risk management* (stando alla quale la gestione dei diversi rischi avveniva in modo separato ed indipendente) alla visione del c.d., *enterprise-wide risk management*, *“a more sophisticated approach to managing risk”* (p. 580-581), in grado di offrire un sistema

Penso al ruolo dei principi di Basilea II, concepiti per le banche e le imprese di investimento, tuttavia modello di riferimento anche per la gestione del rischio di imprese diverse, così come alle raccomandazioni COSO's 2004, per quanto controversa sia la loro specifica efficacia nell'implementazione di tecniche affidabili di gestione del rischio. Ulteriori indagini<sup>14</sup> hanno evidenziato l'assenza di qualsiasi sistema di gestione dei rischi ed una notevole impreparazione in materia da parte degli organi di amministrazione. È stata, in particolare, la complessità della finanza strutturata ad aver messo a nudo l'inadeguatezza dei modelli esistenti di gestione dei rischi implicati da determinati strumenti finanziari o, comunque, la difficoltà della loro implementazione.

## 2 L'esclusività della funzione gestoria del CdA nel diritto italiano e la vigilanza del “*monitoring board*” nel diritto americano

Per comprendere che cosa non abbia funzionato nel rapporto tra l'organo amministrativo e la gestione dei rischi – al fine di valutare le uniche possibili misure di intervento che il diritto può concepire, cioè, anzitutto, sul piano delle regole di responsabilità – occorre soffermarsi su quella sfera di poteri dell'organo amministrativo rappresentata dal controllo e dalla vigilanza. Poteri dei quali, da tempo risalente, si discute nell'ordinamento che ha vissuto a fondo le conseguenze di tali cedimenti. Ma perché ciò abbia senso, un rapido sguardo al passato si impone.

Sin dai primi anni '30 del secolo scorso, giuristi ed economisti americani – tra i primi cito WILLIAM O. DOUGLAS<sup>15</sup> della *Yale University*, tra i secondi JAMES C. BAKER<sup>16</sup> dell'*Harvard University* – osservavano che, nonostante le legislazioni societarie dei vari Stati federali affidassero al *board* la gestione dell'impresa sociale, questo, di fatto, non avveniva più. La realtà della grande impresa, come gli stessi BERLE e MEANS andavano osservando in quegli anni, sempre più si discostava dal modello normativamente recepito, in quanto la gestione dell'impresa sociale veniva di fatto affidata ai suoi dirigenti.

Una conferma ancor più risalente di tale discrasia tra il modello normativo ed il modello fattuale<sup>17</sup> viene da una preveggenza pronuncia del 1921 della DELAWARE CHANCERY COURT<sup>18</sup>, secondo la quale le funzioni principali del *board* erano la

integrato di gestione unitaria di tutti i rischi d'impresa. Naturalmente rilevante sul processo il ruolo del *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO).

14 S. BAINBRIDGE, op. ult. cit., p. 168.

15 *Directors who do not direct*, in *Harv. Law Rev.*, 1934, vol. 47, p. 1305.

16 Cfr. la recensione di R. A. GORDON al volume di J. C. BAKER, *Directors and their functions: a preliminary study*, *Division of Research, Harvard University*, Boston, 1945, in *California Law Rev.*, vol. 34, 1946, p. 457.

17 Tale divario tra realtà empirica e realtà normativa – andata nel tempo attenuandosi essendosi il legislatore americano adeguato ad una tendenza inarrestabile – si era pertanto reso sconveniente, posto che l'impianto delle regole – a cominciare dagli standard di diligenza e di responsabilità – restava strutturato sul modello normativo secondo cui il *board* gestisce.

18 La sentenza CAHALL V. LOFLAND, 114 A. 224, 229 (DEL CH. 1921) AFF'D, 118 A. 1 (DEL. 1922) è citata da S. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, 2° ed., New York, Foundation Press, 2009, p. 74.



"supervisione" ed il "controllo", "potendo la specifica condotta dell'impresa essere affidata ai subordinate employees". Condotta dell'impresa, dunque, affidata non agli amministratori esecutivi, pur sempre espressione della proprietà, in quanto eletti dall'assemblea, bensì ai *managers*.

Ciò premesso, DOUGLAS suggeriva che gli "amministratori dovrebbero essere li non allo scopo di gestire l'impresa ma allo scopo di supervisionare coloro che lo fanno e di formulare le politiche generali in materia industriale e finanziaria in forza delle quali l'impresa andrà condotta"<sup>19</sup>. Gli amministratori – proseguiva DOUGLAS – "non dovrebbero trovarsi necessariamente in una posizione tale da conoscere i dettagli degli affari [...] piuttosto in una posizione di dominio e di potere per servire gli azionisti in modo efficace". Persino con riguardo alla funzione di approvazione delle linee di politica aziendale si registrava il ruolo spesso insignificante del *board* e l'attribuzione di detta funzione in capo al CEO che la esercitava con i suoi più diretti subordinati.

Partendo, dunque, dalla constatazione dell'inevitabile impossibilità per il consiglio di gestire l'impresa sociale, un altro autorevole giurista americano che fu MELVIN EISENBERG – siamo nel 1976 con il suo fondamentale contributo, *The structure of the corporation* – propugnava una netta attribuzione al *board* della sola funzione di controllo. Il suo modello del c.d. "monitoring board" era fondato su una netta separazione tra la funzione di gestione e di *policy making*, spettanti al management, e la funzione di vigilanza della condotta di quest'ultimo, spettante ad un consiglio composto da una maggioranza di amministratori indipendenti<sup>20</sup>. Tale funzione il consiglio avrebbe dovuto esercitare attraverso la costituzione al proprio interno di tre comitati: quello *audit*, quello sulle nomine, quello sui compensi.

Tra le ragioni prevalenti dello scostamento tra il modello normativo e quello che la prassi aveva affermato, v'erano per EISENBERG:

- 1) l'obiettivo limitazione del tempo che il *board* riesce a dedicare all'esercizio di funzioni complesse relative ad imprese complesse<sup>21</sup>;
- 2) l'asimmetria informativa tra gli amministratori ed i *managers*, nel senso quindi di una vera e propria limitazione informativa dei primi rispetto ai secondi, aggravata dalla storica riluttanza – ancor oggi attualissima in ogni ordinamento giuridico – della dirigenza a far funzionare efficacemente i flussi di dati ed informazioni verso il CdA<sup>22</sup>;
- 3) un problema di indipendenza del CdA rispetto ai dirigenti, quindi non solo indipendenza di alcuni amministratori rispetto agli amministratori esecutivi, ma addirittura di questi ultimi rispetto al *management*<sup>23</sup>.

19 W. O. DOUGLAS (n...) p. 1314: "the general commercial and financial policies under which the business is to be conducted".

20 M. A. EISENBERG, op. cit., p. 156.

21 M. A. EISENBERG, op. cit., p. 141.

22 M. A. EISENBERG, op. cit., p. 143.

23 M. A. EISENBERG, op. cit., p. 146.

EISENBERG<sup>24</sup> notava come, spesso, alla difficoltà per l'amministratore di acquisire ulteriori informazioni si aggiungeva il fatto che egli non sapeva quali informazioni richiedere. E concludeva affermando che: *"la quantità, qualità e struttura delle informazioni che raggiungono il Cda è quasi del tutto sotto il controllo dei dirigenti"*<sup>25</sup> e che tale potere sui flussi informativi equivale al potere decisionale.

Il contributo degli studi di EISENBERG allo sviluppo delle funzioni del *board* nel diritto americano – attraverso la sua lucida ed a tratti impietosa analisi del ruolo non solo non gestorio degli amministratori ma, sovente, anche scarsamente vigilante – coincideva con un'epoca di scandali societari che non si registravano negli USA dalla crisi del 1929. Con il crollo di *Penn Central* nel 1970 e di innumerevoli altre grandi società – furono circa cinquanta quelle oggetto di indagini, processi penali, misure sanzionatorie della SEC ed azioni di responsabilità civile – emergeva il ruolo decisamente passivo dei rispettivi consigli di amministrazione.

Il modello di EISENBERG fu sul punto di essere integralmente recepito nei Principi di Governo societario dell'*American Law Institute* attorno ai primi anni '80<sup>26</sup>, ma il clima favorevole all'introduzione di incisive riforme andava attenuandosi e le *lobbies* delle grandi società fecero sentire la loro influenza. Sebbene la versione più ortodossa del modello non venne recepita tra i principi – si pensi alla previsione che, addirittura, interdive al *board* di gestire l'impresa – il modello acquisiva lo *status* di *best practice*<sup>27</sup>.

In ogni caso, dello scostamento della realtà dalla struttura normativa delle funzioni del CdA hanno poi tenuto conto, negli anni seguenti, le principali fonti normative dell'ordinamento societario americano, offrendo al riguardo la medesima previsione. Il DELAWARE<sup>28</sup> GENERAL CORPORATION ACT (Cap. I, subchapter IV, § 141), stabilendo che: *"L'impresa e gli affari di ogni società regolata da tale disciplina, saranno gestiti da o sotto la direzione di un consiglio di amministrazione"*<sup>29</sup>. Ed il MODEL BUSINESS CORPORATION ACT (Sezione 8.01 (b)) – introdotto nel 1969, al quale, nella versione del 1984, hanno aderito ventiquattro Stati – prevedendo che *"Tutti i poteri sociali saranno esercitati da o sotto l'autorità del consiglio di amministrazione e l'impresa e gli affari della società saranno esercitati da o sotto la direzione, nonché soggetti alla supervisione, del suo consiglio di amministrazione"*<sup>30</sup>.

24 L'analisi di M. A. EISENBERG va molto a fondo, rilevando che la subordinazione del Cda al management sia da ricondurre a svariati ulteriori elementi che non possono menzionarsi in questa sede, primo tra i quali la composizione del consiglio stesso.

25 M. A. EISENBERG, op. cit., p. 144.

26 S. BAINBRIDGE, *Corporate governance after the financial crisis*, cit., p. 53.

27 Come lui stesso ebbe a notare – M. A. EISENBERG, *The board of directors and internal control*, in *Cardozo Law Rev.*, 1997, v. 19, p. 237 – compiacendosi del fatto che i due elementi strutturali del modello, cioè la presenza di una maggioranza di indipendenti nel consiglio e la costituzione dei comitati, erano stati pienamente recepiti dalla *best practice*.

28 Stato nel quale risiede circa il 50% delle società quotate alla Borsa di NY ed il 60% delle Fortune 500S. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, cit., p. 9.

29 *"The business and affairs of every corporation (organized under this chapter) shall be managed by or under the direction of a board of directors"*.

30 *"All corporate powers shall be exercised by or under the authority of the board of directors of the corporation, and the business and affairs of the corporation shall be managed by or under the direction, and subject to the*

Dunque, stando alle due principali fonti del diritto societario americano, l'impresa e gli affari della società possono essere delegati agli *executive officers* e alle altre figure di *managers* che esercitano tali funzioni sotto la direzione e la vigilanza del consiglio. Stabilendo che i poteri sociali possono essere esercitati "*under the board's authority*", la disposizione prevede una delegabilità di pressoché qualsiasi funzione amministrativa<sup>31</sup>. Al *board* residua la fondamentale funzione di *oversight*, di vigilanza su momenti di grande rilievo come la *performance*, i piani aziendali, i principali rischi cui è esposta la società, la preparazione dei conti annuali, l'effettività del sistema di controllo interno. Ferma restando – ed è quel che diffusamente accade nella prassi – la funzione deliberativa in ordine alle più rilevanti operazioni sociali, come ribadisce la giurisprudenza<sup>32</sup> in una delle occasioni in cui ha avuto modo di prendere posizione proprio sul problema della vigilanza che gli amministratori esercitano sui dirigenti e sui dipendenti (della quale si dirà più in avanti). Dato che conferma l'esistenza di un significativo nesso tra riparto di funzioni decisorie e dovere di vigilanza.

Il lungo cammino del *monitoring board* giunge fino al SARBANES OXLEY ACT, posto che talune delle sue previsioni normative accentuano il ruolo di controllore o, appunto, di vigilante del *board*, attraverso il rafforzamento, al proprio interno, dell'*audit committee* e dell'indipendenza dei suoi componenti, con interessanti implicazioni sul piano della responsabilità di tale organo (cfr. per esempio le §204 e §301), e puntano a ridurre l'asimmetria informativa tra il *board* ed il *management*. Come ha rilevato BAINBRIDGE (60), "*il monitoring board si pone al cuore del Sarbanes Oxley Act*".

Successivamente, anche il DODD FRANK ACT ha esaltato taluni momenti legati ai requisiti cruciali dell'indipendenza degli amministratori, come la §972 che impone la trasparenza delle ragioni per le quali la società, eventualmente, non separa la carica di presidente da quella di amministratore delegato, al fine di garantire al consiglio una *leadership* indipendente.

Insomma, sia il SOX che il DODD FRANK hanno dato ulteriore rilievo alla funzione di vigilanza del *board* rispetto ad altre funzioni<sup>33</sup>. Discorso diverso per i principi di *corporate governance* dell'AMERICAN LAW INSTITUTE che, mentre in passato contenevano previsioni di avanguardia, hanno nel tempo perduto questa caratteristica rendendosi piuttosto appiattiti sui testi di legge.

oversight, of its board of directors".

31 Scrive S. BAINBRIDGE (46): "*Buona parte dell'attività del CdA non è rappresentata dall'assunzione di azioni su questioni specifiche; piuttosto da un continuo flusso di processo revisionale, puntellato solo occasionalmente da qualche decisione operativa*".

32 *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996), sottolineando come la gran parte delle decisioni della società "*are, of course, not the subject of director attention*". E come invece "*the board itself will be required only to authorize the most significant corporate acts or transactions*". Tuttavia, il giudice WILLIAM T. ALLEN osservava come anche le "*ordinary business decisions*", assunte dai dirigenti e dai dipendenti all'interno dell'organizzazione corporativa, possano in maniera decisiva condizionare il "*welfare of the corporation*" e la sua capacità di conseguire il suo oggetto sociale.

33 A tal punto che qualche osservatore è giunto ad affermare che l'eccessivo peso della funzione di controllo del board e la conseguente incombente compliance abbia a tal punto distratto gli amm.ri di alcune grandi istituzioni finanziarie da ridurre la loro attenzione sulla vigilanza del risk management (B. 67).

### 3 L'omessa vigilanza sulla gestione dei rischi e l'incerto inquadramento di una responsabilità degli amministratori nell'ordinamento americano

È proprio con specifico riguardo alla vigilanza sulla gestione dei rischi che la letteratura americana evidenzia la forte tensione esistente tra i precetti di fondo del governo societario e la complessità dell'impresa esercitata dalla moderna grande impresa azionaria, sempre più chiamata ad affrontare una miriade di rischi, operativi, di mercato, di credito. Se la gestione dei rischi si è rivelata essere il "tallone di Achille" dell'organo amministrativo della grande impresa – soprattutto se banca o impresa di investimento – è attorno ad essa che ruota una ridefinizione delle funzioni per un buon governo societario.

Il punto è ben presente alla dottrina italiana<sup>34</sup> e non solo<sup>35</sup>, la quale, in termini più generali – cioè relativamente al diritto societario in senso ampio<sup>36</sup> – se ne è proficuamente occupata, evidenziando come la gestione dei rischi si riconduca alle "caratteristiche stesse dell'attività d'impresa che importa per sua natura l'assunzione sistematica di decisioni in condizioni di incertezza"<sup>37</sup>. In modo particolare, ci si è interrogati (e si è data, in modo convincente, una risposta affermativa) attorno: a) al problema dell'esistenza, nel diritto italiano, di un obbligo specifico degli amministratori "in ordine al governo del rischio"<sup>38</sup>; b) alla riconduzione di quest'ultimo obbligo al più generale obbligo degli amministratori di approntare degli assetti adeguati ai sensi dell'art. 2381 c.c. (e si è data una risposta affermativa per le società quotate, più incerta per le non quotate<sup>39</sup>); c) alla sindacabilità giudiziale della conformazione assegnata ad un dato modello di gestione del rischio – quale "elemento costitutivo essenziale di un assetto organizzativamente adeguato"<sup>40</sup> – ai sensi della dottrina della *Business Judgment Rule*<sup>41</sup> (e si è data risposta negativa). Questioni sulle

34 M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2014, p. 1

35 L. ENRIQUES D. A. ZETZSCHE, *The risky business of regulating risk management in listed companies*, IFS-Propter Homines Chair Working Paper 002/2013, per una approfondita prospettiva critica del fenomeno del c.d. "Risk Management Juridification" e, più a fondo, dei limiti intrinseci della gestione dei rischi e delle tecniche di loro misurazione, intese non necessariamente come finalizzate al contenimento dei rischi ma anche ad una loro maggiore assunzione sulla base di un presunto "scientifico" controllo dei medesimi. Valutazioni importanti, che non possono essere meglio valutate in questa sede, ma che sono la premessa di inevitabili ricadute sul piano normativo, che tocca la rilevanza stessa del *risk management* dal punto di vista giuridico.

36 M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 6-7, laddove precisa che l'indagine non includerà le imprese bancarie e finanziarie per ragioni dettate dalla specificità della struttura patrimoniale di queste e, soprattutto, dall'esistenza del c.d. rischio sistemico.

37 M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 2.

38 M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 5.

39 M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 25-26.

40 M. MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 27.

41 In argomento, v. anche l'approfondita analisi di G. DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, a cura di C. AMATUCCI, Milano, 2014, p. 29, il quale evidenzia come, di fronte ad una scelta gestoria causativa di un danno al patrimonio sociale, l'eventuale mancanza di qualsivoglia assetto, farà sì che la società, "o in caso di fallimento il suo curatore, dovranno limitarsi a dedurre l'inadempimento dell'amministratore (e cioè il fatto della mancata predisposizione di assetti) e di provare il danno conseguentemente subito per la scelta gestoria compiuta" (p. 57).

quali si ritornerà muovendo dagli approdi (non sicuri) cui giunge la riflessione dei giuristi e della giurisprudenza d'oltre oceano.

Il momento più interessante del dibattito in corso in quell'ordinamento attiene, in modo specifico, alla responsabilità degli amministratori per l'omessa vigilanza sulla gestione del rischio. I *defaults* della crisi hanno generato un notevole contenzioso, promosso dagli azionisti contro gli amministratori ritenuti responsabili della violazione dei loro doveri fiduciari, per avere omesso un'adeguata vigilanza degli investimenti ad alto rischio effettuati dalle loro società. La discussione tra gli interpreti e, soprattutto, gli orientamenti che si ricavano dalla lettura di alcune sentenze, rappresentano, a mio avviso, il più sofisticato contributo esistente oggi sul tema.

Si valuta e ci si divide attorno alla percorribilità dell'estensione degli obblighi di vigilanza degli amministratori sulla gestione del rischio. Si invocano precedenti giurisprudenziali importanti e consolidati<sup>42</sup> che hanno stabilito le rigorose condizioni di sussistenza di una responsabilità degli amministratori per omessa vigilanza sui sistemi di *compliance* legale (prevenzione) e sulle irregolarità contabili. Precedenti che hanno sancito il principio per cui costituisce obbligo degli amministratori *"adoperarsi in buona fede affinché un sistema informativo esista, ed essi lo considerino adeguato"* e che *"l'omissione di tale obbligo, in talune circostanze, possa renderli responsabili per le perdite provocate dalla mancata compliance a determinati legal standards"*<sup>43</sup>. Che soltanto *"una prolungata o sistematica omissione del board di esercitare la vigilanza – equivalente all'assoluta mancanza di qualsiasi tentativo di garantire l'esistenza di un sistema informativo – è in grado di dimostrare quella mancanza di buona fede che è presupposto di responsabilità"*<sup>44</sup>.

Ma l'oramai celebre sentenza sul caso CITIGROUP<sup>45</sup> del 2009 – esposta per 55 miliardi nel mercato dei *subprime* immobiliari – in cui il giudice CHANDLER non ha ritenuto di estendere al nuovo profilo del *risk management* quegli stessi obblighi di vigilanza degli amministratori che i precedenti giurisprudenziali avevano giudicato valevoli per la *compliance* legale e per le irregolarità contabili – ha messo in luce tutte le difficoltà di quel percorso argomentativo. Reso viepiù accidentato dall'insidiabile presenza della *Business Judgment Rule* che ha impedito il conseguimento degli stessi significativi effetti sul piano della responsabilità<sup>46</sup>.

In altri termini, nella sentenza CITIGROUP<sup>47</sup> si è decisamente esclusa l'applicabilità dei principi sanciti dal giudice ALLEN nell'appena citata sentenza CAREMARK,

42 V., per tutti, *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, cit.

43 *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, cit.

44 *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, cit. Sulla base di tali motivazioni, il giudice ALLEN, concludeva che nella vicenda al suo esame il modello informativo costituiva il tentativo in buona fede degli amministratori di essere informati circa i fatti rilevanti: *"The record at this stage does not support the conclusion that the defendants either lacked good faith in the exercise of their monitoring responsibilities or conscientiously permitted a known violation of law by the corporation to occur"*.

45 In re *Citigroup Inc. Shareholder Litig.*, 2009 WL 481906 (Del. Ch. 2009).

46 A. TUCKER NEES, *Who's the boss? Unmasking oversight liability within the corporate power puzzle*, in *Delaware Journ. Corp. Law*, 2010, v. 35, p. 206.

47 Nel processo gli attori ritenevano che gli amministratori fossero personalmente responsabili, ai sensi della

secondo i quali per aversi una responsabilità per omessa vigilanza occorre che gli amministratori non abbiano implementato alcun sistema di informazione e di controllo o, quand'anche vi abbiano provveduto, non si siano curati di verificarne il funzionamento, in tal modo impedendo a se stessi la percezione dei rischi e dei problemi che avrebbero richiesto la loro attenzione. In altre parole, abbiano ignorato le "bandiere rosse"<sup>48</sup> che avrebbero viceversa imposto una pronta reazione, non verificando che tali sistemi siano stati ragionevolmente implementati per garantire al *senior management* e agli stessi amministratori una tempestiva, accurata informazione, sufficiente per consentire a ciascuno, nell'ambito delle proprie funzioni, di giungere a decisioni informate.

Il Giudice CHANDLER – pur ammettendo la tentazione<sup>49</sup> di un'estensione dei principi applicati con riferimento all'omessa vigilanza sulla *compliance* legale e sulle irregolarità contabili – ha ritenuto che gli obblighi di vigilanza, secondo il diritto del Delaware, non possano considerarsi concepiti per *"assoggettare a responsabilità gli amministratori, anche quelli esperti, a responsabilità personale per non aver previsto il futuro e non aver adeguatamente valutato il rischio d'impresa"*. Secondo tale impostazione, sussistono *"significative differenze tra l'omissione di vigilanza su condotte fraudolente o penalmente illecite dei subordinati e l'incapacità di individuare la dimensione dei rischi assunti dalla società. [...] L'imposizione di una responsabilità per omessa vigilanza sull'assunzione di rischi eccessivi condurrebbe ad una valutazione, col senno di poi, di decisioni che sono al cuore della valutazione discrezionale degli amministratori e che rientrano dunque nella sfera della Business Judgment Rule"*. Nella specie, la percezione dell'esistenza di segnali di deterioramento del mercato dei *subprime* immobiliari non avrebbe potuto superare la presunzione della *Business Judgment Rule* e far ritenere gli amministratori responsabili per non avere *"properly evaluate the business risk"*<sup>50</sup>.

Il problema di fondo è che un'impresa che abbia la capacità di ridurre i rischi della propria attività non vuol dire che abbia la volontà di avvalersene<sup>51</sup>. Cioè che i suoi azionisti non siano favorevoli all'assunzione di un sia pur elevato profilo di rischio delle attività economiche. La gestione del rischi è, in altri termini, inestricabilmente legata all'assunzione dei rischi, tocca questo momento sacro dell'impresa<sup>52</sup> – che esprime una maggiore o minore propensione al rischio della proprietà e del *management* – sul quale il giudice non può interferire per la stessa ragione per la quale non può farlo quando trattasi del merito delle scelte d'impresa. Una regola che

giurisprudenza *Caremark*, per non avere in buona fede tentato di adottare le procedure esistenti o per aver omesso di assicurare che sistemi adeguati e funzionanti di informazione fossero adottati, così da consentire all'organo amministrativo di essere pienamente informato circa i rischi che la società andava assumendo nel mercato dei mutui *subprime*.

48 L'espressione sovente utilizzata dagli attori nel processo CITIGROUP per indicare i segnali di deterioramento del mercato dei *subprime* che venivano dal mercato.

49 *"While it may be tempting to say that directors have the same duties to monitor and oversee business risk, imposing Caremark-type duties on directors to monitor business risk is fundamentally different"*.

50 In re *Citigroup Inc. Shareholder Litig.*, cit.

51 S. M. BAINBRIDGE, *Caremark and enterprise risk management*, cit., p. 21.

52 In ordine al quale si vedano le attente valutazioni di M. MAUGERI, *Note in tema di doveri*, cit., p. 2-3.

penalizzasse la decisione di assumere scelte d'impresa più rischiose di altre non sarebbe una regola nell'interesse della proprietà<sup>53</sup>. Così come la BJR tutela l'assunzione dei rischi dallo scrutinio giurisprudenziale, così la sentenza CITIGROUP tutela da tale scrutinio la gestione dei rischi.

Insomma, secondo questa giurisprudenza la gestione dei rischi finisce necessariamente per incidere sul momento dell'assunzione dei rischi, avendo ad oggetto le scelte relative alla selezione del livello ottimale di rischio per la massimizzazione del valore dell'impresa<sup>54</sup>. Le decisioni degli amministratori relative alla natura, allo scopo e al contenuto dei programmi di gestione del rischio sono decisioni d'impresa, in quanto tali protette dalla dottrina della BJR.

## 4 L'obbligo di vigilanza degli amministratori nell'ordinamento italiano

Spostando ora l'attenzione all'ordinamento italiano, non mi pare, anzitutto, che la disciplina codicistica valorizzi la funzione di controllo/vigilanza degli amministratori. Che tale sia l'impostazione lo si deve probabilmente anche alla struttura complessiva dell'impianto normativo italiano il quale presenta, in parte, quella stessa discrasia che si registrava nell'ordinamento americano settant'anni or sono, tra attribuzioni formali del potere di gestione all'organo amministrativo ed esercizio effettivo del medesimo da parte del *management*.

Non credo, infatti, che la disciplina di cui all'art. 2381 c.c. e la relativa articolazione dei poteri esercitabili dagli amministratori deleganti (non esecutivi) nei confronti degli amministratori delegati (esecutivi) possa rappresentare, come pure si è ritenuto<sup>55</sup>, il recepimento del modello del "*monitoring board*". E ciò per la semplice ragione che gli amministratori esecutivi sono, pur sempre, componenti del CdA. Non vi è alcuno spazio di gestione riservato al *management*. Impostazione del tutto diversa - più in linea con il ruolo effettivo svolto dagli amministratori nella grande impresa moderna - è quella delle Raccomandazioni del Codice di Autodisciplina per le quali, come si è opportunamente notato, le funzioni del CdA "*hanno assunto una prevalente connotazione di supervisione e monitoraggio sull'attività degli amministratori esecutivi*"<sup>56</sup>.

La nozione di *oversight* del *board* americano - ferme restando le diversità genetiche di tale organo rispetto al CdA nel modello di gestione tradizionale - aiuta forse ad interpretare (ed è questo un profilo di comparazione particolarmente interessante) l'accezione di controllo che dovrebbe competere anche al nostro CdA,

53 JOY V. NORTH, 692 F.2d 880, 885 (2d Cir. 1982), citata da S. M. BAINBRIDGE, *Caremark*, cit., p. 23, nota 143, 144.

54 Osserva S. M. BAINBRIDGE, *Caremark*, cit., p. 23, che ci sono solo quattro modi per gestire il rischio: a) evitarlo, evitando attività rischiose; b) trasferirlo attraverso l'assicurazione o l'hedging; c) accettarlo come inevitabile. Opzioni che implicano scelte di assunzione del rischio che - come osserva M. MAUGERI, *Note in tema di doveri*, cit., p. 16 - se oggetto di "*adeguata istruttoria*" non possono diventare oggetto di alcuno scrutinio giudiziale, anche ove la decisione "*si risolva nella decisione di non adottare specifici presidi per la minimizzazione del rischio finanziario*".

55 G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, cit., p. 52.

56 G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, *Quaderni Giuridici Consob*, 2013, p. 35.



attorno al quale autorevole dottrina italiana<sup>57</sup> si interrogava, opportunamente parlando di "zona grigia"<sup>58</sup>. Essa non mi pare che corrisponda alla verifica della regolarità degli atti già compiuti per l'accertamento delle eventuali violazioni di legge, al controllo inteso come *"riscontro, come verifica di regolarità di una funzione o di giudizio di conformità a regole"*, per richiamare un recente accurato approfondimento<sup>59</sup> sulle varie nozioni di controllo e sul ruolo esercitato al riguardo dal CdA. Piuttosto, credo che essa si possa identificare col concetto di vigilanza preventiva o contestuale all'atto, essendo indirizzata sia alla legittimità che al merito della gestione. Vigilanza come autorizzazione, approvazione di un'operazione, cioè *"partecipazione all'atto"*<sup>60</sup>. *"Controllo - scrive Montalenti<sup>61</sup> - che si emancipa dall'accezione tradizionale di "verifica ex post" (derivato del diritto amministrativo) e si evolve in elemento coesenziale dell'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo"*. Una concezione del controllo, prosegue tale Autore, *"come funzione fisiologica della gestione, che si innesta cioè nell'esercizio del potere amministrativo come strumento di indirizzo e di correzione permanente della direzione degli affari"*.

Ciò premesso, nella disciplina comune e speciale dell'organo di gestione della S.p.a. vi sono, a mio avviso, due dati degni di attenzione. Il primo è che non v'è traccia – anzi non ve ne è più, vista l'abrogazione del secondo comma dell'art. 2392 c.c. – di alcuna funzione riconducibile al CdA che corrisponda alla vigilanza così intesa, cioè di *"supervisione, di sindacato del merito e della correttezza della gestione, di vigilanza sull'attuazione della gestione secondo contratto e nell'interesse della società"*<sup>62</sup>. Fatta eccezione per la ben diversa previsione della *"valutazione del generale andamento della gestione"*, di cui al terzo comma dell'art. 2381 c.c. che non credo posseda la stessa portata semantica dell'abrogata *"vigilanza sul generale andamento della gestione"*, di cui al previgente testo dell'art. 2392 c.c., punto che temo insuperabile<sup>63</sup>.

Benché, dottrina accreditata<sup>64</sup>, escludendo una tale *"radicale conclusione"*, abbia proposto di leggere l'obbligo di valutazione come vero e proprio obbligo di

57 P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica dopo la crisi: omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, p. 325.

58 P. FERRO-LUZZI, op. loc. ult. cit., quella cioè che, in punto di controllo, esiste tra l'organo amministrativo e l'organo di controllo.

59 M. STELLA RICHTER JR. *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 663, invocando il contributo delle riflessioni della dottrina amministrativistica allo studio della funzione di controllo.

60 P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, cit., p. 331-332. Ma già C. DI NANNI, *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Napoli, 1992, p. 16, *"Gli amministratori, in quanto garanti della gestione, debbono sottoporla ad un adeguato controllo per prevenire le deviazioni e, anche se possono esonerarsi in parte dai compiti di amministrazione attraverso la delega esterna nei limiti consentiti dal 2381, non possono mai liberarsi dal dovere di controllo sulla gestione"*.

61 *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 254.

62 C. DI NANNI, op. ult. cit., p. 123

63 Come, sin dal principio, affermava F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 53

64 P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 54



vigilanza che, con la riforma, avrebbe solo assunto *"declinazioni diverse"*<sup>65</sup>. La valutazione del generale andamento della gestione non dovrebbe esaurirsi nell'esame della relazione fornita dai delegati ai deleganti, ai sensi dell'ultima parte del terzo comma dell'art. 2381 c.c., avendo il Consiglio il dovere – *"là dove la relazione sia eccessivamente sintetica o reticente o incompleta"* – di chiedere informazioni supplementari ed integrative.

Dunque, stando a tale interpretazione<sup>66</sup>, un obbligo di vigilanza si potrebbe ancora ricavare dal sistema – a mio avviso con una qualche forzatura – benché, in ogni caso, il mancato riconoscimento di un diritto di ispezione individuale, da parte dell'amministratore non esecutivo, renda obiettivamente inefficace lo strumentario a corredo di tale pur sussistente obbligo di valutazione/vigilanza.

Ma il nodo centrale resta sul piano letterale, posto che nel Codice civile il verbo vigilare è coniugato solo una volta a proposito dei doveri dei sindaci nell'art. 2403 c.c., con riferimento agli assetti, mentre nel TUF lo ritroviamo per il CdA che vigila – in un senso assolutamente diverso – a proposito del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili. Per cui parrebbe che il legislatore quando vuol parlare di vigilanza lo fa ancora, e nell'art. 2381 c.c. questo verbo non compare.

Tale conclusione, valevole in particolare per le società non quotate, lascia intatte le giuste considerazioni che, alla luce soprattutto del Codice di Autodisciplina delle società quotate (di cui si sta per dire), riconoscono agli amministratori non esecutivi una funzione di *"supervisione sul sistema di controlli interni"*<sup>67</sup>.

## 5 La gestione dei rischi nell'ordinamento italiano

Il secondo punto degno di considerazione è l'assenza, nella disciplina di fonte primaria dell'organo amministrativo, di qualsiasi riferimento alla gestione dei rischi, se non a volerlo intravedere – ma anche in questo caso il tentativo risulta tutt'altro che agevole – nel sistema di controllo interno, come componente dell'adeguatezza degli assetti di cui all'art. 2381 c.c.<sup>68</sup>

Se l'impresa sociale presenta particolari dimensioni o complessità organizzativa, si è ritenuto che i controlli interni andrebbero inclusi nella nozione di assetto organizzativo, amministrativo e contabile<sup>69</sup>. Con la conseguenza che "l'attività

65 P. MONTALENTI, op loc. ult. cit.

66 Condivisa anche da G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 38, per il quale ciò che si appunta sulla relazione degli organi delegati è una valutazione che equivale a vigilanza.

67 G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, 3, Torino, 2007, p. 19; G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 150.

68 In tal senso, P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno*, cit., p. 254. Diversa l'opinione di M. MAUGERI, *Note in tema di doveri*, cit., p. 25, che si preferisce, in base alla quale poiché dall'art. 2381 c.c. può ritenersi al più dovuta la presenza di *"un'adeguata disciplina interna della circolazione dei flussi informativi"*, in funzione di una migliore valutazione per gli amministratori della *"prevedibile evoluzione"* dell'andamento della gestione, altri sarebbero gli indici normativi sui quali fondare tale obbligo. Dei quali si dirà nel testo.

69 G. FERRARINI, *Controlli interni*, cit., p. 14, 18.

d'impresa non risulti ben organizzata in assenza di un adeguato sistema di *risk management*<sup>70</sup>. Valutazione diversa per "le imprese di minori dimensioni o caratterizzate da una notevole semplicità degli affari"<sup>71</sup>; il che, stando a tale interpretazione, spiegherebbe la ragione per la quale il legislatore "abbia omesso una menzione specifica del sistema di controllo interno"<sup>72</sup>.

Si potrebbe però obiettare che il legislatore avrebbe potuto stabilire tale distinguo, sancendo l'obbligo di attivare un sistema di controllo interno - ancor meglio specificando la necessità di un sistema di gestione dei rischi - per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, atteso che proprio sul diverso trattamento normativo tra quest'ultima categoria e le altre società per azioni poggia uno dei dati qualificanti della riforma. E non lo ha fatto.

Non risolutivo appare allora il richiamo della previsione, di cui sempre all'art. 2381 c.c., secondo cui gli organi delegati "curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa" e che, pertanto, tale adeguatezza sia idonea di per sé ad includere i controlli interni "che dovranno essere progettati, attuati e monitorati solo quando la complessità o le dimensioni dell'impresa lo richiedano"<sup>73</sup>. Solo attraverso una qualche forzatura della disposizione, un inevitabile salto logico-interpretativo sembra potersi pervenire a tale conclusione. Sicuramente auspicabile ma non agevolmente argomentabile<sup>74</sup>.

L'opzione interpretativa favorevole all'inclusione di un sistema di gestione dei rischi nella disciplina degli assetti adeguati, come si è anticipato, viene giudicata dubbia<sup>75</sup> per le società non quotate e, comunque, da fondarsi su indici normativi diversi dall'art. 2381 c.c., ed in particolare:

- a) sull'art. 2409-*octiesdecies*, c. 5, lett. b) c.c., dedicato al comitato per il controllo sulla gestione nel modello di amministrazione monistico ed al suo compito di vigilanza sull'adeguatezza del sistema di controllo interno;
- b) sull'art. 2428, c. 1, c.c., che impone agli amministratori di inserire nella relazione sulla gestione "una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta".
- c) sull'art. 2428, 3 c., n. 6 bis), c.c., che, sempre a proposito della relazione sulla gestione, indica la necessità che questa contenga riferimenti all'uso di strumenti finanziari.

70 G. FERRARINI, op. cit., p. 14

71 G. FERRARINI, op. loc. ult. cit.

72 G. FERRARINI, op. loc. ult. cit.

73 G. FERRARINI, op. loc. ult. cit.

74 La difficoltà interpretativa di ricavare dall'obbligo di "creare assetti che permettono di cogliere tendenze perniciose per la situazione patrimoniale e finanziaria della società" un obbligo di istituire un "sistema integrato di *risk management* volto all'individuazione, valutazione e gestione su base continuativa" è colta da M. MAUGERI, *Note in tema di doveri*, cit., p. 24-25. L'A. evidenzia, infatti, la sensibile differenza che corre tra un sistema di anticipata rilevazione di quei rischi, in grado di mettere a repentaglio la sopravvivenza della società, ed un sistema di gestione dei rischi non così rilevanti, di gestione ordinaria dei rischi.

75 M. MAUGERI, op. ult. cit., p. 26, parla, al riguardo, di un "minor tasso di univocità precettiva".

Indici normativi, in verità, non proprio dotati di sicura solidità, ad eccezione probabilmente del secondo, a sua volta con qualche perplessità giudicato inclusivo del dovere di istituire un "sistema integrato di gestione dei rischi"<sup>76</sup>. Sembrando, effettivamente, quest'ultima evocare ben altra articolazione e, comunque, un qualcosa che equivalga ad un vero e proprio organigramma, ad una struttura organizzativa, etc.

Più affidanti dell'esistenza di un siffatto sistema vengono considerate<sup>77</sup> talune previsioni del TUF per le società quotate, e segnatamente l'art. 149, c. 1, lett. c), col suo esplicito riferimento al sistema di controllo interno – ribadito dal quarto comma dell'art. 150 col suo espresso richiamo ai soggetti preposti al controllo interno – e l'art. 123-bis, c. 2, lett. b), il quale, nel regolare il contenuto della relazione sul governo societario, chiede che siano riportate le informazioni riguardanti "le principali caratteristiche dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno".

Ciò nondimeno, ritengo che la gestione dei rischi, come oramai si percepisce nell'esperienza nordamericana, sia una funzione fin troppo specifica ed autonoma, di assoluta rilevanza nella conduzione delle società quotate, ancor più se bancarie e finanziarie. Talmente specifica ed autonoma da meritare un'esplicita ed inequivocabile previsione che non sembra viceversa potersi ricavare con sicurezza neppure nella legislazione delle società quotate.

Funzione che assume invece l'auspicata rilevanza e centralità – diventando una componente essenziale del potere di vigilanza del CdA – nel Codice di Auto-disciplina delle società quotate che ha opportunamente considerato l'organo amministrativo (cfr. Relazione del 2012 del Comitato per la *Corporate governance*) la figura apicale del sistema dei controlli, in particolare della gestione dei rischi. Positivo il riconoscimento al CdA (già nell'art. 1) della funzione di definire la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, così come la funzione di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Esplicitazione che sarebbe quanto mai opportuno fosse recepita dalla normativa primaria.

Notevole, nell'art. 7, appare altresì l'articolazione del "*Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*", che coinvolge ben quattro organi dell'emittente, e cioè:

- 1) il comitato controllo e rischi che ha il compito di supportare le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, di esprimere pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;
- 2) il responsabile della funzione di *internal audit*, incaricato di verificare che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia funzionante e adeguato;

76 Cui si riferisce M. MAUGERI, op. ult. cit., p. 25

77 M. MAUGERI, op. ult. cit., p. 25-26.

- 3) gli altri ruoli e funzioni aziendali con specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi;
- 4) il collegio sindacale che vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Un vero e proprio concentrato di organi e di attribuzioni ricondotti al consiglio di amministrazione il quale, come si è bene osservato<sup>78</sup>, *"oltre all'anima connotata dal "governo" della gestione [...] ne incorpora un'altra, ad essa sinergica e complementare, tesa a "vigilare" sulla gestione, attraverso il presidio dei rischi aziendali"*.

## 6 Conclusioni

Queste brevi riflessioni consentono qualche considerazione finale. L'attuale disciplina italiana di rango primario in materia di delega e vigilanza degli amministratori è di per sé troppo complessa e delicata per suggerire ritocchi. Le soluzioni avanzate dagli interpreti possono costituire un sicuro viatico per valorizzare quest'importante funzione dell'organo amministrativo. Andrebbe eventualmente presa in considerazione la previsione normativa di un potere di ispezione individuale dell'amministratore delegante – dai più negato in sede interpretativa – per dotare di effettività il suo dovere di agire informato.

Diversa la valutazione per la gestione dei rischi – funzione di specifico rilievo per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – il cui deficit normativo si rivela poco giustificabile. Pare evidente che la disciplina dell'organo amministrativo di tali società beneficerebbe di previsioni che, alla stregua di quelle del Codice di Autodisciplina, attribuiscono allo stesso un ruolo preminente nella materia. La sede più opportuna di un intervento parrebbe quella della disciplina degli assetti. Le implicazioni che ne verrebbero in punto di responsabilità degli amministratori sono però difficili da preventivare, viste le incertezze in cui si sta imbattendo la giurisprudenza americana che, tuttavia, mostra di avere ben chiaro il rilievo e la specificità della funzione di gestione dei rischi, oramai ineludibile per l'organo amministrativo di qualsiasi ordinamento.

Ma le diversità strutturali dei modelli e della tradizione giuridica del nostro ordinamento potrebbero favorire scenari inaspettati che, a mio avviso, finirebbero comunque per far bene alla *governance* delle nostre grandi imprese. Benché un sano realismo sugli enormi guasti che sta provocando "la notte delle regole" – come Gian Domenico Mosco<sup>79</sup> ha giustamente definito lo scadimento della produzione legislativa anche in materia di impresa – dovrebbe indurre a non farsi illusioni, se non addirittura a sperare che la fine della "frenesia" normativa contribuisca ad un recupero di competitività delle imprese italiane e ad una migliore immagine del nostro sistema per le quelle straniere.

78 G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 37.

79 *La notte delle regole: responsabilità della politica e problemi di tecnica legislativa*, in AGE 2/2013, p. 351.

# Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma

Mario Stella Richter *jr*<sup>(\*)</sup>

1. Innanzi tutto una osservazione sulla evoluzione storica della disciplina dell'amministrazione delle società quotate. Né la c.d. mini-riforma delle società del 1974 (l. n. 216/1974), con la quale si istituì la Consob, né la versione originaria del TUF (d.lgs. n. 58/1998) contenevano previsioni particolari sull'organo amministrativo delle società emittenti: non si rintracciavano, dunque, indicazioni né in punto di *funzioni*, né in punto di *struttura* dell'organo amministrativo. Le uniche previsioni che di riflesso incidevano sulla disciplina dell'amministrazione degli emittenti erano alcune disposizioni in materia di collegio sindacale da cui era possibile inferire specifiche funzioni degli amministratori: la predisposizione di una struttura organizzativa adeguata (art. 149, comma 1, lett. c, TUF) e, nell'ambito della stessa, la individuazione di responsabili del sistema di controllo interno [art. 150, comma 3 (ora 4), TUF]; la attuazione di una regolare e periodica informativa degli amministratori nei confronti dei sindaci (art. 150, comma 1, TUF).

Nel 2003 viene fatto un intervento di mero coordinamento del TUF alle novità recate con la riforma organica delle società di capitali, e ciò essenzialmente per tenere conto del fatto che funzioni di controllo, fino ad allora riferite esclusivamente al collegio sindacale, devono poter competere, nei nuovi e alternativi sistemi di amministrazione e controllo<sup>1</sup>, a organi amministrativi (il consiglio di sorveglianza) o a loro articolazioni interne (il comitato di controllo sulla gestione).

In realtà, la riforma organica del 2003 reca – come è noto – profondissime innovazioni in materia di funzioni e ancor prima di struttura dell'organo amministrativo.

(\*) Università degli Studi di Roma Tor Vergata.

1 I sistemi di amministrazione e controllo così detti alternativi sono stati dunque (dopo iniziali dubbi, che, per vero, non avevano ragione di essere) espressamente ammessi per gli emittenti da specifiche disposizioni del TUF. Ciò nondimeno, non hanno ricevuto alcuna significativa applicazione tra le società quotate: meno di due emittenti su cento ricorrono al sistema dualistico o a quello monistico, mentre gli altri restano saldamente organizzati con la modalità tradizionale. Come se ciò non bastasse, assai di recente si è inaugurata una fase di ulteriore ripensamento della funzionalità del sistema dualistico da parte delle poche società quotate che lo avevano fin ad ora adottato.

2. Tuttavia, le novità in tema di disciplina dell'amministrazione introdotte dalla riforma organica, per divenire parte essenziale e connotante dello statuto speciale della società quotata, debbono attendere la promulgazione della c.d. legge sulla tutela del risparmio (l. n. 262/2005): si arriva così alla fine del 2005.

Tale legge – al di là delle severe critiche che furono abbastanza giustamente riservate alla tecnica normativa utilizzata – costituisce il vero e proprio punto di svolta per il tema che ci occupa. Essa introduce nel TUF una specifica sezione appositamente dedicata agli "organi di amministrazione" e le disposizioni contenute in quella sezione comportano una serie di implicazioni assai significative. Vediamone alcune<sup>2</sup>.

- (i) La disposizione che prescrive che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti con il voto di lista (art. 147-ter, comma 1, TUF) pone implicitamente il principio per cui la società quotata può essere amministrata solo da organi pluripersonali e, quindi, collegiali.
- (ii) La medesima previsione – prima ancora di essere funzionale a rendere possibile una particolare composizione del collegio – connota il procedimento di nomina delle cariche sociali e ne vincola lo svolgimento in tutte le fasi<sup>3</sup>:
  - le proposte su cui deliberare, e cioè le liste, si formano necessariamente *prima* e *al di fuori* della riunione assembleare, con indubbio incentivo al coinvolgimento degli investitori istituzionali e professionali, ma con un irrigidimento delle possibili dinamiche all'interno della adunanza assembleare (mi riferisco alla incapacità degli stessi investitori istituzionali di intervenire, fare proposte e votare al di fuori di un "percorso" prefissato e predeterminato);
  - la legittimazione ad avanzare proposte deliberative non è più di ciascun socio ma è riservata ad aliquote qualificate di capitale sociale;
  - l'oggetto della deliberazione è necessariamente unitario, nel senso che l'assemblea deve deliberare sulla complessiva formazione dell'organo e non può adottare tante deliberazioni quanti sono i componenti dell'organo da eleggere (ovviamente in caso di rinnovo integrale del consiglio)<sup>4</sup>.
- (iii) Alla necessaria unitarietà della delibera sono ricollegati ulteriori profili di rilevante novità e cioè quelli riguardanti le tante regole relative alla *composizione* dell'organo o degli organi amministrativi. Attraverso una serie ormai numerosa di interventi correttivi, modificativi e soprattutto integrativi, le norme del TUF

2 Per il tentativo di compiuta interpretazione, in chiave essenzialmente sistematica, delle regole speciali relative alla elezione e composizione dell'organo amministrativo di una società quotata mi permetto di rinviare al mio *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 51 ss.

3 Così anche S. ALVARO, G. MOLLO e G. SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, Quaderno giuridico della Consob n. 1 (novembre 2012), spec. p. 17 s.

4 E sempre che si tratti di votare, scegliendo tra liste contrapposte. Ove invece fosse presentata una sola lista e ove questa fosse composta di un numero di candidati maggiore di quelli da eleggere, lo statuto potrebbe già oggi prevedere un meccanismo di scelta referendaria degli amministratori sul modello del c.d. *majority voting* statunitense; modello ora propugnato come soluzione preferibile, *de lege ferenda*, da M. BELCREDI e L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

prevedono che, nell'ambito del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione), vi siano necessariamente o vi possano essere, sol che una componente della compagine sociale lo voglia, componenti con specifici requisiti personali di *onorabilità* (art. 147-*quinquies* TUF), di *indipendenza* (art. 147-*ter*, comma 4, TUF), di *provenienza* dalla scelta, dalla proposta e dalla decisione di una certa componente della compagine sociale (di "maggioranza" e di "minoranza": art. 147-*ter*, comma 3, TUF), di *genere* (art. 147-*ter*, comma 1-*ter*, TUF); non, tuttavia, di *professionalità*: il che mi pare una anomalia in un sistema che ha raggiunto questo grado di incisività (e, se si vuole, di paternalismo) nel regolare la composizione dell'organo amministrativo di una società quotata<sup>5</sup>. Al di là di una serie di questioni minute relative all'applicazione di queste diverse regole (stratificatesi in modo non sempre ordinato), le norme in questione rappresentano soprattutto la decisa tendenza dell'ordinamento a rendere il consiglio di amministrazione di una società quotata anzitutto il luogo di *composizione* se non di vari interessi quanto meno delle tantissime ed egualmente possibili visioni dell'interesse sociale<sup>6</sup>.

(iv) All'accresciuto peso della etero-regolamentazione sui profili strutturali e funzionali della organizzazione corrisponde una decisa enfattizzazione del rilievo della dimensione procedimentale dell'azione dell'organo amministrativo, con la emersione, talora raccomandata talaltra imposta, di pareri e altre attività istruttorie. Questa accentuata procedimentalizzazione dell'azione amministrativa si manifesta:

- in primo luogo, nella creazione di una dialettica pressoché necessaria tra componenti esecutive e non esecutive all'interno dell'organo amministrativo (necessariamente pluripersonale, come si è detto)<sup>7</sup>;

5 Sulla necessità di tornare a concentrarsi sul requisito di professionalità insiste, da ultimo, P. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 413 ss., spec. p. 414.

6 La accresciuta rilevanza della dimensione dialettica all'interno dell'organo amministrativo – che pare anche essere conseguenza della presenza in consiglio di amministratori espressione di diverse componenti della compagine sociale e che sempre più spesso sfocia in non commendevoli polemiche fatte strumentalmente trapelare dai protagonisti – pone il problema del regime di pubblicità delle opinioni dei dissenzienti. Si tratta di una questione rispetto alla quale si deve ricordare come il principio generale del nostro sistema – principio che dunque governa anche il funzionamento degli organi collegiali delle società – sia quello per cui non vi è spazio alla *pubblicità* di opinioni dissenzienti, salvo che nei casi espressamente previsti dalla normativa secondaria (mi riferisco alle due note ipotesi di *dissenting opinion* sul parere dell'emittente in caso di O.P.A. e su pareri e decisioni in materia di operazioni con parti correlate) e che il dissenso viene manifestato e fatto constare nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio a norma dell'art. 2392, comma 3, cod. civ., ma deve restare riservato. Inoltre, mi pare che, al di là della sicura vigenza del ricordato principio generale, una indiscriminata affermazione della possibilità di dare pubblicità alle opinioni dei singoli consiglieri e delle relative motivazioni al di fuori del consiglio costituisca un pericoloso *vulnus* al riserbo che dovrebbe rigorosamente coprire l'operato e le decisioni del consiglio e degli amministratori.

7 Il principio generale, pur sempre valido anche per gli emittenti, è che, per quanto previsto dallo statuto o autorizzato dall'assemblea, il ricorso alla delega non è obbligatorio per il consiglio di amministrazione: resta nella potestà e nella responsabilità del consiglio valutare la opportunità di ricorrervi e resta nella potestà del consiglio il potere di scegliere quale concreto e puntuale assetto dare alle deleghe gestorie (numero, struttura, ambito). Tuttavia, la stessa riforma organica del diritto societario ha reso in certo senso naturale fare ricorso alla delega nei consigli di amministrazione. In questo senso militano le previsioni dei commi 3 e 5 dell'art. 2381 cod. civ., con i quali il legislatore prende implicitamente atto che l'organo amministrativo, soprattutto se numeroso e formato da professionalità e componenti diverse e quindi anzitutto quello di una società quotata, difficilmente potrebbe efficacemente assolvere i propri compiti senza articolare nel suo seno le funzioni tra una componente esecutiva, e

- in secondo luogo, nella creazione di una necessaria dialettica tra componenti indipendenti e non indipendenti (ma in sostanza esecutive);
- in terzo luogo, nel ricorso sempre più frequente (e talora imposto: mi riferisco alla disciplina delle operazioni con parti correlate) alla creazione di articolazioni interne del consiglio con funzioni consultive e istruttorie;
- infine, assume sempre più rilievo il tema, ancora da indagare compiutamente<sup>8</sup>, della *motivazione delle deliberazioni* dell'organo amministrativo e delle sue articolazioni interne.

3. Tali essendo le tendenze e le linee della evoluzione del TUF, pare evidente come si sia andati sempre più verso una regolamentazione minuta e vincolante dei profili strutturali e funzionali relativi all'organo o agli organi amministrativi<sup>9</sup>.

Ciò è avvenuto – come si diceva – anzitutto attraverso specifiche disposizioni di legge, ma anche attraverso l'azione delle autorità di regolazione e di vigilanza. L'accelerazione degli ultimissimi anni nella compressione della autonomia statutaria e, più in generale, della autonomia di impresa è veramente imponente e mi pare un dato su cui riflettere. Essa sembrerebbe trovare la sua giustificazione nelle varie crisi che si sono succedute negli anni recenti: crisi finanziarie, economiche, di legalità. Bisogna, tuttavia, anche evitare che siano poi le stesse regole a ostacolare il mercato e il sistema quando mostra di potersi risollevarsi da dette crisi.

quindi delegata, e una componente non esecutiva, e quindi delegante; e questo non solo perché sarebbe difficile pensare che il consiglio si riunisca con la frequenza necessaria, ma anche perché la impresa non si presta a essere gestita con decisioni prese in modo assembleare. Il punto diventa allora non tanto quello di chiedersi che cosa succede se i soci vogliono la società gestita da uno o più amministratori delegati e i consiglieri di amministrazione non danno seguito a questa indicazione (magari espressa in assemblea al momento della nomina); ma cosa succede se gli amministratori, eletti in una società il cui statuto non prevede la possibilità di delega (o la limita a certe modalità, ad es. alla sola delega collegiale al comitato esecutivo), si avvedono che l'assetto organizzativo che ne deriva è inadeguato rispetto alle esigenze di quella impresa che sono chiamati a gestire. Mi pare che la risposta da darsi è che gli amministratori dovrebbero convocare un'assemblea per chiedere ai soci di autorizzare il ricorso alla delega, illustrandone le ragioni. Se poi l'assemblea non dovesse dare seguito a tale proposta, il consiglio avrebbe comunque la possibilità di attuare un assetto di deleghe interne attraverso l'attribuzione "in concreto" di funzioni a uno o più amministratori (come si esprime l'art. 2391, comma 1, cod. civ.).

Se invece il consiglio non procede a delegare ad alcuno dei suoi componenti alcuna funzione gestoria mi pare che si ponga una ulteriore questione, cui qui posso solo accennare; e cioè il problema di come considerare gli amministratori posti allora, almeno formalmente, tutti sullo stesso piano: sono tutti esecutivi o sono tutti non esecutivi (magari perché le funzioni esecutive sono attribuite, non delegate, si noti bene, al direttore generale)? Il problema è rilevante soprattutto nelle società quotate per le quali si impone (art. 147-ter, comma 4, TUF) e si raccomanda (dal Codice di autodisciplina promosso da Borsa italiana) la presenza di componenti indipendenti all'interno del consiglio; la qual cosa non sarebbe evidentemente possibile se si considerassero tutti gli amministratori come titolari, in quanto componenti di un organo collegiale, di una funzione esecutiva (posto che la qualifica di esecutivo è quasi in ogni caso incompatibile con quella di indipendente).

- 8 Sulla rilevanza della motivazione in talune scelte gestorie v., da ultimo, le importanti considerazioni di G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, p. 29 ss.
- 9 Come conferma anche il limitatissimo spazio lasciato alla autonomia statutaria per introdurre presupposti più restrittivi per l'esercizio del diritto di presentare candidature e votare liste per le cariche sociali; al riguardo si vedano, ad esempio, le ipotesi fatte da L.A. BIANCHI, *Note in materia di clausole di sbarramento ai fini della presentazione di liste per l'elezione di amministratori indipendenti*, in *Il diritto delle società oggi. Studi in onore di G. Zanarone*, Torino, 2011, p. 399 ss.



Ad ogni modo, una delle prime e più dirette conseguenze di questa progressiva regolamentazione imperativa dei sistemi di governo societario mi pare rappresentata da un certo svuotamento di significato della esperienza della autoregolamentazione e del codice di autodisciplina, che pure era stata una esperienza assai significativa per il miglioramento del buon governo societario tra la fine del '900 e i primissimi anni di questo secolo. Restituire spazio alla autonomia statutaria e alla libertà di impresa potrebbe rivitalizzare la importante funzione dell'autoregolamentazione.

4. Perciò credo che sia venuto il momento di ripensare – in modo scevro da pregiudizi e “particolarismi” – i meccanismi di elezione e le regole sulla composizione del consiglio di amministrazione. Se ne iniziò concretamente a parlare nei tavoli tecnici organizzati un paio di anni fa dalla Consob e sul punto è significativamente tornato il Presidente Vegas nell'ultimo incontro con il mercato finanziario<sup>10</sup>.

Le regole vigenti appaiono, a mio avviso, non pienamente congruenti con la attuale realtà societaria per più ordini di ragioni.

- (i) Abbiamo a che fare con un sistema oramai troppo rigidamente regolato per una realtà – quella appunto delle società emittenti di diritto italiano – estremamente diversificata e in sempre più rapida evoluzione: che cosa hanno in comune una società come l'Eni e una che capitalizza l'equivalente del valore di pochi appartamenti al centro di Milano? che cosa hanno in comune società con qualche centinaio di migliaia di azionisti iscritti al libro soci e società con poche centinaia di soci? la stessa composizione delle compagini sociali e delle sue diverse *constituencies* è profondamente mutata anche solo negli ultimi dieci anni.
- (ii) Dobbiamo comunque tenere presente che ormai sul nostro mercato regolamentato e anche sul suo segmento più rappresentativo sono quotate un certo numero di società di diritto straniero<sup>11</sup> e quindi si pone inevitabilmente, anche all'interno del medesimo mercato, un tema di concorrenza tra ordinamenti.
- (iii) Alcuni degli istituti cui si è alluso, e primo fra tutti quello del voto di lista (con obbligo di riserva di alcuni posti in consiglio alla lista di minoranza), danno buona prova di sé – e l'osservazione è largamente condivisa in letteratura<sup>12</sup> – solo in presenza di una compagine sociale composta in misura significativa da una ampia platea di “investitori istituzionali” (i quali, peraltro, sono una realtà assai variegata e si dimostrano alla prova dei fatti portatori di interessi fortemente eterogenei, sicché anche per loro è da rifiutarsi qualsiasi ragionamento omologante e generalizzante).

10 *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, Milano, 5 maggio 2014, p. 15. L'esigenza di un ripensamento traspare anche in S. ALVARO, G. MOLLO e G. SICILIANO, *op. cit.*, spec. p. 30 ss.

11 La capitalizzazione delle società estere ricomprese nel FTSE-Mib è di oltre 26 miliardi di euro, su un totale di 410 e incide quindi per il 6,35% circa (dati del maggio 2014 consultabili in <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche>).

12 Per esempio, da ultimo, L. ENRIQUES, *La carica dei fondi in assemblea? Positiva, ma si può fare di più. Ecco come*, in *Corriere Economia* del 26 maggio 2014, p. 13.

(iv) D'altro canto, la contrapposizione tra amministratori così detti di maggioranza e amministratori così detti di minoranza ha senso (logico prima che giuridico) solo in presenza di uno stabile assetto proprietario della società. Ma tale stabile assetto è sempre più spesso in via di superamento: se è infatti vero, da un lato, che sul nostro mercato una vera e propria *publicly held corporation* (da non confondersi con la *public company*) resta pur sempre una *rara avis*, è altrettanto vero, d'altro lato, che non è infrequente da ultimo constatare come liste di candidati, che all'atto della presentazione sono percepite e credute di maggioranza, risultino, alla prova del voto, di minoranza e, correlativamente, le liste presentate come di minoranza (e perciò magari composte di un numero incompleto di candidati) risultino di maggioranza (per effetto del convergere su di esse dei voti del "mercato")<sup>13</sup>.

5. Affermare che un sistema deve essere ripensato non è, tuttavia, sufficiente se non ci si fa carico di avanzare delle proposte almeno sulla direzione del ripensamento. A mio avviso, esse dovrebbero essere, in coerenza con quanto appena detto, le seguenti.

Anzitutto, si devono isolare, nell'ambito dello statuto speciale della società quotata, alcune regole su nomina e composizione del consiglio di amministrazione che valgano solo per le società a grande capitalizzazione e con compagine azionaria estremamente diffusa (in sostanza le *blue chips* o, per avere un riferimento più preciso, le società del FTSE-Mib<sup>14</sup>). Solo per queste si giustificano molti degli istituti oggi inderogabilmente previsti in materia di composizione degli organi amministrativi.

Più in generale direi che deve diminuirsi il grado di rigidità e imperatività delle regole sulla composizione del consiglio, mentre vanno mantenute le disposizioni che impongono di rendere autonoma, nell'ambito del procedimento deliberativo, e anticipata nel tempo, rispetto alla data dell'assemblea, la fase di proposizione delle candidature. Con il ruolo predominante che oggi svolgono gli investitori professionali non è pensabile, pena la loro sostanziale emarginazione dalle dinamiche assembleari, che le proposte di voto siano fatte per la prima volta in assemblea. Benissimo quindi la tecnica delle liste e del voto di lista per la elezione delle cariche sociali, ma maggiore elasticità nella previsione della modalità di composizione dei consigli di amministrazione.

La restituzione di spazio all'autonomia statutaria naturalmente dovrà avvenire in modo graduale e quindi, anzitutto, nel pieno rispetto degli affidamenti di chi ha investito in quelle società confidando in un certo sistema di governo societario fin qui inderogabilmente garantito da norme di legge (intendo cioè dire che la modifica-

13 Il fenomeno è recente, ma in via di diffusione grazie anche agli effetti combinati della *record date* e del maggior peso di investitori istituzionali stranieri nel capitale delle società italiane quotate.

14 Si tenga comunque presente che le società che compongono l'indice del FTSE-Mib capitalizzano oltre l'80% della intera capitalizzazione delle società quotate alla Borsa italiana (secondo i dati del maggio 2014, consultabili in <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche>).

zione delle correlative regole statutarie dovrebbe essere, in ogni caso, presupposto per l'esercizio del diritto di recesso<sup>15</sup>).

Sempre in nome del suddetto passaggio graduale si potrà pensare di fare ricorso a *norme* bensì imperative ma *temporanee*, che mi pare abbiano dato buona prova quando fino ad ora utilizzate. Mi riferisco chiaramente alla disciplina delle quote di genere che tra non molto perderà il suo carattere imperativo, ma che ha indubbiamente fatto a tutti apprezzare il valore della diversità nell'ambito di un organo collegiale anche con funzioni di composizione quale è definitivamente divenuto il consiglio di amministrazione<sup>16</sup>. Intendo dire che molte delle previsioni attualmente vigenti senza limiti di tempo, come quelle sugli amministratori "di minoranza" o indipendenti, potrebbero essere rese temporanee.

Inoltre, la esigenza di una maggiore flessibilità potrebbe essere soddisfatta in modi che comunque non si risolvano nella adozione di un sistema di elezione degli organi sociali schiettamente maggioritario. Intendo dire che è ben possibile pensare di affiancare al sistema del voto di lista con riserva necessaria di posti in consiglio per la minoranza altre possibili soluzioni che pure consentano di dare adeguata diversità al consiglio anche in punto di estrazione delle sue diverse componenti. Penso quindi al voto cumulativo o a meccanismi elettorali proporzionali (a cominciare dal diffusissimo metodo D'Hondt o dei quozienti interi), ma senza riserva necessaria per le minoranze ove non attingano le soglie richieste dal meccanismo stesso.

Una esigenza di "pluralismo" e di diversificazione nella composizione dell'organo amministrativo collegiale potrebbe essere anche perseguita e realizzata imponendo (sempre statutariamente) liste con un numero di persone più alto di quelle da eleggere e con possibilità quindi di valorizzare le preferenze della compagine sociale<sup>17</sup>. Anche qui molto dipende ovviamente dalle singole realtà societarie.

Ripensare una legislazione troppo minuta e cogente consentirebbe non solo di eliminare alcune previsioni che comportano difficili problemi interpretativi (quali quelli indicati nel *1° Rapporto sulla applicazione del codice di autodisciplina*<sup>18</sup>, e cioè la eliminazione di una doppia definizione di indipendenza), ma di sanare delle vere e

15 A tale fine, sarebbe probabilmente opportuno prevedere espressamente per legge, in occasione della modificazione dell'art. 147-ter TUF, che la modificazione statutaria resa conseguentemente possibile sia presupposto del diritto di recesso. Infatti, potrebbe essere dubbia l'applicazione dell'art. 2437, comma 1, lett. g) cod. civ.

16 Ricordo che la stessa proposta di Direttiva comunitaria volta a promuovere l'equilibrio di genere negli organi amministrativi delle società quotate europee prevede norme di carattere temporaneo (destinate a scadere nel 2028).

17 È il già ricordato sistema del *majority vote*, propugnato da M. BELCREDI e L. CAPRIO, *op. cit.*, i quali, tuttavia, auspicano – se ben comprendo – che esso sia previsto e inderogabilmente imposto dalla legge come soluzione necessaria, mentre, a mio avviso, all'attuale sistema dovrebbe sostituirsi un sistema più flessibile, con disposizioni di principio e variare a seconda delle diverse realtà societarie, nell'ambito del quale questa potrebbe essere una delle soluzioni statutariamente realizzabili, ma non anche quella normativamente imposta. Nel medesimo senso va nella sostanza la recente (e forse troppo complessa) proposta di L. ENRIQUES, *op. cit.*, secondo il quale, «fermo il sistema del voto di lista», si dovrebbe prevedere che i singoli candidati siano soggetti anche a un voto individuale e «in caso di mancato gradimento da parte della maggioranza» i componenti eletti dovrebbero «assoggettarsi a un voto individuale nell'assemblea annuale successiva» e, se anche in quella sede non raggiungessero la maggioranza, decadrebbero.

18 COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione Annuale 2013. 1° Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, p. 12: «Il Comitato si chiede se non siano maturi i tempi per tentare di ricondurre a un criterio unitario la definizione d'indipendenza. Questo approccio consentirebbe di superare la dicotomia tra "amministratori indipendenti da legge" e "amministratori indipendenti da autodisciplina"».

proprie aporie legislative come quella che impone la presenza di un consigliere indipendente nei consigli di gestione con più di quattro componenti (art. 147-*quater*, comma 1, TUF).

Sempre a proposito del requisito della indipendenza, e nella misura in cui mantenga questa centralità, pare arrivato il momento di iniziare a pensare istituti di autodisciplina che ne consentano un controllo e una verifica anche a istanza di componenti endosocietarie.

Naturalmente, molto si attende dagli emittenti e dall'autodisciplina. Autonomia statutaria e raccomandazioni autodisciplinari sarebbero chiamate a riappropriarsi del fondamentale ruolo di innovazione e di traduzione in modelli adatti alle diverse realtà societarie dei principi che dovrebbero allora costituire il contenuto del futuro auspicato assetto normativo. In questo senso, gli statuti possono poi prendere in seria considerazione il ricorso a istituti negletti nella pratica, ma già oggi sicuramente utilizzabili; e, in questo senso, molto mi pare che si possa ancora fare a livello di Codice di autodisciplina per incoraggiare il ricorso a queste pratiche.

Penso anzitutto al riconoscimento da parte di clausole statutarie di una legittimazione concorrente del consiglio di amministrazione uscente alla proposizione di liste di candidati<sup>19</sup>. Candidature provenienti dal vecchio consiglio di amministrazione (peraltro sistematicamente coerenti con l'istituto della cooptazione) avrebbero a mio avviso il grande pregio di essere viste con estremo favore dagli investitori istituzionali (soprattutto) stranieri, che sono adusi a tale prassi, e, inoltre, consentirebbe di dare effettività e concretezza a quella raccomandazione (che fin qui mi è parsa un esercizio un po' di stile) in virtù della quale il consiglio di amministrazione, tenuto conto degli esiti dell'autovalutazione e prima del suo rinnovo, dovrebbe esprimere orientamenti sulla sua futura composizione<sup>20</sup>.

Sarebbe ormai opportuno che gli stessi statuti impongano la presentazione di liste complete di candidati<sup>21</sup>, quanto meno per l'organo di controllo<sup>22</sup>, posto che

19 Anche qui mi parrebbe inopportuno farne oggetto di obbligo (come invece auspicato da M. BELCREDI e L. CAPRIO, *op. cit.*); potrebbe invece, in una prospettiva di riforma, prevedersi con norma dispositiva la legittimazione del consiglio a presentare liste di candidati per il suo rinnovo.

20 *Codice di autodisciplina* (2011), criterio applicativo 1.C.1, lett. h.

21 Mentre per L. ENRIQUES, *op. cit.*, il rimedio dovrebbe consistere nell'imporre (normativamente, a quanto capisco) che «il socio presentatore di una lista debba contestualmente presentare le proposte conseguenti alla mancata elezione dell'intero consiglio, a pena di inammissibilità di proposte di candidati da parte sua o di soggetti a lui collegati in assemblea» (e al riguardo rilevo la inopportunità di riproporre a livello normativo una ulteriore ipotesi di collegamento rilevante, ipotesi di sempre incertissima interpretazione; d'altronde è facile osservare che qualsiasi socio, anche in nessun modo collegato, avrebbe comunque il potere in assemblea di proporre candidati "graditi" al socio presentatore della lista... a meno che non si ritenga che costituisca ipotesi di "collegamento" il fatto stesso di proporre nomi da quest'ultimo voluti).

22 Nel caso dell'organo di controllo, infatti, non viene comunque in rilievo la remora degli investitori istituzionali di fare proposte che possano portare, attraverso la nomina della eventuale maggioranza degli amministratori, a svolgere una influenza dominante sulle scelte di vertice relative alla gestione della società (e cioè anzitutto la scelta della maggioranza degli amministratori). Di tale remora si dovrebbe poi approfondire fondamento e ragionevolezza, che potrebbe risiedere anche nei maggiori costi e oneri che la presentazione di una lista (ma allora, ancora una volta, essenzialmente di amministratori) comporta in termini di selezione dei candidati, di condivisione del consenso sui loro nomi, ecc.

Nella pratica dei *proxy contest* statunitensi gli investitori attivisti hanno fatto negli ultimi anni largo ricorso alle così dette *short (or minority) slates* e sono state assai più raramente utilizzate le *control (or majority)* o le *full slates*.

non ha molto senso pensare *ex ante* – almeno di fronte ad assetti proprietari poco concentrati – a liste di maggioranza o di minoranza.

Anche meccanismi di rinnovo parziale dell'organo amministrativo, come quello del c.d. *staggered board*, dovrebbero essere tenuti maggiormente presenti da quelle realtà societarie legittimamente in cerca di un assetto di controllo più stabile e di un profilo che per semplicità direi più *istituzionale* e *manageriale*.

Infine, una maggiore attenzione dovrebbe essere riposta nei *requisiti di professionalità*, eventualmente prevedendosi, accanto a quelli di professionalità *generica* (valevoli per tutti gli amministratori), requisiti di professionalità *specifici* per una componente del collegio. In questa prospettiva, al fine di valorizzare le specifiche competenze dei singoli componenti all'interno del consiglio, sarebbe pure possibile pensare alla previsione di un *casting vote* consiliare da riconoscersi in capo a singoli amministratori (individuati per il loro specifico requisito di professionalità) per specifiche deliberazioni.

**6.** In realtà – e concludo – non c'è un unico modello di società quotata; così come non è opportuno ipotizzare una unica concezione di interesse che la stessa è chiamata a perseguire. Come possono essere e, aggiungerei, debbono poter essere tanti, nel loro concreto atteggiarsi, gli interessi sociali, così mi pare necessario che essi trovino modo di manifestarsi statutariamente, anche nelle regole sul governo della società.

Sulle ragioni del successo della regola della SEC che consente la presentazione di *short slates* (17 C.F.R. § 14a-4(d)) cfr. T. BRIGGS, *Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis*, in 32 *J. Corp. L.*, 2007, p. 681 ss., a p. 688, e M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR* 2013, p. 228 ss., a p. 344, secondo i quali le *short slates* permettono «a less confrontational (and therefore less risky) engagement with management that might be more attractive to an institutional voting base».



# I controlli interni – Sovrapposizioni e inefficienze nei controlli societari

Marcella Panucci<sup>(\*)</sup>

Il tema dei controlli delle società quotate è molto caro alle imprese e richiede un approccio equilibrato, che tenga conto dei loro interessi e delle difficoltà operative che esse si trovano a gestire.

Nel diritto societario moderno, i controlli interni rientrano nel più ampio sistema di controllo interno, che rappresenta uno dei pilastri fondamentali della struttura di *corporate governance* delle società quotate.

L'obbligatorietà del sistema di controllo interno è stata espressamente sancita dal legislatore ma solo con il Codice di Autodisciplina se n'è avuta una definizione come l'insieme "delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi".

È il Codice stesso che, oltre a evidenziare che la nuova concezione dei controlli ruota attorno alla nozione di rischi aziendali e alla loro gestione, chiarisce che un sistema di controlli interni per essere efficace presuppone il coordinamento e l'interdipendenza delle proprie componenti e deve essere a sua volta integrato nel generale assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.

Tuttavia, il nostro sistema dei controlli interni sembra ancora lontano da un simile modello, a causa del succedersi di interventi talvolta non coordinati tra loro, dettati – troppo spesso – solo dall'onda dell'emotività che fa seguito ad alcuni gravi scandali finanziari.

Da un dato momento in poi, il baricentro dei controlli si è spostato dal piano del risarcimento *ex post* a quello della prevenzione *ex ante*. Questo momento è segnato dal processo di regolamentazione innescato dalla nascita della Consob.

Dopo una prima fase che ha interessato i settori speciali, tale processo di regolamentazione si è concentrato sulle società quotate, per poi estendersi con la

(\*) Confindustria.

Riforma Vietti a tutte le società per azioni. Alcune previsioni sono state potenziate dalla legge sulla tutela del risparmio e dal successivo correttivo, che hanno altresì introdotto un'apposita sezione dedicata all'informazione finanziaria, istituzionalizzando la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, e sono intervenuti sulla composizione del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale per garantire la presenza di rappresentanti della minoranza.

Procedendo a lunghi passi, le ultime novità normative sono state il frutto delle numerose direttive comunitarie, che hanno portato all'introduzione di nuove regole in tema di informazioni su governo societario e assetti proprietari e all'attribuzione al collegio sindacale delle attività del comitato per il controllo interno e la revisione contabile, con funzioni di monitoraggio sul processo di revisione dei conti.

Nel solco degli interventi in materia di controlli interni, un altro filone normativo attiene al profilo dell'assetto organizzativo e gestionale della società. In particolare, il riferimento è al d.lgs. n. 231/01, che ha sancito nel nostro ordinamento la responsabilità amministrativa dell'ente per i reati commessi al suo interno e nel suo interesse o vantaggio. Inoltre, la riflessione può interessare anche la disciplina sull'antiriciclaggio (d.lgs. n. 231/2007).

Infine, alle novità normative si è affiancato il contributo del Codice di Autodisciplina, che ha fornito una definizione di controllo interno, mutuandola dai *framework* internazionali. Inoltre, esso ha ripartito le competenze in seno al consiglio di amministrazione distinguendo tra amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti.

Basta questa breve panoramica per cogliere l'elevato grado di complessità del sistema italiano dei controlli interni nelle società quotate. Infatti, la produzione normativa e regolamentare degli ultimi anni, non ascrivibile a un unico disegno coerente, ha generato quello che da più parti è stato definito come un vero e proprio reticolo.

Per rimettere ordine, dottrina e giurisprudenza hanno fatto ricorso a diverse classificazioni. In particolare, il concetto di controllo è stato scomposto in controllo di *merito*, di *adeguatezza organizzativa*, di *correttezza gestionale*, di *legalità*.

Una ulteriore classificazione è quella relativa alla distinzione tra controlli *diretti* e *indiretti*. I primi, detti anche di *primo livello*, definiscono e gestiscono i controlli di linea, insiti nei processi operativi (ad esempio, i controlli di tipo gerarchico); i secondi si distinguono a loro volta in controlli di *secondo livello*, che consistono nell'attività di monitoraggio e gestione dei tipici rischi aziendali (ad esempio, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari) e di *terzo livello*, che forniscono una valutazione oggettiva e indipendente delle procedure di controllo e degli assetti organizzativi di cui tali procedure sono parti integranti (ad esempio, funzione di *internal audit*).



Ancora, si suole operare una distinzione tra *controllo*, inteso come un'attività di verifica più persuasiva, e *vigilanza*, considerata come un'attività di sorveglianza generale e, di regola, indiretta.

Tuttavia, si tratta di complesse categorie logico-giuridiche che spesso confondono le imprese. Queste ultime, infatti, hanno subito non pochi costi, intralci e ritardi a causa delle incertezze interpretative, generate dall'eccesso di regolamentazione e dalle sofisticate ricostruzioni dottrinarie.

Occorre allora prendere atto che i soggetti a vario titolo coinvolti nei controlli societari sono troppi. I rischi di *overlapping* tra organi e funzioni sono state ben evidenziati da un recente lavoro di ricerca della Consob sul tema.

Volendo citare qualche esempio, sul fronte dell'adeguatezza delle procedure amministrative e contabili, si assiste a una sostanziale convergenza tra i compiti dell'OdV e quelli del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e tra i compiti di quest'ultimo e quelli degli organi delegati.

Ancora, la verifica dell'adeguatezza degli assetti societari è affidata sia al CdA con una funzione di *valutazione*, sia al collegio sindacale con una funzione di *vigilanza*. Ne deriva che, nel tentativo di distinguere tra le competenze dell'organo gestorio e dell'organo di controllo, si deve ricorrere a quelle categorie logico-giuridiche che – come si è detto – rappresentano un ulteriore elemento di complessità. Per non parlare del dibattito sulla coincidenza delle attività di collegio sindacale e comitato di controllo interno.

Ciò che emerge è una diffusa sovrapposizione di ruoli e una duplicazione di attività che, oltre a imporre vincoli e costi eccessivi, generano inefficienze. Infatti, in un sistema privo di un'adeguata separazione dei poteri e dei doveri, il risultato è una generale confusione tra le rispettive attribuzioni e un elevato rischio di deresponsabilizzazione dei soggetti coinvolti, ciascuno dei quali tenderà a imputare la mancata attivazione del controllo previsto al soggetto concorrente.

L'analisi normativa ed empirica conferma che il pericolo di un cortocircuito dei controlli societari è ormai elevato.

Benché la consapevolezza di tale pericolo sia maturata già da qualche tempo, il legislatore ha tentato di porvi rimedio limitandosi a introdurre nuove figure di controllori. L'obiettivo era rendere più efficiente e ineludibile la macchina dei controlli interni; il risultato è stato di ingolfarla.

Occorre allora invertire questa tendenza e puntare a una semplificazione e razionalizzazione del sistema, che porti a una riduzione del numero degli attori coinvolti e a una chiara individuazione delle competenze.

Qualcosa in questa direzione si è mossa.

Ad esempio, la legge di stabilità del 2012, grazie anche a un forte *pressing* di Confindustria, ha riconosciuto la possibilità di attribuire la funzione di OdV anche al collegio sindacale e agli organi di controllo nei modelli alternativi.

Volendo fare riferimento a casi più recenti, si può pensare al Progetto *PiùBorsa*, a cui hanno aderito anche la Consob e Confindustria, incentrato sulla definizione di strumenti e semplificazioni regolamentari, idonei a favorire l'apertura al mercato dei capitali da parte delle PMI.

In quella sede, sul presupposto di quanto l'oneroso apparato dei controlli disincentivi la quotazione, è stato proposto di eliminare la necessità di creare o individuare un organo collegiale quale titolare della funzione di OdV.

Tuttavia, la strada da fare è ancora tanta. Le ipotesi di lavoro già sul tavolo sono diverse.

Bisognerebbe, ad esempio, distinguere i controlli in base alla natura degli interessi che ne sono oggetto.

In particolare, i controlli interni dovrebbero essere finalizzati alla tutela di interessi interni alla società, quindi degli interessi degli azionisti; mentre la tutela degli altri interessi rilevanti, ad esempio quelli dei creditori, dovrebbe essere rimessa ai soggetti esterni.

Ancora, sarebbe necessario considerare l'aspetto dimensionale e gli assetti proprietari delle imprese. L'esigenza di una graduazione dei controlli e di una semplificazione degli adempimenti è più forte nelle realtà di minori dimensioni e in quelle che presentano una compagine sociale ristretta, specie laddove vi sia una sostanziale corrispondenza tra soci e amministratori.

Infatti, in società di piccole dimensioni o a ristretta base partecipativa, l'esigenza di garantire i necessari controlli sulla gestione e sui conti dell'impresa va opportunamente temperata con quella di evitare oneri procedurali e costi ingiustificati. Pertanto, in assenza di particolari interessi "esterni" da tutelare, come quelli degli azionisti di minoranza, sarebbe auspicabile rimettere determinate scelte di natura organizzativa all'autonomia contrattuale.

Si prenda l'esempio degli amministratori di minoranza: pur non trattandosi di controllori in senso stretto, ha davvero senso prevederne la presenza anche in società di piccole dimensioni e/o a ristretta base partecipativa? Per giunta, in un modello – quello attuale delle società quotate – che vede la compresenza di questa figura – e del voto di lista, che rappresenta esso stesso un appesantimento procedurale – con quella degli amministratori indipendenti. Ai quali pure è rimesso il compito di assicurare un'efficace dialettica all'interno dei lavori del consiglio.

Infine, bisognerebbe avere il coraggio di individuare soluzioni che abbandonino schemi concettuali obsoleti; che vadano oltre una cultura, tipica del nostro ordinamento, maggiormente attenta alla legalità formale invece che all'efficacia concreta, mettendo in discussione consolidate rendite di posizione.

In questo discorso, potrebbe inserirsi, ad esempio, un ripensamento della stessa figura degli amministratori indipendenti. Infatti, gli scandali finanziari da un lato e le difficoltà di individuare con precisione i requisiti essenziali dell'indipendenza dall'altro dimostrano che l'istituto presenta profili critici.

Il punto di caduta ruota attorno al significato del termine *indipendenza*. Se con ciò si intende la libertà di giudizio, allora si tratta di un elemento che, lungi dal fondarsi su dati esteriori e generalizzati, attiene alla sfera interiore del singolo. Pertanto, più che una tipizzazione della figura dell'amministratore indipendente, occorrerebbe pensare a strumenti di verifica dell'agire indipendente.

In conclusione, le proposte di riforma dovrebbero tendere a un punto di equilibrio tra controlli efficaci e snellezza operativa, contemperando gli interessi in gioco e seguendo poche e chiare linee direttrici. La prima occasione utile per ripensare i modelli attuali non è lontana: il recepimento della direttiva c.d. *Accounting*, che dovrà avvenire entro il 2015.



# Dall'adeguatezza degli assetti organizzativi al sistema monistico quale "assetto organizzativo adeguato"?

Maurizio Irrera<sup>(\*)</sup>

## 1 Premessa. Il sistema dei controlli societari e le sue esigenze di razionalizzazione

Costituisce un'affermazione unanimemente condivisa che il sistema dei controlli interni delle Società per Azioni, in particolare di quelle con azioni quotate e di quelle finanziarie (in senso lato) sottoposte alla vigilanza delle diverse Autorità indipendenti, sia oggi affetto da un fenomeno di *overshooting* regolamentare.

Si tratta, peraltro, di un fenomeno che non riguarda esclusivamente la legislazione interna, ma si rinviene altresì – in misura differente – negli ordinamenti di nazioni ad economie avanzate, quali ad esempio gli Stati Uniti (le cui soluzioni normative sono state di frequente prese a modello dai paesi europei). Emblematico di tale ipertrofia regolamentare in materia di controlli, infatti, è proprio il *Dodd Frank Act*<sup>1</sup>, intervento legislativo costituito da un testo di legge *monstre*, di oltre ottocento pagine, al quale peraltro hanno fatto – e fanno tuttora – seguito copiosi regolamenti attuativi. Il che conduce ad avere un complesso e stratificato *corpus* normativo, suscettibile di confondere, più che di guidare, gli operatori economici.

Analoghi problemi di stratificazione e sovrapposizione di norme e di funzioni, peraltro, involgono la nostra legislazione sui controlli societari. Siamo dinnanzi ad un caso di "elefantiasi normativa"<sup>2</sup>, che rischia esclusivamente di ingessare i controlli entro schemi formali eccessivamente rigidi ed inidonei a fronteggiare la realtà dei mercati.

(\*) Università degli Studi del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro".

1 Vale a dire la riforma di *Wall Street*, emanata nel luglio 2010 dal governo statunitense, in risposta agli scandali finanziari che avevano colpito il paese negli anni precedenti ed alla conseguente crisi economica globale, «*to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices*».

2 Così si è significativamente espresso lo stesso Presidente VEGAS, ne il *Discorso del presidente al mercato finanziario* tenuto all'*Incontro annuale con il mercato finanziario* in data 5.5.2014, 11.

Per rendersi conto di tale sovrabbondanza è sufficiente gettare un rapido sguardo al catalogo dei soggetti che siedono al tavolo dei controlli societari, tavolo che, come ho già avuto modo di osservare in altra sede<sup>3</sup>, si rivela piuttosto affollato da "commensali" vari.

Fra i invitati, un ruolo di primo piano spetta ovviamente al *Collegio sindacale*, che rappresenta il vertice del sistema di controllo e, affrancato dai compiti di revisione contabile, ha oggi la mansione di vigilare sulla correttezza dell'amministrazione e sul rispetto di legge e statuto; con la L. n. 39/2010, inoltre, sono state attribuite a tale organo anche la qualifica e le funzioni di *Comitato per il controllo interno e la revisione contabile*.

Operano, poi, funzioni di controllo, taluni *Comitati interni* costituiti in seno al Consiglio d'amministrazione (anche in applicazione delle *best practices* o di norme di autoregolamentazione) fra cui particolare rilievo ha assunto il *Comitato controllo e rischi*, disciplinato dall'art. 7 del Codice di Autodisciplina. Accanto ad essi, sempre in posizione di ausilio nei confronti del Consiglio di amministrazione, va menzionato altresì l'Organismo di vigilanza e controllo ex d.lgs. n. 231/2001 (le cui funzioni oggi possono essere affidate al Collegio sindacale), con l'incarico di vigilare sui modelli organizzativi di prevenzione dei reati implicanti la responsabilità amministrativa dell'ente.

Ma non è tutto.

Al tavolo dei controlli societari seggono ancora: *a) il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari* (art. 154 bis TUF, introdotto dall'art. 14, L. n. 262/05; *b) gli amministratori indipendenti* (anche organizzati in Comitato), ai quali competono specifici poteri di indirizzo e controllo nella galassia delle operazioni con parti correlate ed interessate; *c) i soggetti che svolgono le funzioni aziendali di controllo* indicate dal Regolamento congiunto BANCA D'ITALIA – CONSOB delli 29 ottobre 2007, vale a dire *risk management, compliance ed internal audit*.

Da ultimo, occorre segnalare come lo stesso *Consiglio d'amministrazione*, quale organo di supervisione strategica, eserciti forme di controllo, essendo incaricato di vigilare con autonomia di giudizio sulla gestione sociale, contribuendo ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione.

Il sistema di controllo sopra sintetizzato, dunque, si presenta frammentario, frastagliato e sovrabbondante. In particolare, è difficoltoso individuare le relazioni ed i compiti spettanti a ciascun organo deputato al controllo, così come pare arduo determinare il contenuto, la frequenza e la tipologia dei flussi informativi tra i vari soggetti; il tutto a detrimento dell'incisività e dell'efficacia dei controlli.

Non stupisce, perciò, che – dinanzi ad un panorama così confuso – sempre più imprese guardino al controllo interno come ad una serie di fastidiosi adempimenti

<sup>3</sup> IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano 2009, 127.

meramente burocratici, che distolgono dalle stesse risorse ed energie più utilmente impiegabili per lo sviluppo del *core business*. La conseguenza di tale diffidenza verso i sistemi di controllo è un'ulteriore ragione di resistenza, da parte delle società che ne avrebbero i requisiti, al quotarsi in borsa, anche al fine di evitare di dover soggiacere a discipline sul controllo interno più dispersive che efficaci. Questa resistenza, anzi, in prospettiva potrebbe comportare, per una strana ma non imprevedibile eterogenesi dei fini, a fenomeni – già verificatisi in alcuni paesi stranieri – di vero e proprio *delisting*.

È particolarmente sentita, dunque, l'esigenza di una semplificazione del sistema dei controlli interni nelle società, come peraltro segnalato dal Presidente della Consob nell'*Incontro annuale* già menzionato<sup>4</sup>.

## 2 La nozione di controllo in relazione all'obbligo di corretta amministrazione e di predisporre assetti organizzativi adeguati

Per intanto, al fine districarsi all'interno della pleora di soggetti e funzioni contemplate dal vigente sistema di controllo, può essere utile compiere un passo indietro e soffermarsi su alcune acquisizioni consolidate in tale materia.

Una prima acquisizione discende dalla nozione stessa di "controllo" e dall'evoluzione subita nel tempo da tale nozione. È opinione condivisa fra gli interpreti che essa sia molto diversa dall'origine; nel suo significato tradizionale rappresentava una verifica *ex post* rispetto ad un atto o ad un comportamento. Nel moderno diritto societario, il controllo è intrinseco e coesenziale alla funzione gestoria e riguarda essenzialmente la gestione del rischio; esso accompagna l'attività di impresa attraverso la valutazione delle strutture organizzative progettate e messe in esercizio dal *management* rispetto agli obiettivi di rischio prescelti. In altri termini, esso si pone come «*elemento coesenziale dell'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo*»<sup>5</sup>, compenetrandosi nella funzione gestoria. Si è quindi condivisibilmente affermato che, il controllo interno non riveste più solo una funzione di deterrenza, ma è divenuto funzione fisiologica della gestione, come strumento diretto a indirizzare e mantenere la direzione degli affari entro le regole vigenti<sup>6</sup>.

La nozione attuale di controllo discende dall'affermarsi del *principio di corretta amministrazione*, quale paradigma dell'agire degli amministratori, e della principale declinazione di detto principio, vale a dire l'obbligo di dotarsi di *assetti*

4 VEGAS, *Op. cit.*, 11.

5 Così FERRO LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in AA. VV., *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini e Di Noia, Milano 2010, 115.

6 Cfr. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 52; v. anche CHIAPPETTA, *Il sistema di controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 555, per il quale «il sistema di controllo interno è primariamente *momento* e *strumento* "gestionale"; *momento*, perché è parte precipua dei doveri degli amministratori di predisporre l'organizzazione e che la stessa sia adeguata; *strumento*, perché è il modo per avere completa visibilità prima e intervenire poi sull'organizzazione».

*organizzativi adeguati*. Essi sono stati per la prima volta introdotti, per le società quotate, dall'art. 149 TUF, venendo successivamente estesi a tutti i tipi societari dall'art. 2403 Cod. civ., come novellato dal d.lgs. n. 6/2003<sup>7</sup>.

La portata dei principi di corretta amministrazione, peraltro, non è stata immediatamente colta da tutti gli interpreti, essendo questi principi collocati fra gli obblighi a carico del collegio sindacale. Tuttavia, costituisce oggi un dato largamente condiviso che essi costituiscano la clausola generale per eccellenza alla quale gli amministratori debbono improntare la loro attività; l'osservanza delle regole, anche tecniche, in cui si sostanzia la correttezza dell'agire dell'organo amministrativo, è divenuta il punto di riferimento fondamentale in rapporto a cui valutare l'operato e la responsabilità degli amministratori. Non manca, invero, in dottrina, chi ritiene che tali principi costituiscano un'ipostatizzazione della categoria civilistica della diligenza professionale richiesta dall'art. 2932 Cod. civ., o che essi comunque fossero già impliciti nella funzione gestoria della società.

Di contro, in relazione a queste critiche, ho già avuto modo di rilevare, da un lato, come diligenza e corretta amministrazione non siano sovrapponibili, costituendo la prima il metro di valutazione dell'adempimento, e la seconda un vero e proprio obbligo a carico degli amministratori; da ciò discende che il richiamo all'obbligo di corretta amministrazione non si esaurisce in una sostanziazione del concetto di diligenza, ma ha un proprio autonomo contenuto precettivo, ricavabile attraverso modelli di condotta già consolidati dall'esperienza ed a *standards* appartenenti alla prassi ed alle scienze aziendalistiche. Dall'altro lato, ho osservato che, per quanto fossero da ritenersi ormai acquisiti l'importanza del ruolo e degli aspetti organizzativi nella gestione delle imprese ed i loro riflessi sugli obblighi dell'organo amministrativo, tuttavia – in difetto dell'esplicita previsione normativa contenuta nell'art. 2403 Cod. civ. – non fosse possibile ritenere che l'obbligo di dotarsi di assetti adeguati, quale espressione dell'obbligo di corretta amministrazione, fosse già presente nel nostro ordinamento<sup>8</sup>.

È solo con la riforma del 2003 (anticipata, per le quotate, dall'emanazione del TUF), dunque, che il catalogo degli obblighi degli amministratori è stato esteso, per il tramite del principio di corretta amministrazione, all'obbligo di costituire e mantenere *assetti organizzativi, amministrativi e contabili* (adeguati).

Detto obbligo rappresenta, come si è anticipato, l'unica espressa esplicitazione – sul piano normativo – del principio di corretta amministrazione. Va peraltro rilevato che l'attenzione dei giuristi, almeno inizialmente, si è soffermata sul significato della clausola generale dell'*adeguatezza*, applicata agli assetti, molto più intensamente che sull'oggetto in cui si sostanzia l'obbligo di corretta amministrazione, corrispondente al contenuto da dare agli assetti affinché rispondano a tale obbligo. Non vi è dubbio che, essendo quest'ultima materia di derivazione azienda-

7 Per un parallelo fra l'art. 149 TUF e l'art. 2403 Cod. civ. v. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano 2005, 69 ss.

8 Per una sintesi delle argomentazioni, nonché per gli opportuni riferimenti, v. *si vis* IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 361 ss.



listica, possa esservi una certa ritrosia da parte dei giuristi a misurarsi su di essa; ma l'impressione è che, sino a quando non si affronterà *funditus* l'argomento, anche le riflessioni più autorevoli sul significato applicativo dell'adeguatezza trasmettano un senso di generale "inadeguatezza".

Diviene dunque prioritario, prima di discettare in merito all'adeguatezza degli assetti, sforzarsi di stabilire come essi debbano essere costituiti in concreto<sup>9</sup>.

Dall'esame delle disposizioni in materia si può individuare una precisa linea di tendenza nel settore dei controlli societari, che corrisponde, da una parte, alla precisa individuazione delle responsabilità nei compiti e nelle funzioni, nonché delle deleghe e dei poteri di ciascuna funzione; dall'altra parte, ad una progressiva "procedimentalizzazione" dell'attività gestionale della società, che sembra peraltro pervadere ed ispirare tutta la più recente legislazione di impresa, anche in settori estranei a quelli del controllo societario: mi riferisco, in particolare, alle disposizioni in tema di sicurezza sul lavoro (d.lgs. n. 81/2008); alle norme concernenti la responsabilità delle persone giuridiche (d.lgs. n. 231/2001), con i conseguenti obblighi di adottare un modello organizzativo idoneo a scongiurare il compimento di reati implicanti la responsabilità amministrativa della società e di munirsi di specifico organismo di vigilanza sul rispetto di tale modello; alle disposizioni in materia di antiriciclaggio (d.lgs. n. 231/2007). Interventi legislativi, questi, che mi sembrano costituire la miglior riprova di un filo conduttore che ruota attorno alla creazione di una struttura organizzativa aziendale idonea a consentire, in via generale, il corretto svolgimento dell'attività di impresa.

### 3 Il controllo sull'adeguatezza degli assetti organizzativi

Secondo un'autorevole dottrina, la centralità dei principi di corretta amministrazione (e del correlativo obbligo di munirsi di assetti adeguati) si rifletterebbe anche in una nuova sistematica della nozione di *controllo*; alla tradizionale bipartizione fra controllo di merito e controllo di legalità (sostanziale e formale), si aggiungerebbe in posizione intermedia un controllo di correttezza gestionale ed adeguatezza amministrativa, da effettuarsi secondo principi aziendalistici. Esso avrebbe ad oggetto l'idoneità del sistema di funzionigramma ed organigramma aziendale, con particolare riferimento al sistema procedurale di controllo, alla funzione di *risk management* ed a quella di *compliance*<sup>10</sup>.

Pur avendo tale dottrina l'indubbio merito di segnalare l'importanza centrale del principio di corretta amministrazione, mi pare che, alla luce dell'attuale quadro normativo, non sia necessario individuare un *tertium genus* di controllo per ciò che concerne la correttezza gestionale dell'impresa. Si è visto, infatti, come la predisposizione di idonee procedure aziendali e, più in generale, la "procedimentalizzazione" dell'organizzazione imprenditoriale, costituiscano attuazione dell'obbligo generale, imposto agli amministratori, di conformarsi ai principi di corretta amministrazione

<sup>9</sup> Sul punto il rinvio è ancora ad IRRERA, *ult. op. cit.*, 365 ss.

<sup>10</sup> MONTALENTI, *op. cit.*, 51.

(dotando l'impresa di assetti organizzativi adeguati). Ne consegue, a mio avviso, che i controlli sull'adeguatezza dell'organizzazione e delle procedure aziendali potranno essere ricondotti nell'alveo del controllo di legalità; controllo che, senza dubbio, dovrà essere effettuato secondo le regole elaborate dalla scienza aziendalistica, ma che comunque riguarderà la conformità dei processi interni al parametro della corretta gestione sociale imposto dalla legge.

#### 4 I primi (piccoli) passi verso una semplificazione dei controlli

Tornando al tema dei controlli e della loro complessità, sottolineo ancora come l'esigenza principale sia quella di razionalizzarne il contenuto, tant'è vero che – come noto – è da tempo costituito un tavolo di lavoro per la discussione di tali profili. In proposito, mi permetto di segnalare come in passato, allo scopo di superare le problematiche di sovrapposizione e inefficacia dei controlli, avevo proposto di concentrare i poteri di vigilanza e controllo in capo ai soli sindaci, eventualmente anche in via di autoregolamentazione statutaria. Al contempo, avevo altresì auspicato che venissero conferiti ai sindaci i poteri attribuiti agli amministratori indipendenti dal Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (Delibera n. 17221/2010).

I miei suggerimenti, almeno in parte, sembrano essere stati accolti.

Negli ultimi anni, infatti, il legislatore ordinario pare aver compiuto alcuni interventi nella direzione di accentrare alcuni poteri di controllo in capo al Collegio sindacale. Mi riferisco, in particolare: *a)* all'art. 19, 2° comma, d.lgs. n. 39/2010, che ha identificato nel Collegio sindacale (ovvero nel Consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico e nel Comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico) il Comitato per il controllo interno e la revisione contabile; *b)* all'art. 14, 12° comma, della L. n. 183/2011 (Legge di stabilità 2012), che ha inserito, nell'art. 6 del d.lgs. 231/2001 il comma 4 *bis*, ai sensi del quale le funzioni dell'Organismo di Vigilanza possono essere svolte dal Collegio sindacale ovvero dal Consiglio di sorveglianza o dal Comitato per il controllo sulla gestione. Si tratta evidentemente di minimi, ed estremamente circoscritti, passi nella direzione da me auspicata, i quali tuttavia sembrano mettere in luce una volontà di semplificazione che non può che essere apprezzata.

Dall'altra parte, invece, vi è la scelta della Consob, che ha deciso di valorizzare la figura degli amministratori indipendenti, per taluni aspetti organizzati in Comitato, che rivestono un ruolo centrale nell'approccio alle operazioni con parti correlate ed interessate.

Sebbene vada in direzione contraria a quella auspicata, e sebbene possa prestare il fianco ad alcune critiche<sup>11</sup>, mi pare che la strada scelta dalla Consob possa

<sup>11</sup> Per un sunto delle quali mi permetto di rinviare a IRRERA, *op. cit.*, 115 s.

essere almeno in parte condivisa poiché, affidando importanti funzioni di vigilanza a soggetti che rivestano – oltre a quella di controllori – la qualifica di amministratori, consente una partecipazione, e quindi una consapevolezza, più ampia di quella ordinariamente riconosciuta agli organi di vigilanza. Mi sembra, infatti, che il coinvolgimento nelle scelte gestorie di quegli stessi amministratori che saranno poi chiamati a valutarle consenta, da un lato, l'assunzione di delibere in modo maggiormente consapevole e, dall'altro lato, che l'attività di controllo in qualche modo si estenda anche al merito delle scelte, potendo gli amministratori-controllori far valere la propria influenza al fine di far assumere deliberazioni conformi ai meccanismi procedurali che le regolano.

## 5 Il sistema monistico quale “assetto organizzativo adeguato”?

La medesima esigenza di “controllo partecipato”, a ben vedere, sembra trasparire oggi dalle parole del Presidente della Consob che, nell'*Incontro annuale con il mercato finanziario* del 5.5.2014, ha suggerito, al fine di semplificare il sistema di controlli, un maggior ricorso sistema di amministrazione e controllo c.d. “monistico”<sup>12</sup>. Confesso che tale indicazione, *prima facie*, mi aveva sorpreso, poiché tale sistema di amministrazione si è attirato numerose critiche ed ha riscosso scarsissimo successo nella pratica, tant'è vero che, a fine 2013, erano solo due le società quotate<sup>13</sup> e poche centinaia le società di diritto comune che avevano adottato questo meccanismo di *governance*.

Anche la dottrina, come detto, ha dimostrato di non gradire particolarmente tale istituto ed il meccanismo di controllo da questo delineato. In particolare, sono stati messi in evidenza due ordini di limiti.

In primo luogo, si è rilevato come il Comitato per il controllo sulla gestione, essendo diretta emanazione del Consiglio d'amministrazione, non possa essere in grado di fornire, sotto il profilo dell'indipendenza dei suoi componenti, le stesse garanzie offerte dal Collegio sindacale<sup>14</sup>. In altri termini, si sospetta che la contiguità fisiologica fra organo di controllo ed amministratori possa generare una sorta di confusione fra i ruoli ed, in definitiva, compromettere la serietà ed il rigore dell'attività di vigilanza svolta dal Comitato.

Sotto diverso profilo, si è osservato che, sebbene la disciplina del Comitato sia stata ricalcata sostanzialmente su quella del Collegio sindacale, in concreto il Comitato non possiede integralmente né le funzioni, né i poteri riconosciuti ai

12 VEGAS, *op. cit.*, 15. Sul sistema monistico in generale v., oltre agli Autori indicati nelle note che seguono, la recente monografia di DI MARCELLO, *Sistema monistico e autonomia organizzativa*, Milano 2013, *passim*, da vedere anche per i richiami bibliografici in materia.

13 Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2013*, 199.

14 BERTOLOTTI, *Il sistema dualistico e il sistema monistico*, in AA. VV., *Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso e Panzani, Bologna 2012, IV, 415 s. e 466 s.

sindaci. Il che, si è osservato, avrebbe come conseguenza una minore efficienza ed efficacia dell'azione di sorveglianza affidata al Comitato<sup>15</sup>.

## 6 Le non insuperabili critiche all'adozione del sistema monistico

Pur avendo, ad un primo esame della disciplina del sistema monistico, condiviso le critiche sopra sintetizzate<sup>16</sup>, *re melius perpensa* mi pare che esse non siano insuperabili, e che anzi il sistema monistico possa costituire uno strumento all'interno del quale meglio razionalizzare il sistema dei controlli. L'elemento tipologico di tale modello – vale a dire l'attribuzione del potere di controllo ad un Comitato costituito da amministratori indipendenti – sembra poter riverberare effetti positivi sul contenuto del controllo, che sarà più ampio, potendo i componenti del Comitato influire sulla formazione della volontà Consiliare, e più rigoroso, in considerazione del maggior grado di responsabilità di quegli amministratori che rivestano anche la qualifica di componenti del Comitato per il controllo sulla gestione. In sintesi, pur non potendo il potere di controllo spingersi sino al merito delle decisioni consiliari, sicuramente potrà influire su di esso al fine di conformarlo agli obblighi di corretta amministrazione.

Inoltre, mi sembra che sotto il piano normativo, tanto le disposizioni che regolano il sistema monistico, quanto le buone prassi applicative, offrano gli strumenti per sterilizzare le principali critiche mosse contro tale modello di *governance*.

Per quanto riguarda la mancata inclusione, fra i poteri del Comitato, di quello di vigilare sul rispetto della legge e dello statuto, osservo – alla stregua della dottrina maggioritaria – come in effetti essa sia priva di reale rilievo, giacché si tratta di controlli che già i componenti del Comitato sono tenuti a svolgere nella loro qualità di amministratori. Ed anzi, si è rilevato, la loro inclusione nell'elenco delle materie assoggettate al controllo del Comitato avrebbe potuto ingenerare il dubbio che esse fossero invece escluse dall'area di controllo degli altri amministratori<sup>17</sup>. Non si può peraltro sottacere che, per converso, il silenzio normativo potrebbe ingenerare il dubbio che il Comitato non sia tenuto a vigilare sul rispetto della legge, dello Statuto e dei principi di corretta amministrazione. Sicché – come si vedrà meglio in seguito – potrebbe rendersi opportuna un'integrazione della norma tale da esplicitare l'attribuzione al Comitato di tali poteri di controllo.

Relativamente ai timori sulle minori garanzie di imparzialità connesse alla circostanza che il Comitato per il controllo sia, di fatto, emanazione diretta del

15 Per critiche in merito all'efficacia dei controlli del Comitato per il controllo sulla gestione, cfr. CALANDRA BONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 556.

16 IRRERA, *Assetti*, cit., 300 ss.

17 In termini, v. ABRIANI, *Il sistema monistico*, in ABRIANI, AMBROSINI, CAGNASSO, MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Tratt. Dir. Comm.* diretto da Cottino, IV, 1, Padova 2010, 879; REGOLI, *La funzione di controllo nel sistema monistico*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber Amicorum Antonio Piras, Torino 2010, 589 s..

Consiglio di amministrazione, mi sembra nella pratica siano destinati ad affievolirsi drasticamente, se non a spegnersi del tutto. Infatti, così come nel sistema tradizionale l'Assemblea elegge gli amministratori ed i sindaci, nel sistema monistico elegge l'intero Consiglio di amministrazione, essendo in entrambi i casi a conoscenza dell'identità, del profilo e delle competenze di ciascuno dei candidati alle cariche sociali. Dunque, al momento della nomina, l'Assemblea di società governata con il sistema monistico pare essere già munita di tutti gli strumenti necessari per esprimere il voto in modo informato, ben sapendo chi – fra gli amministratori eletti – potrà ricoprire la carica di componente del Comitato per il controllo sulla gestione. Ed, anzi, per quanto concerne le società quotate, sono proprio i meccanismi elettivi ad assicurare tale consapevolezza dei soci: per un verso, l'art. 147 *ter* TUF, nell'imporre il voto di lista per la composizione dell'organo amministrativo, stabilisce che nelle liste vengano indicati in possesso dei requisiti di indipendenza fissati dalla legge e dallo statuto; per altro verso, l'art. 148 TUF attribuisce espressamente la presidenza del Comitato ad amministratore che sia espressione della minoranza. Sotto questo profilo, pertanto, non mi pare che l'elezione del Comitato da parte del Consiglio d'amministrazione offra meno garanzie rispetto all'elezione diretta dei sindaci da parte dell'Assemblea.

D'altro canto, osservo che la legge non impone in alcun modo che il Comitato per il controllo sulla gestione venga nominato dal Consiglio di amministrazione, ma si limita a fissare tale modalità di designazione solo per il caso in cui lo Statuto non disponga diversamente (cfr. art. 2409 *octiesdecies*, 1° comma, Cod. civ.). Dunque, è possibile prevedere statutariamente che la nomina e la revoca dei componenti del Comitato passino attraverso delibera assembleare, con ciò azzerando le differenze fra i meccanismi di designazione di tale organo di controllo e quelli di elezione del collegio sindacale<sup>18</sup> e, conseguentemente, superando ogni censura in merito alla potenziale eccessiva contiguità fra Comitato controllore e Consiglio d'amministrazione controllato.

## 7 Alcuni suggerimenti per un potenziamento del Comitato per il controllo sulla gestione

Le stesse norme che disciplinano il sistema monistico, dunque, offrono già gli strumenti idonei a garantire la formazione di Comitati di controllo sulla gestione impermeabili a censure di scarsa indipendenza rispetto al Consiglio d'amministrazione.

Tali strumenti, peraltro, sono già stati, da un lato, previsti (quantomeno in parte) per le società quotate dal TUF e, dall'altro lato, fatti propri dalla Banca d'Italia, con le proprie *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle Banche*, del 4.3.2008. Innanzitutto, l'art. 151 *ter* TUF prima, e le *Disposizioni*, poi, impongono che al Comitato per il controllo sulla gestione delle quotate e degli istituti bancari che vogliano adottare il sistema monistico sia

18 Per analoghe riflessioni v. BRACCIODIETA, *La nuova società per azioni*, Milano 2006, 522.

attribuito il potere di procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e controllo<sup>19</sup>.

In aggiunta a tale prescrizione, nelle *Disposizioni*, la Banca d'Italia ha imposto altresì che lo Statuto: *i)* conferisca all'Assemblea il potere di nominare e revocare, previa opportuna motivazione, i componenti del Comitato; *ii)* assegni espressamente al Comitato il compito di vigilare sull'osservanza delle norme di legge, regolamentari e statutarie.

Queste disposizioni mi pare contengano, *in nuce*, due indicazioni per potenziare il Comitato per il controllo sulla gestione, concentrando nelle sue mani la vigilanza sulla Società e rendendo il sistema monistico un'efficace alternativa al complicato sistema di controlli discendente dall'adozione in concreto del sistema tradizionale di amministrazione e controllo.

La prima, già attuabile in forza della salvezza contenuta nel 1° comma dell'art. 2409 *octiesdecies* Cod. civ., è quella di generalizzare la prassi di assegnare statutariamente all'Assemblea il potere di eleggere e revocare i componenti del Comitato, in modo da dissipare qualsiasi dubbio di contingenza con l'organo amministrativo e, conseguentemente, rafforzare l'autonomia di quello di controllo.

Il secondo suggerimento, per il quale è tuttavia necessario un intervento legislativo *ad hoc*, è quello di attribuire espressamente al Comitato gli stessi poteri oggi assegnati al Collegio sindacale, in modo da rendere (quasi) completamente sovrapponibili le due posizioni<sup>20</sup>. Attualmente, come è noto, l'applicazione al Comitato delle norme sul Collegio sindacale non è completa.

In questo contesto, il Codice civile non ha esteso al Comitato l'applicabilità delle disposizioni di cui all'art. 2403 *bis* Cod. civ., relative ai poteri ispettivi e di controllo del collegio sindacale. Poteri che, peraltro, sono stati concessi ai componenti dei Comitati delle società quotate dall'art. 151 *ter*, 4° comma, TUF, creando così una disparità di trattamento che parte della dottrina ha proposto di superare applicando in via generale la disciplina prevista dal TUF<sup>21</sup>. Per altro verso, anche il richiamo ai poteri di convocazione dell'assemblea conosce significative limitazioni rispetto alla disciplina prevista per i sindaci: il Comitato, infatti, sembrerebbe poter esercitare tale potere solo per l'ipotesi in cui si siano verificati fatti di rilevante gravità ed urgente necessità di provvedere e nell'ipotesi di omissione o ingiustificato

19 Vi sono, per vero, alcune differenze fra il TUF e le *Disposizioni* che meritano di essere evidenziate. Infatti, mentre queste ultime si limitano a "imporre" che statutariamente venga concesso al Comitato di compiere atti di ispezione e controllo, l'art. 151 *ter* TUF enumera in modo analitico le tipologie di poteri e controlli esercitabili dai componenti del Comitato, sia collegialmente (o mediante delegati), sia individualmente (fra cui, per esempio, il potere di chiedere informazioni agli amministratori in merito all'andamento di determinate operazioni sociali o affari).

20 Mi sembra che indicazioni in tal senso provengano anche dalla stessa Consob, che nel *Documento di consultazione del 25 luglio 2011*, sez. II, *Proposte di interventi legislativi*, par. III, *Disciplina dei modelli di amministrazione e controllo monistico e dualistico*, ha auspicato un intervento legislativo diretto a ridisegnare la disciplina del modello monistico (e di quello dualistico) mediante l'abbandono dei richiami parziali alla disciplina del modello tradizionale, con l'introduzione di un autonomo ed organico *corpus* normativo.

21 Cfr. DI MARCELLO, *op. cit.*, 221 s., spec. 226, per il quale, in definitiva, le regole previste per le quotate dovrebbero considerarsi specificazione di principi comunque applicabili alle società non quotate.

ritardo da parte degli amministratori<sup>22</sup>. Infine, non si può sottacere come – a fronte di un dettato normativo silente sul punto – sia tuttora dibattuto se il Comitato possa promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori<sup>23</sup>.

Il conferire al Comitato, espressamente ed in via generale, i poteri sopra elencati, evidentemente, significherebbe garantirne l'efficacia, snellendo al contempo il sistema di controlli interni societari, che potrebbero essere concentrati pressoché esclusivamente nelle mani di tale organo. Si tratta, peraltro, di alcuni primi suggerimenti, senza pretesa di esaustività e che lasciano salvo ogni ulteriore eventuale intervento sulla disciplina del Comitato; non da ultimi, interventi diretti a potenziarne la stabilità, ad esempio prevedendone la revocabilità solo per giusta causa, o quantomeno motivata (e comunque a seguito di delibera assembleare, se del caso straordinaria); ovvero altri interventi sui requisiti di professionalità dei suoi componenti, finalizzati – in via d'ipotesi – a verificare l'opportunità di incrementare il numero di membri che debbano essere iscritti al Collegio dei Revisori (oggi fissato in almeno uno per Comitato) o, perlomeno, negli stessi specifici albi professionali indicati dal D.M. n. 320/2004 del Ministro di Giustizia.

## 8 Conclusioni

In conclusione, mi pare si possa affermare che sia possibile ottenere una maggiore adeguatezza dei controlli interni proprio da quel sistema di (amministrazione e) controllo tacciato di essere il meno adeguato. Il sistema monistico, infatti, sia pur "corretto" con gli accorgimenti *de jure condendo* e *de jure condito* sopra delineati, sembra in grado di garantire una commistione positiva fra gestione e controllo della Società, assicurando una sorveglianza continua tanto sulla legittimità quanto sul merito dell'operato degli amministratori.

La compresenza, in capo ai componenti del Comitato, della qualifica di amministratori, pare idonea ad assicurare loro una funzione di controllo sin più ampia di quella dei sindaci. Mentre questi ultimi, infatti, pur potendo partecipare alle sedute del Consiglio di amministrazione, non possono influire sulle scelte degli amministratori, i componenti del Comitato, essendo amministratori, dovranno anche deliberare sulle scelte societarie sottoposte alla loro vigilanza. Il che, da un lato, sembra postulare che l'attività di controllo, anziché essere effettuata *ex post*, venga compiuta sin dal momento del compimento delle scelte gestionali; dall'altro lato, implica che il controllo possa influire anche sul merito dell'attività degli amministratori<sup>24</sup>. Segnalo, peraltro, che questo "nuovo" entusiasmo nei confronti del Comitato per il controllo sulla gestione non si pone in controtendenza con l'auspicio già espresso di concentrare maggiormente i poteri di controllo in mano al Collegio sindacale: a ben vedere, infatti, i componenti del Comitato (soprattutto ove venissero

22 Ciò, peraltro, a condizione di accettare l'interpretazione secondo cui l'art. 2406 Cod. civ. sarebbe applicabile al sistema monistico in virtù del richiamo ad esso contenuto nell'art. 2408 Cod. civ., a propria volta richiamato dall'art. 2409 *octiesdecies* Cod. civ. come disposizione applicabile al Comitato per il controllo sulla gestione.

23 Per la soluzione positiva, nonché per un'ampia sintesi del dibattito, v., di recente, DI MARCELLO, *op. cit.*, 144 ss.

24 Cfr. ABRIANI, *op. cit.*, 880 s.; REGOLI, *op. loc. cit.*

effettuati gli interventi di adeguamento normativo sopra ipotizzati) cumulerebbero la posizione di amministratore "non esecutivo" e indipendente con quella di sindaco.

D'altra parte, è stato da più parti evidenziato come l'obiettivo del legislatore, con l'introduzione del sistema monistico, fosse proprio quello di garantire il massimo grado di coesione nell'azione amministrativa comune, evitando quelle separatezze – fra controllori e controllati – che rischiano di far sfuggire all'organo di controllo il disegno complessivo perseguito dagli amministratori e, quindi, di non consentire una corretta valutazione del loro operato.

Affinché il sistema sia pienamente efficace, peraltro, occorre che le scelte gestionali vengano effettivamente dibattute nel Consiglio di amministrazione e che a quest'ultimo siano fornite puntualmente ed in modo esaustivo tutte le informazioni necessarie da parte degli organi delegati; il che, peraltro, dovrebbe essere agevolato proprio dalla compresenza, nel Consiglio, degli organi di controllo, di quelli amministrativi e di quelli esecutivi. In altri termini, come è stato evidenziato da una compianta dottrina: «*il sistema monistico in tanto risulterà vincente in quanto si raggiunga un equilibrio di dibattito consiliare che se garantisce snellezza decisionale per chi abbia tale compito, apre però alla verifica e alla vigilanza in tempo reale da parte di chi ne abbia missione*»<sup>25</sup>.

Ma, superato anche questo scoglio organizzativo, sembra che la domanda provocatoriamente posta come titolo della presente relazione non possa che avere risposta positiva: sì, l'adozione del modello monistico può rappresentare un assetto organizzativo adeguato ed efficace per la gestione ed il controllo della società. Se è vero, infatti, che su un piano astratto tutti i modelli di *governance* sono stati collocati sullo stesso piano dal legislatore, che ne ha rimesso l'adozione alla libera scelta delle singole società, è altrettanto vero che il modello monistico si potrebbe lasciar preferire proprio per la connaturata, positiva, compenetrazione fra organo amministrativo e di controllo, che dovrebbe garantire una gestione ed una vigilanza maggiormente consapevoli ed efficaci. È dunque auspicabile un intervento che assimili completamente le funzioni ed i poteri dei sindaci con quelli dei membri del Comitato, in modo da far confluire la "tradizione" del Collegio sindacale nella "modernità" del sistema monistico, rendendolo così più appetibile per gli operatori e forse più coerente di altri modelli con quella commistione virtuosa tra amministrazione e controllo che sembra oggi costituire un punto fermo nelle riflessioni in tema di *governance* societaria.

25 LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, 301.



# Verso una riforma della disciplina sui controlli interni

Niccolò Abriani<sup>(\*)</sup>

1. Nonostante il titolo assegnatole dagli organizzatori di questo importante simposio, che intendo qui sentitamente ringraziare per l'invito, la relazione che mi accingo a presentare è dedicata, prima ancora che alle prospettive di riforma del sistema dei controlli, ad una "riforma della prospettiva".

Mi pare che, a due lustri dalla riforma societaria e ad oltre tre dal Testo Unico della Finanza, siano infatti ormai maturi i tempi per un mutamento dell'angolo prospettico dal quale viene tradizionalmente esaminato, valutato e presentato – anche agli operatori stranieri – il modello tradizionale italiano, a partire dalla sua asserita peculiarità, ovvero dall'organo che è stato il grande assente delle relazioni di questa mattinata: il collegio sindacale.

In questo tentativo di ribaltamento del modo con cui la dottrina si accosta al più tipico e diffuso tra gli assetti di *governance* delle nostre società, quotate e non, farei tesoro di tre indicazioni metodologiche emerse nelle belle relazioni che si sono sin qui succedute e che ritengo particolarmente feconde.

Innanzitutto, l'esigenza di un approccio rigorosamente funzionale, che privilegi il dato delle funzioni che ciascun organo è effettivamente chiamato a svolgere nei vari sistemi di *governance*, piuttosto che quello nominalistico, fondato su una pretesa essenza di ciascun istituto considerato *in vitro*. Un approccio del tutto condivisibile, chiaramente sotteso alla relazione di Gabriele Galateri e alla limpida ricognizione dei diversi attori che si contendono il campo sul proscenio e sullo sfondo del governo societario: in una *mise en scène* vivificata dalla maieutica di una non comune esperienza professionale, ma nella quale, sul piano concettuale, si percepisce nitidamente la eco degli insegnamenti di Paolo Ferro-Luzzi; ed il cui spirito è stato perfettamente colto da Marcello Bianchi allorquando ha parlato di "tassonomia schumpeteriana". Rispetto a quella felice rappresentazione, operata con riguardo al tema della prima parte del nostro simposio e perciò evidentemente circoscritta alla sfera dell'amministrazione, si può soltanto soggiungere che, ove si estenda il panorama ai controlli interni, il numero dei coprotagonisti aumenterebbe significativamente e dai sei personaggi pirandelliani si rischierebbe di passare alla "sporca dozzina", numero che evoca al contempo la musica dodecafonica. Ma se il compito

(\*) Università degli Studi di Firenze.

della *dirty dozen* era quasi impossibile, la dodecafonia presuppone comunque la genialità di uno Schönberg, se non proprio il patto con il diavolo dell'indimenticabile Adrian Leverkühn del *Doctor Faustus* di Thomas Mann; in assenza di queste doti non comuni, il rischio è che il sistema degeneri piuttosto nella cacofonia.

Una seconda indicazione di metodo, legata a doppia mandata al ricordato approccio antinominalistico, è rappresentata dal riconoscimento di un'interazione dialettica e per così dire "osmotica" tra le funzioni di amministrazione e le funzioni di controllo: profilo che, pur da diversi angoli visuali, Roberto Sacchi, Mario Stella Richter e Maurizio Irrera hanno ben posto in luce. È del resto opinione ormai consolidata, nelle scienze aziendali prima ancora che in quelle giuridiche, che amministrazione e controllo costituiscano aspetti di uno stesso sistema integrato, nel quale il controllo, pur restando distinto dall'attività di gestione in senso stretto, deve considerarsi come parte dell'amministrazione nell'accezione più ampia, come "governo" dell'impresa (Ferro-Luzzi, Montalenti, Fortunato). Ed è parimenti condiviso che, da un lato, non può esservi corretta amministrazione, senza un adeguato sistema di controlli e, dall'altro, una gestione dalla quale sia assente una funzione di controllo non possa considerarsi né sana, né prudente (Presti). Pare invero innegabile che, a seguito del Testo Unico della Finanza e della riforma del 2003, amministrazione e controllo non costituiscano più funzioni tra loro nettamente distinte, ma rappresentino piuttosto i due versanti di un unico sistema, nell'ambito del quale gli assetti – e dunque anche gli stessi sistemi di controllo – fanno parte integrante e qualificante della gestione. Il rispetto del protocollo organizzativo è anzi *l'a priori* della corretta amministrazione; e altrettanto deve dirsi del rispetto del protocollo informativo, dovendosi ravvisare proprio nella predisposizione dei canali informativi il punto di equilibrio complessivo della nuova disciplina dell'amministrazione. Con il corollario che è solo dopo aver assolto a tale duplice protocollo che l'amministrazione può considerarsi "corretta", e può dunque eccipirsi la regola della *business judgement rule*. Ed è sull'adeguatezza di tali assetti che deve appuntarsi, come noto, la vigilanza degli organi di controllo interni, ai sensi degli artt. 2403, 2409-*terdecies* e 2409-*octiesdecies* c.c.

Un terzo, non meno importante, suggerimento di ordine metodologico è il richiamo operato dalla relazione introduttiva del presidente Vegas alla dimensione internazionale, e segnatamente europea, nella quale si iscrivono regole sin dalla loro formazione transnazionali, quali sono da sempre quelle che informano la *governance* societaria.

2. Ed è nel solco di quest'ultima indicazione che si intende avviare la riflessione, collocando il sistema dei controlli all'interno del contesto normativo europeo. Da tale angolo visuale l'attenzione viene inevitabilmente ad appuntarsi su una disposizione che è stata sino ad oggi sottovalutata dagli esperti di *governance*; e ciò probabilmente perché si colloca in un ambito – quello della revisione legale dei conti – propriamente imputato al tema dei controlli esterni.

Il riferimento è all'art. 41 della direttiva 2006/43/CE sulla revisione legale dei conti, che impone a tutte le società quotate e, più in generale, a tutti gli «enti di interesse pubblico» degli Stati membri di istituire un «comitato per il controllo interno e la revisione contabile», incaricato di vigilare sul processo di informativa finanziaria, sull'efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna, se applicabile, e di gestione del rischio, nonché sulla revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati, verificando e monitorando «l'indipendenza del revisore legale o dell'impresa di revisione contabile, in particolare per quanto concerne la prestazione di servizi aggiuntivi all'ente sottoposto alla revisione contabile».

Tale disposizione, pur lasciando liberi gli Stati membri di «stabilire se il comitato debba essere composto dai membri non esecutivi dell'organo di amministrazione e/o dai membri dell'organo di controllo dell'ente stesso sottoposto a revisione e/o da membri designati dall'assemblea generale degli azionisti», ha peraltro rivestito un grande rilievo nello stimolare gli Stati membri a recepire anche a livello legislativo un istituto, quale il comitato per il controllo interno, originariamente previsto dalla sola disciplina autoregolamentare; in tal modo contribuendo a definire un denominatore comune all'interno dei diversi sistemi di controllo contemplati dai vari ordinamenti e a tradurre in norma di fonte primaria alcune delle indicazioni contenute nella Raccomandazione n. 162 della Commissione europea in tema di amministratori indipendenti del 15 febbraio 2005 (che già sollecitava l'istituzione di un Comitato per la revisione dei conti).

Al di là di quest'ultimo aspetto – reso esplicito dal *Considerando* 24 della direttiva, che invita gli Stati membri a tener conto della Raccomandazione del 2005 ai fini della determinazione della composizione e delle funzioni del comitato di controllo – il dato che si intende qui sottolineare è come il recepimento dell'art. 41 della Direttiva Revisione abbia determinato la compresenza in tutti gli ordinamenti dell'Unione Europea di un *Comitato per il controllo interno e la revisione contabile* incaricato di monitorare e coordinare alcuni degli aspetti cruciali del sistema di governo societario, con un'attribuzione di compiti – quali quelli indicati dall'art. 41 della direttiva ed esattamente replicati nell'art. 19 del d.lgs. n. 39 del 2010 – così ampi da decampare largamente oltre la dimensione della revisione legale.

Ora, superando l'angustia di una visione puramente domestica, ma anche una ingenua esterofilia, non meno perniciosa e tanto più diffusa in contesti provinciali in quanto tende sovente a manifestarsi come "malattia senile del provincialismo", sarebbe interessante operare un *rating* su scala europea del grado di attuazione dell'art. 41 della direttiva revisione, segnatamente in punto di composizione, requisiti e poteri attribuiti ai vari "comitati per il controllo interno", così come delineati e declinati nella legislazione primaria dei vari paesi membri.

Da questo punto di vista, non si può non constatare che il nostro ordinamento si colloca ad uno dei livelli più elevati tra gli Stati membri, sol che si pensi, ad esempio, che il diritto societario tedesco si limita a prevedere la costituzione all'interno del consiglio di sorveglianza del *Prüfungsausschuss* e a richiedere che almeno uno dei suoi componenti sia indipendente ed abbia competenza in materia di revisione legale (e v. infatti l'art. 324 dell'*Handelsgesetzbuch* e l'art. 107 dell'*AktG*,

nella versione inserita dalla *BiMoG*, in attuazione dell'art. 41 della Direttiva 2006/43/CE sulla revisione legale dei conti).

Ora, il nostro *Internal Independent (non Director) Audit Committee* – *alias*, collegio sindacale – offre presidi significativamente superiori rispetto sia a quel modello, sia alla maggior parte degli altri ordinamenti contermini: dalla indipendenza estesa a tutti i componenti, delineata in termini rigorosi dalla legge ed ulteriormente rafforzata dalla virtuosa estensione ai sindaci dei requisiti di indipendenza previsti nel codice di autodisciplina per gli amministratori, all'attribuzione di poteri di controllo anche individuali, sino alla irrevocabilità in assenza di giusta causa; per non parlare dell'attribuzione del ruolo – sempre più cruciale – di presidente dell'organo a componenti espressi dalle minoranze.

E se su scala planetaria la dottrina si interroga se sia o meno configurabile uno statuto dei consiglieri indipendenti (per tutti, Regoli), non v'è dubbio che i professionisti indipendenti nominati dall'assemblea delle società azionarie italiane nel Comitato per il controllo interno e la revisione contabile abbiano un loro autonomo e peculiare statuto.

**3.** Non si intende ovviamente indulgere in autocompiacimenti panglossiani, anche se mi fa piacere proprio in questa sede ricordare come su un altro tema cruciale della *governance* societaria, quello delle operazioni con parti correlate, nel convegno internazionale di giovedì scorso a Milano sia emerso chiaramente che la regolamentazione forgiata in Italia dalla Consob rappresenta un modello di riferimento al quale alcuni tra i più autorevoli studiosi europei guardano in chiave di possibile armonizzazione, anche al fine di prevenire derive massimaliste che si prefigurano nel processo di recente avviato dalla Commissione volto alla modifica della Direttiva sulla tutela dei diritti degli azionisti.

Tornando dunque al nostro tema scevri da autocompiacimenti nazionalistici, una prima considerazione che si intende sottoporre all'attenzione di studiosi ed operatori è che il collegio sindacale ben può essere configurato e presentato all'estero non come un'esotica o eccentrica peculiarità italiana (difficile da tradurre, prima ancora che da spiegare), bensì come il "nostro" *Independent Audit Committee* di cui all'art. 41 della Direttiva revisione; o, se si vuole, l'organo chiamato a svolgere le funzioni assegnate da quella disposizione al Comitato, in una cornice di autonomia, oggettività e pienezza di poteri che risulta di tutto riguardo, se non di assoluta avanguardia, su scala europea.

Certo, ciò è il riflesso della peculiare posizione dell'istituto, che configura un organo autonomo, chiamato a monitorare sul controllo interno, ma non strutturalmente *interno* all'organo gestorio: dunque, "vigilanza in purezza", se è consentita una metafora in questo caso enologica. E tuttavia, pur essendo un *Independent non Director Audit Committee*, il collegio sindacale partecipa (*ab externo*, ma) già *ex ante* al processo di formazione degli assetti organizzativi, e segnatamente del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, monitorandone la corrispondenza ai principi di corretta amministrazione con un apprezzabile grado non soltanto di *objectivity*, ma

altresi di *proximity*. E mi piace qui richiamare le considerazioni svolte da Mario Stella Richter nel suo recente importante contributo pubblicato sulla *Rivista delle società* in cui si precisano, con il consueto nitore, i distinti concetti di *partecipazione*, *intervento* ed *assistenza* alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie, per sottolineare che, in applicazione di quelle categorie, i sindaci non si limitano ad assistere, bensì propriamente *partecipano* ai consigli di amministrazione, con un ruolo proattivo che si traduce anche in contributi costruttivi e preventivi che puntellano "in tempo reale" il processo decisionale dell'organo amministrativo.

La ridefinizione dei compiti di vigilanza del collegio sindacale, con l'inclusione del monitoraggio sul sistema di controllo interno – e, dunque, con forme di controllo di seconda istanza, che coinvolgono l'adeguatezza degli assetti organizzativi, anche allo scopo di dare opportuni *input* agli organi sociali – consente ora di configurare più latamente la funzione dell'organo in termini di "controllo sulla conformità ai principi di legge dell'operato degli amministratori" (Tombari).

Si tratta, del resto, di un corollario del ricordato processo di interazione tra il piano dell'amministrazione ed il piano dei controlli, che trova riscontro nella progressiva evoluzione che il nuovo quadro normativo ha determinato rispetto all'originaria configurazione delle funzioni del collegio sindacale, il cui intervento veniva sino a ieri realizzato sovente soltanto *ex post*, con carotaggi episodici o comunque campionari e finalizzato ad avvertire i soci delle eventuali infedeltà o negligenze degli amministratori.

Nel nuovo contesto, l'organo di controllo risulta invero in grado di indirizzare la gestione verso principi di correttezza sostanziale, con ciò finendo per svolgere un'attività non solo *sussidiaria*, ma finanche *complementare* rispetto all'azione degli amministratori. Pur rimanendo nella sfera della vigilanza, come tale estranea alla formazione dei contenuti della *gestione* propriamente detta (affidata in via esclusiva agli amministratori), il collegio sindacale finisce inevitabilmente per essere coinvolto nell'esame di aspetti intrinseci al funzionamento e all'organizzazione della società, partecipando così, più incisivamente rispetto al passato, al governo societario.

E va subito soggiunto che tale *partecipazione* dei componenti (della versione italiana) del comitato di cui all'art. 41 della Direttiva revisione – (tanto più) *Independent* (in quanto) *Non Directors* – si estende non soltanto ai comitati esecutivi, ma anche agli ulteriori comitati costituiti in seno al *board* in base al Codice di autodisciplina, primo fra tutti il comitato controllo rischi, con cui si instaura un'interlocuzione privilegiata, sollecitata dalle ultime versioni del Codice di autodisciplina, che hanno visto prima la raccomandazione della partecipazione del presidente del collegio sindacale o di altro membro da lui delegato ai lavori del comitato per il controllo interno (così il *Criterio* 8.C.4 di cui alla penultima versione) e quindi la sollecitazione ad estendere la partecipazione *di tutti i sindaci* alle riunioni del "nuovo" comitato controllo e rischi (in tal senso il *Criterio* 7.C.3 della versione vigente; e v. anche, per il comitato remunerazioni, la corrispondente previsione di cui al *Commento* all'art. 6). In questa direzione si era orientata la *best practice*, avendo alcune delle emittenti anticipato la nuova previsione autodisciplinare ed essendo da tempo invalsa la programmazione di incontri tra i due organi, di scambi di informa-

zioni anche documentali, in modo da sviluppare al massimo le sinergie professionali, nel rispetto delle diverse competenze e dei diversi ruoli.

Resterebbe da considerare se non corrisponda alla *best practice* estendere tale partecipazione anche ai comitati atipici in cui sovente si innestano le scintille cinetiche dei processi strategici (primo tra tutti, appunto, il "Comitato strategie" previsto nei regolamenti di alcune delle principali emittenti italiane); ma soprattutto al comitato per le operazioni con parti correlate, ove, come talora avviene, questo non coincida con il comitato controllo rischi di cui al Codice di autodisciplina.

4. Questi ultimi interrogativi sospingono peraltro verso le prospettive di riforma. Vorrei invece rimanere ancora un istante sul piano della "riforma della prospettiva", per contribuire a superare gli *idola theatri* collegati alla supposta dicotomia tra sindaci ed amministratori indipendenti.

Riguardato nella sua più recente evoluzione, il sistema dei controlli interni si è sviluppato invero lungo due percorsi evolutivi che hanno continuato a defluire paralleli negli ultimi tre lustri e ciascuno dei quali ha avuto una sua illuminata cabina di regia.

Il primo percorso, riferibile a Consob e Borsa Italiana, ha visto la progressiva valorizzazione della funzione degli amministratori indipendenti ed ha trovato la sua consacrazione nel Codice di autodisciplina e nel Decreto sulla tutela del risparmio, per culminare nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate.

Il secondo percorso, caratterizzato da un cospicuo rafforzamento dei poteri e correlate responsabilità del collegio sindacale, è invece riferibile alla Banca d'Italia. Anzi, se con un certo grado di (consapevole) approssimazione si intendesse personalizzarlo, attribuendogli un nome, verrebbe naturale evocare quello di Mario Draghi: è infatti il Testo unico della finanza elaborato dalla Commissione da lui presieduta (e da molti ancor oggi definito "Legge Draghi") ad aver per primo rivitalizzato il ruolo del collegio sindacale, introducendo negli artt. 148 e seguenti principi poi codificati in termini generali dalla riforma societaria del 2003; mentre le *Disposizioni di vigilanza sul governo societario delle banche*, emanate dalla Banca d'Italia sotto il suo governatorato (tra il marzo del 2008 e il febbraio del 2009), hanno anticipato alcune delle principali novità che sarebbero state estese a tutti gli enti di interesse pubblico, sulla spinta della disciplina comunitaria, dal decreto n. 39 del 2010 in tema di revisione legale dei conti, sino alla già ricordata e decisiva assegnazione al collegio sindacale del ruolo di Comitato per il controllo interno e la revisione contabile.

Sotto entrambi i versanti si è tuttavia registrato un duplice e parimenti cospicuo arricchimento normativo che ha determinato una significativa convergenza funzionale dei due alvei regolamentari sul terreno decisivo ed unificante del regime dei controlli interni, contribuendo a rinsaldare i contrafforti sistematici dei ponti che tali corsi sovrastano e permettendo loro di resistere alle autentiche esondazioni prodotte dai numerosi e non sempre coordinati interventi legislativi e regolamentari.

Esemplare è, da un lato, l'inedita rilevanza assegnata alla figura degli amministratori non esecutivi indipendenti dalle più recenti Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia (il riferimento è al Capitolo I del Titolo IV, quale risulta dalla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, nell'aggiornamento del 6 maggio 2014) e, dall'altro il riconoscimento operato dall'ultima versione del Codice di autodisciplina al collegio sindacale della funzione di "vertice del sistema di vigilanza" delle società quotate e di "un compito di vigilanza anche preventiva e non meramente *ex post*, che si traduce in una verifica sui processi il cui esito va portato all'attenzione degli amministratori, affinché essi adottino le misure correttive eventualmente necessarie" (così il *Commento* all'art. 8).

Del resto, ove si riallarghi lo sguardo alla dimensione europea, si può constatare come la crescente importanza dei comitati interni e dell'istituto dell'amministratore indipendente abbia determinato un processo di avvicinamento dei diversi sistemi di amministrazione e controllo, attenuando la tradizionale contrapposizione tra gli stessi. Tale evoluzione è evidente per il sistema dualistico alla luce non soltanto delle articolazioni che ha determinato all'interno del consiglio di sorveglianza e del ruolo assunto in tale ambito dai consiglieri indipendenti, ma altresì della più stretta cooperazione tra consiglio di sorveglianza e consiglio di gestione consentita dalla legge e assecondata dalle sempre più diffuse previsioni statutarie (esemplare, in tal senso, è il *Preambolo* del *Deutscher Corporate Governance Kodex*).

Una speculare tendenza si registra anche per il sistema monistico, nel quale la sempre più netta distinzione tra consiglieri esecutivi e non esecutivi, l'accentuazione del ruolo di supervisione e *monitoring* da parte del consiglio e il ruolo preponderante assunto in questo ambito dai consiglieri indipendenti, chiamati in base alle più recenti *best practices* a riunirsi periodicamente in assenza del *management* (nelle c.d. "*non executive session*"), ha indotto la dottrina a ravvisare l'emersione di un «*quasi-dualismus*» all'interno dell'organo amministrativo monistico (così, tra gli studiosi tedeschi, Böckli, ma v. anche i convergenti rilievi di Habersack e Hopt e, nella letteratura nordamericana, di Gilson e di Hansmann e Kraakman).

Com'è stato felicemente osservato con riguardo all'ordinamento che, pur improntato ad un modello squisitamente monistico, appare tra i più vicini al nostro, anche dal punto di vista degli assetti proprietari, ovvero quello spagnolo, questa progressiva convergenza "*está llamada a dulcificar y relativizar el debate sobre la contraposición de sistemas de administración*" (Esteban Velasco).

5. Si tratta dunque di superare contrapposizioni dicotomiche tra modelli, che stamani sono state giustamente definite come ormai "stucchevoli" (Galateri), per valorizzarne la dimensione di virtuosa e sinergica convergenza. In questo quadro si iscrivono gli spunti offerti, nella dottrina italiana, da chi ha di recente proposto di istituzionalizzare anche a livello normativo la presenza del comitato controllo rischi in tutte le società quotate, in aggiunta e non in sostituzione del collegio sindacale (Calandra Buonaura).



In effetti, lo scenario che si presenta a chi esamini la *governance* del sistema tradizionale italiano si connota per una peculiare articolazione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, unitariamente intesi, al centro della quale si iscrivono i (sempre meno numerosi) amministratori non esecutivi ma *non indipendenti*, in quanto legati alla proprietà (c.d. *dominicales*) o al *management*, i quali si trovano appunto in una posizione intermedia tra il *management* stesso (sia esso rappresentato o meno all'interno del *board* con una componente propriamente esecutiva) e la "*componente indipendente*", che in Italia si suddivide a sua volta in due parti: i consiglieri di amministrazione non esecutivi indipendenti, tra i quali si formano i comitati interni (primo tra tutti il Comitato controllo e rischi), chiamati ad un *monitoring* valutativo, anche nel merito, e i componenti del Comitato per il controllo interno e la revisione contabile, *alias* collegio sindacale, tenuti a vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, con un compito che è bensì di "vigilanza in purezza" nella sua natura, ma destinato anch'esso ad operare comunque *ex ante* in un contesto di partecipazione attenta, attiva e proattiva alle sedute dell'organo amministrativo e dei suoi comitati.

Ferma restando l'estraneità dell'organo di controllo al profilo propriamente valutativo della scelta gestoria (in ciò la sostanziale differenza con l'istituto degli amministratori indipendenti e la comprensibile difficoltà degli operatori degli ordinamenti anglosassoni a misurarsi con le peculiarità del nostro istituto), il dovere dei sindaci di vigilare sulla rispondenza degli atti amministrativi ai principi di corretta amministrazione – e segnatamente sull'adeguatezza degli assetti e sul loro concreto funzionamento – postula necessariamente un esame dei processi decisionali sottesi alle valutazioni e alle conseguenti decisioni degli amministratori: opzioni che attonano al merito della gestione e che rientrano nella sfera di discrezionalità propria (ed esclusiva) dell'organo amministrativo, ma che, per effetto dell'instaurazione di una corretta dialettica organica, possono poi risultare nei fatti significativamente influenzate dall'organo di controllo.

Proprio in tale profilo risiede la forza del nostro sistema di *governance*, che mira a *prevenire* più che a registrare eventi dannosi, la cui effettiva efficacia si misura nella capacità dei sindaci di venire a conoscenza e, soprattutto, di dissuadere un'attività amministrativa giudicata non rispondente ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale. È un ruolo fermo e "mite", quello del collegio sindacale, che sembra richiamare la funzione di virtuoso "pungolo gentile" evocato dalle più moderne teorie di politica economica (Thaler e Sunstein).

Si tratta di un intervento persuasivo e/o dissuasivo che era, e resta, comunque fondato su una *valutazione di conformità* degli atti e procedimenti in cui si articola la gestione della società *rispetto alle norme e ai principi preordinati alla tutela dell'interesse protetto*: dunque un'attività collaborativa diretta a mantenere l'operato dei gestori nei binari della corretta amministrazione; e, se del caso, a reindirizzare quelle scelte, quegli assetti e quei processi decisionali che ne siano decampati.



6. Non si intende, lo si ribadisce, indulgere in compiacimenti sciovinisti, posto che siamo tutti consapevoli che il nostro non è panglossianamente il migliore dei mondi possibili. Anzi, si potrebbe rilevare come l'innalzamento dei presidi che connota il sistema tradizionale italiano – tanto più se letto unitamente alla incisiva regolamentazione delle operazioni con parti correlate delineata dal Regolamento di attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. – costituisca un necessario contrappeso ai tradizionali vizi e limiti del mercato e degli emittenti del Belpaese, che lo rende naturalmente più incline all'estrazione di benefici privati del controllo, avvicinandolo per molti versi alla "Tunnelland" evocata con la consueta incisività dall'amico Luca Enriques giovedì scorso a Milano.

Al contempo si è ben consapevoli che anche sul piano strettamente normativo permangono diversi punti critici e possibili interventi correttivi, molti dei quali già evocati nel corso di queste relazioni. Vorrei qui soffermarmi soltanto, e brevemente, su alcuni aspetti più direttamente connessi a quanto detto poc'anzi.

Innanzitutto, va sottolineato come non vi sia tuttora piena consapevolezza del nuovo ruolo del collegio sindacale, ora peraltro ben scolpito dalle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia e dalla nuova versione del Codice di autodisciplina (si veda infatti il già ricordato art. 8 della versione del dicembre 2011). E neppure dei corollari che le nuove funzioni dovrebbero determinare sulla stessa composizione dell'organo. Qui gli *idola theatri* si accompagnano a singolari vischiosità statutarie, che vedono tuttora anacronistiche riproposizioni della regola che richiedeva la qualifica di revisore legale in capo a tutti i sindaci: una limitazione che è forse meritevole di ripensamento per gli stessi collegi sindacali delle società chiuse ai quali sia affidata la funzione di revisione legale dei conti, ma che si rivela assolutamente irragionevole ove tale compito non sia loro affidato o addirittura precluso *ex lege*, come nelle società aperte e, più in generale, negli enti di interesse pubblico.

Quest'ultimo profilo finisce del resto per tarpare le ali ad un'adeguata diversificazione nella composizione del collegio sindacale, che naturalmente va ben oltre il tema della diversità di genere, che è di per sé indubbiamente positiva, ma insufficiente, occorrendo un più adeguato grado di diversificazione, anche in termini di età, professionalità e provenienza geografica dei membri dell'organo di controllo.

Va però soggiunto che la partecipazione attiva e istituzionale dei componenti del collegio sindacale ai consigli di amministrazione – e ai comitati istituiti in seno a quest'ultimo – rappresenta in sé un importante fattore di diversificazione, che già oggi favorisce un ampliamento degli approcci e delle prospettive nell'analisi dei problemi e nell'assunzione delle decisioni, mitigando il rischio di comportamenti di mero allineamento a posizioni prevalenti e agevolando una effettiva dialettica e un più intenso coinvolgimento degli stessi componenti non esecutivi del consiglio di amministrazione. E tale evoluzione risulterebbe ancor più significativa ove venisse assecondata l'auspicata evoluzione verso una maggior *diversity* interna allo stesso organo sindacale.

7. Un secondo processo incompiuto concerne la funzione cruciale di coordinamento degli organi di controllo delle società del gruppo, che viene ormai da tempo riconosciuta al collegio sindacale della *holding*: un tema sul quale ancora una volta la Consob è stata antesignana, sollecitando da tempo i sindaci delle controllanti quotate ad una diretta presenza nei collegi delle controllate sulle quali l'emittente esercita attività di direzione e coordinamento e riducendo in tali ipotesi i coefficienti di calcolo ai fini del superamento dei limiti al cumulo di cariche. Il riferimento è, in primo luogo, alla nota Comunicazione Consob 20 febbraio 1997, n. 97001574, nella quale l'Autorità di vigilanza, "al fine di accrescere a favore del collegio sindacale la trasparenza sull'attività svolta dalla società, anche attraverso imprese controllate", raccomanda che "almeno un componente del collegio sindacale della capogruppo sia nominato sindaco nei collegi sindacali delle società controllate", soggiungendo che "la partecipazione diretta rappresenta, infatti, lo strumento attraverso il quale agevolare l'acquisizione, da parte del collegio sindacale della capogruppo, delle informazioni necessarie ad adempiere le funzioni di propria competenza". In tal senso si iscrive anche la regolamentazione del cumulo degli incarichi dei sindaci, contenuta di cui agli articoli 144-*duodecies* ss. del Regolamento Emittenti, ove è espressamente previsto un coefficiente di riduzione del "peso" dell'incarico di sindaco in società controllate, nel caso in cui un componente dell'organo di controllo ricopra analogo incarico nella società capogruppo, nel presupposto che ciò favorisca l'acquisizione di informazioni e determini una riduzione del tempo e del lavoro necessario per svolgere gli incarichi.

Al riguardo mi chiedo peraltro se corrisponda ad una *best practice* la prassi ricorrente che lascia in mano al management della capogruppo (talora in capo allo stesso CEO, ma più sovente demandata al CFO o al *General Counsel*) la scelta, a monte, in ordine alla effettiva applicazione del principio in esame e la selezione, a valle, dei candidati ritenuti più idonei a comporre gli organi di controllo delle società soggette a direzione e coordinamento. Con il corollario che si vedono talora disattesi gli auspici dell'Autorità di vigilanza, o più sovente attribuite le cariche in questione ai soli sindaci eletti nella lista di maggioranza, talora giustificando tale opzione alla luce del peculiare ruolo di presidente rivestito dal sindaco di minoranza, che mal si attaglierebbe all'esser presieduto nelle controllate; così come non infrequente è la nomina nei collegi sindacali delle controllate di ex sindaci della controllante quotata (in questo caso, per la verità, senza soverchie distinzioni tra sindaci di maggioranza e di minoranza).

Ora, ben inteso, non si intende qui porre una questione generale di estensione ai sindaci dei meccanismi di *cooling off* contemplati per i revisori, posto che la valorizzazione delle competenze acquisite in ordine alla realtà del gruppo al vertice del quale hanno svolto le funzioni di vigilanza potrebbe rispondere oggettivamente all'interesse dell'emittente quotata e delle sue controllate. Il problema è però "nel manico", ovvero nel potere di *nomination*, che andrebbe, quanto meno, sottratto al *management* della *holding* quotata ed assegnato (se non agli stessi sindaci della controllante) al comitato per le proposte di nomina, eventualmente allargato, in una logica ulteriormente evolutiva, ai sindaci, ferma restando la necessità di una formale

deliberazione finale del consiglio di amministrazione destinata a vincolare il voto del rappresentante dell'emittente nelle assemblee delle controllate.

In questa prospettiva, parrebbe coerente ad un'auspicabile *best practice* il riconoscimento di un ruolo diretto dell'OdV della controllante in ordine alle proposte di nomina degli organismi di vigilanza che debbano istituirsi, ai sensi del decreto 231/2001, anche in seno alle controllate.

Il tema dei controlli nei gruppi induce ad un'ulteriore considerazione, che si raccorda alla riflessione svolta in apertura del nostro simposio dal Presidente Vegas in ordine alla sensibile diversificazione che connota una realtà, come quella delle società quotate, obiettivamente multiforme e mal costretta entro una regolamentazione unitaria. Considerazione che non può che condividersi, dovendosi anzi rilevare come tale diversificazione sia ulteriormente accentuata ove all'esame "orizzontale" delle emittenti quotate si affianchi anche quello "verticale" dei rapporti di controllo che rampollano a valle delle stesse "giù per li rami" delle rispettive società controllate.

Ora, sotto entrambi questi profili potrebbe risultare di grande interesse una sperimentazione del più snello tra i modelli di amministrazione e controllo contemplati dal nostro ordinamento, ovvero il sistema monistico, che potrebbe invero rivelarsi come il più adatto alla *governance* sia di alcune delle società operative controllate da società quotate, sia delle stesse emittenti di minore dimensione e complessità, che potrebbero adottarlo segnatamente in sede di IPO, per poi valutare in un momento successivo se passare all'ulteriore e più sofisticato presidio del sistema tradizionale, con il "vecchio" collegio sindacale. "Vecchio" e "nuovo" sono peraltro concetti relativi, posto che i cosiddetti modelli alternativi hanno una storia non meno risalente e che i nostri "vecchi" sindaci, dalla legge Draghi ad oggi, hanno visto una rivitalizzazione che evoca la curiosa parabola di Benjamin Button.

**8.** Ai fini dell'adozione del sistema monistico nelle realtà di gruppo, occorrerebbe peraltro riconsiderare il limite che tanto il codice civile (art. 2399) quanto il Testo Unico della Finanza (art. 148, comma 3) sembrano porre, in termini *de iure condito* difficilmente superabili, alla assunzione della carica di sindaco della controllante da parte di chi rivesta la carica di amministratore di società controllate, introducendo un'espressa deroga per quei consiglieri che, proprio nella loro veste di *non executive independent directors*, vengano a far parte del comitato per il controllo della gestione. E ciò dovrebbe valere naturalmente anche per l'ipotesi simmetrica, consentendo ai componenti dell'organo di controllo del sistema monistico della *holding* di assumere la veste di sindaco nelle controllate.

Al riguardo merita qui di essere richiamata la previsione di cui all'art. 37, comma 1, lett. d), del Regolamento Consob di attuazione concernente la disciplina dei mercati. Tale disposizione, come noto, ravvisa nella costituzione «di un comitato di controllo interno composto da amministratori indipendenti» il presupposto per l'ammissione alla (e il mantenimento della) quotazione delle s.p.a. soggette all'attività di direzione e coordinamento, soggiungendo che, in tale ipotesi, devono essere

interamente composti da amministratori indipendenti, ove istituiti, «anche gli altri comitati raccomandati da codici di comportamento in materia di governo societario promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria». La stessa disposizione ha cura di precisare la nozione di amministratore indipendente, ai fini delle previsioni in esame, richiedendo il «possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 3, del Testo unico e degli eventuali ulteriori requisiti individuati nelle procedure previste dall'articolo 4 del regolamento adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate o previsti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società», nonché degli ulteriori requisiti di indipendenza previsti dal «codice di comportamento promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria», al quale la società dichiara di aderire, ai sensi dell'art. 123-bis, comma 2, TUF. La norma precisa altresì – ed è questo il punto che si intende qui sottolineare – che comunque *«non possono essere qualificati amministratori indipendenti coloro che ricoprono la carica di amministratore nella società o nell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento o nelle società quotate controllate da tale società o ente»*.

Ora, tale disposizione, se trasposta meccanicamente al modello monistico, sembrerebbe impedire, almeno ad una prima lettura, la partecipazione di uno stesso amministratore al comitato per il controllo sulla gestione di più società del medesimo gruppo; e ciò a differenza di quanto avviene per i sindaci, rispetto ai quali non soltanto non è dato constatare alcuna preclusione, ma è anzi sollecitata, come ricordato, la compresenza dei medesimi componenti negli organi di controllo di più società del gruppo. Il condizionale è tuttavia d'obbligo, potendosi fondatamente prospettare una diversa soluzione interpretativa che distingua la peculiare posizione dei componenti degli organi di controllo in tutti i sistemi di amministrazione e controllo, e dunque anche degli amministratori indipendenti e non esecutivi membri del comitato per il controllo sulla gestione, con riferimento ai quali l'incompatibilità andrebbe selettivamente riferita alla partecipazione come «normali» consiglieri di amministrazione o di gestione (anche non esecutivi) nella società *holding* o in altre società da questa controllate; mentre l'assunzione della carica di componente del comitato per il controllo sulla gestione, al pari di quella di sindaco e di consigliere di sorveglianza, non determinerebbe profili d'incompatibilità.

In questo quadro la citata norma regolamentare verrebbe a rivestire – per il profilo in esame, come per gli ulteriori requisiti di composizione ivi previsti in ordine all'organo di amministrazione e ai suoi comitati – una portata del tutto eccezionale, in quanto tale riferibile unicamente alla peculiare ipotesi delle società quotate sottoposte ad attività di direzione e coordinamento; in tal modo offrendo un importante argomento *a contrario* a sostegno della tesi che riconosce la piena legittimità della nomina di uno stesso soggetto ad amministratore indipendente tanto nella controllante quanto nella controllata ogni qualvolta quest'ultima non sia una società quotata soggetta a direzione e coordinamento.

Ed è quest'ultima l'interpretazione accolta anche dalla Consob in una importante Comunicazione, relativa ad un quesito sulla definizione di amministratore

indipendente, nella quale si afferma che, «alla luce della *ratio* della disciplina», mentre non potrebbe «essere qualificato come amministratore indipendente della quotata colui che ricopra la carica di amministratore esecutivo in una delle società del gruppo» (sia tratti di controllante, di controllate o di società soggette a comune controllo), «al contrario, non comprometterebbe l'indipendenza la circostanza che l'amministratore indipendente della quotata svolga il ruolo di amministratore indipendente in altre società del gruppo»; sulla base di tali premesse, l'autorità di vigilanza perviene linearmente alla conclusione che «la definizione di amministratore indipendente prevista dal combinato disposto degli articoli 147-*ter*, comma 4, e 148, comma 3, del TUF, consent[e] la nomina di un amministratore indipendente di una quotata come amministratore indipendente in una o più controllate della quotata senza che ciò determini di per sé la perdita dell'indipendenza», purché la pluralità di incarichi non sia tale da configurare quei «rapporti di natura patrimoniale» con la società o le società del gruppo «che ne compromettano l'indipendenza», previsti dal medesimo art. 148, comma 3, TUF (Comunicazione Consob n. DEM/10046789 del 20 maggio 2010).

Lungo questa linea evolutiva si potrebbe andare oltre, giungendo a riconoscere la compatibilità tra amministratori indipendenti componenti del comitato per il controllo sulla gestione e sindaci o consiglieri di sorveglianza di società del medesimo gruppo. Se tale passaggio sembra presupporre un intervento normativo, va ancora posto in risalto che già oggi le norme del Regolamento Emittenti dedicate agli «*organi di amministrazione e controllo*» equiparano i componenti del comitato per il controllo sulla gestione ai sindaci in relazione alla disciplina del cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di controllo: in tal senso si esprime in particolare l'art. 144-*duodecies*, comma 1, lett. a), Regolamento Emittenti, ai sensi del quale per componente dell'organo di controllo s'intende, nel sistema monistico, «il componente (...) del comitato di controllo sulla gestione». Dall'equiparazione discende il corollario che l'assunzione della carica di componente del comitato per il controllo sulla gestione è preclusa a chi ricopra la medesima carica – ovvero quella di sindaco o consigliere di sorveglianza – in cinque emittenti; mentre lo stesso componente non può assumere altri incarichi di amministrazione e di controllo in società di capitali oltre le soglie massime determinate dal modello di calcolo contemplato dallo stesso Regolamento (art. 144-*terdecies*).

**9.** Nell'auspicata prospettiva sin qui delineata si potrebbe valutare sin d'ora in termini permissivi la legittimità di clausole statutarie che prevedano l'irrevocabilità degli amministratori indipendenti componenti del comitato per il controllo sulla gestione del sistema monistico da parte del consiglio di amministrazione, rimettendo la relativa decisione dunque sempre all'assemblea.

Per attenuare forme di concorrenza diseguale tra modelli, si potrebbe arrivare finanche ad estendere statutariamente la regola della irrevocabilità senza giusta causa dei componenti degli organi di controllo del sistema monistico, purché rappresentino una minoranza dell'organo consiliare. Mi chiedo anzi se analoga previsione non possa riferirsi anche ai consiglieri di sorveglianza componenti del

comitato controllo rischi, sempre a condizione che rappresentino una componente minoritaria del consiglio di sorveglianza. Ovviamente, in entrambi i casi non vi sarebbe il filtro giudiziale contemplato dall'art. 2400 c.c. per la sola revoca dei sindaci, che non potrebbe ovviamente essere oggetto di previsione statutaria (e che comunque non parrebbe da estendersi neppure in una prospettiva *de iure condendo*).

Sempre in sede statutaria, con riferimento al sistema monistico, si potrebbe operare un espresso riconoscimento dei poteri di controllo ed ispezione, che la legge assegna al comitato collegialmente, a ciascuno dei componenti dello stesso. Ancora per il modello monistico si potrebbe chiarire in termini espressi che nel consiglio di amministrazione devono essere previsti amministratori non esecutivi in numero superiore a quelli che andranno a comporre il comitato, posto che solo così pare possibile riprodurre quel triplice livello di cura, valutazione e vigilanza aventi per oggetto gli assetti che si realizza nel sistema tradizionale. Il che diviene importante anche per evitare la classica critica rivolta ad un modello nel quale, si afferma, i controllati nominano i controllanti e questi ultimi finiscono per controllare se stessi, soprattutto in ordine alla decisioni che adotta il consiglio come *plenum* e che non possono essere delegate.

Così come andrebbe definitivamente chiarito che il concetto di comitato è logicamente e ontologicamente incompatibile con la dimensione monocratica, introducendo anche nelle società chiuse – che ben potrebbero essere importanti società operative controllate da emittenti quotate (o holding con partecipazioni rilevanti in queste ultime) – un numero minimo di componenti del comitato per il controllo, precludendo conformazioni monocratiche purtroppo già invalse in una prassi molto discutibile (ma non isolata), che determina inevitabilmente un depotenziamento del controllo rispetto a quello assicurato dal modello tradizionale nelle società azionarie, avvicinandolo alla dimensione del sindaco unico delle società a responsabilità limitata.

**10.** Tornando alle società quotate e ai temi di vertice, condivido pienamente la proposta di Paolo Montalenti di attribuire espressamente all'organo di controllo – e dunque al collegio sindacale, nel sistema tradizionale – la funzione di coordinamento di tutte le istanze di controllo interno alla società, sviluppando in tal modo quanto già contenuto *in nuce* nell'art. 8 della nuova versione del Codice autodisciplina; e, in questo quadro, di prevedere l'obbligo periodico – che si suggerisce trimestrale – di relazione al consiglio di amministrazione da parte dell'organo di controllo sul funzionamento del sistema di controllo e sulle risultanze dei controlli effettuati, anche ai fini di eventuali decisioni di intervento correttivo da parte dell'organo gestorio. Così come pare senz'altro conforme a *best practice* l'approvazione di un regolamento che disciplini le procedure di coordinamento tra le istanze di controllo nella complessa architettura societaria; ma anche, aggiungo, la previsione di una sede formale di coordinamento tra i presidenti del collegio sindacale, del comitato controllo rischi e dell'organismo di vigilanza, eventualmente coordinata dal presidente del consiglio di amministrazione, ove non investito di funzioni esecutive.

Sono istanze del tutto condivisibili, posto che la prassi ha dimostrato, ripetutamente, come sia frequente non tanto l'assenza di controlli quanto la difficoltà nell'interpretare i segnali di anomalia, la carenza di "incrocio" tra controlli analoghi, la tardività del collegamento tra istanze di controllo diverse .

Il "confronto sinergico" – se opportunamente regolato – può condurre a maggiori convergenze operative, a verifiche rafforzate e a più tempestive segnalazioni di criticità, debolezze, carenze ed anomalie (e v. ancora Montalenti).

Meno convincente è la proposta ulteriore di consentire agli statuti delle società quotate (e di interesse pubblico) di attribuire la funzione di comitato per il controllo interno e la revisione legale di cui alla Direttiva Revisione, anziché al collegio sindacale, al comitato controllo e rischi previsto dal Codice di autodisciplina o, se la società non è quotata, a un comitato di amministratori indipendenti. Al di là del fatto che la Direttiva rimette l'opzione in ordine alla configurazione del comitato di cui all'art. 41 della stessa agli Stati membri (e non alle rispettive società emittenti), tali possibili varianti statutarie rischierebbero di creare disorientamento e potrebbero risultare contraddittorie rispetto all'esigenza di semplificazione da tutti riconosciuta come impellente. Del resto, l'alternativa è già insita nella scelta tra i diversi sistemi di *governance*, posto che il passaggio al modello monistico determinerebbe la convergenza nel comitato per il controllo sulla gestione delle funzioni del comitato per il controllo interno e la revisione legale (ai sensi dell'art. 19 del d.lgs. 39/2010), nonché di comitato controllo e rischi (e, verosimilmente, di comitato per le operazioni con parti correlate); ed analoga convergenza si determinerebbe con riferimento al comitato controllo e rischi costituito in seno al consiglio di sorveglianza del sistema dualistico.

Resta peraltro da vedere se tali sovrapposizioni (cui ben potrebbe aggiungersi quella di Organismo di vigilanza ex d.lgs. 231/2001) siano sempre consigliabili e virtuose, segnatamente in realtà complesse ove le aree di rischio risultano a loro volta differenziate e non sovrapponibili.

Piuttosto, affinché il collegio sindacale possa svolgere la sua funzione di raccordo e vigilanza *ex ante* sui processi di formazione delle decisioni dell'ente, essenziale è la sua partecipazione al comitato per le operazioni con parti correlate, anche quando quest'ultimo non coincida col (o sia un sottoinsieme del) comitato controllo e rischi. Se quest'ultima è una lacuna assolutamente da colmare, sottoporrei in termini più dubitativi il problema ulteriore della partecipazione degli organi di controllo (o quanto meno di un loro rappresentante) ad ulteriori comitati atipici istituiti in seno al *board* (comitato strategie, comitato per le nomine dei dirigenti apicali delle società operative, ecc.): partecipazione che risulterebbe a mio avviso peraltro raccomandabile (non soltanto nell'ipotesi, peraltro *border line*, in cui ai comitati si assegnassero competenze propriamente deliberative, ma) qualora in tali comitati si concentrasse la discussione su temi di vertice relativi all'alta amministrazione, limitando la successiva fase consiliare a richiami e motivazioni *per relationem* a quanto già illustrato e discusso nei comitati stessi. È del resto evidente che, nel sistema tradizionale, la trattazione delle opzioni strategiche di vertice all'interno di un comitato cui siano invitati anche gli altri consiglieri che non ne



facciano istituzionalmente parte, finirebbe per trascolorare in un consiglio di amministrazione tenuto in assenza dell'organo di controllo; sicché la successiva trattazione nel plenum del *board* della medesima materia rischierebbe di ridursi a mera cassa di risonanza di quanto già emerso nell'atipica fase preconiliare. Ma allora tanto varrebbe passare direttamente al sistema monistico.

**11.** Un'ultima considerazione riguarda il sistema dei controlli nella società a responsabilità limitata. È un tema di grande rilevanza che richiederebbe una relazione a sé stante, anche perché coinvolge realtà talora di ragguardevoli dimensioni e fatturati comparabili ad alcune quotate (si pensi a società del calibro di Esso Italiana s.r.l., Coca Cola Italia s.r.l. e Ikea Italia Retail s.r.l.) e finanche *holding* di partecipazione al vertice di gruppi quotati, alcune delle quali frutto di recenti trasformazioni dall'originaria forma di accomandita per azioni (com'è avvenuto per Edizione s.r.l., una delle maggiori società di partecipazioni del nostro Paese).

Mi limiterò qui ad osservare come proprio la constatazione della importanza economica di molte società a responsabilità limitata imporrebbe di superare una disciplina dei controlli basata sulla forma societaria per passare ad un approccio fondato sulla dimensione dell'impresa.

In questo quadro, si tratterebbe innanzi tutto di espellere dal codice civile l'anacronistica previsione che impone la nomina dell'organo di controllo nelle società a responsabilità limitata al mero raggiungimento di una soglia di capitale sociale pari a quello minimo stabilito per la società per azioni. Si tratta di una regola inefficiente, che disincentiva la capitalizzazione di questa forma societaria, determinando una irragionevole, e finanche folkloristica, proliferazione di s.r.l. con capitale subito al di sotto del parametro di legge (tipicamente, 119 mila euro).

La definitiva espunzione dal codice civile di quel requisito dovrebbe peraltro offrire al legislatore l'occasione per un ripensamento generale del sistema dei controlli in quella che è ormai la forma societaria di gran lunga più diffusa, nel nostro come nella maggior parte degli ordinamenti societari.

Un'impostazione fondata sulla effettiva rilevanza dell'impresa societaria dovrebbe allora indurre a rimeditare alcune delle soluzioni solo apparentemente (e dichiaratamente) semplificatorie, ma in realtà semplicistiche, che hanno connotato le più recenti novelle della materia, e segnatamente dell'art. 2477 c.c.

In questa prospettiva, si dovrebbero affrancare i presupposti dell'obbligatorietà dell'organo di controllo anche dal rinvio, parimenti infelice e decettivo, alle soglie al di sopra delle quali è preclusa la redazione del bilancio di esercizio in forma abbreviata (art. 2435-*bis* c.c.), che rispondono a una loro logica autonoma e non traslabile automaticamente ai controlli interni. Abbandonato ogni richiamo al numero dei dipendenti, dagli esiti non meno inefficienti del riferimento al capitale minimo della s.p.a., si potrebbero introdurre soglie autonome nella norma sull'organo di controllo (art. 2477 c.c.), imponendo alle s.r.l. che superino uno dei due parametri indicati nei nn. 1) e 2) del primo comma dell'art. 2435-*bis* c.c. la nomina *del collegio*



*sindacale* come organo pluripersonale; ovvero, in alternativa, dei corrispondenti organi collegiali di controllo dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo, la cui introduzione andrebbe consentita anche nella srl, con appositi interventi di adeguamento della disciplina vigente.

Contestualmente, si dovrebbe introdurre una soglia inferiore (pari, ad esempio, a un terzo dei due parametri sopra ricordati), al cui superamento ricollegare l'obbligatoria istituzione di un organo di controllo *monocratico*, ferma restando la possibilità per l'autonomia statutaria di introdurre anche in questo caso il collegio sindacale e di attribuire anche in tal caso all'organo di controllo la funzione di revisione legale dei conti.

Al di sotto di tale soglia, andrebbe comunque imposta per tutte le società dotate di personalità giuridica la nomina obbligatoria di un revisore legale dei conti, funzione che pare invero indefettibile in relazione anche agli obblighi pubblicitari dei bilanci d'esercizio di tali enti e da affidarsi a professionisti esterni indipendenti, siano essi società di revisione o persone fisiche.

Da ultimo, ma non meno importante (soprattutto per le s.r.l. al vertice o a valle di società quotate), si dovrebbe espressamente riconoscere la più ampia disponibilità in via statutaria dei diritti individuali di controllo, che costituiscono uno dei «difetti» più frequentemente lamentati dagli operatori nei confronti della nuova s.r.l.

Nella prospettiva della semplificazione, sarebbe sufficiente chiarire che non si tratta di regole imperative, ma di prerogative semplicemente "offerte" in via dispositiva ai soci non gestori, al fine di ridurre i costi di negoziazione relativi a tale profilo organizzativo, ribaltandoli dalle minoranze in capo ai soci di maggioranza di cui gli amministratori oggetto di controllo sono naturalmente espressione. Una derogabilità convenzionale che, pur essendo già oggi sostenibile in via interpretativa (e chi vi parla è l'estensore di uno Studio in tal senso approvato dal Consiglio Nazionale del Notariato), incontra tuttora molte remore tra gli studiosi e in giurisprudenza.

In tale prospettiva si potrebbero individuare opportunamente dei limiti alle deroghe statutarie, destinati a variare a seconda che sussista o meno un organo di controllo dotato dei poteri e delle caratteristiche del collegio sindacale (o dei corrispondenti organi dei sistemi alternativi) delle società azionarie.

Nel primo caso, i poteri minimi insuscettibili di compressione statutaria potrebbero corrispondere ai diritti di informazione ed ispezione riconosciuti agli azionisti (art. 2422 c.c.); nel secondo, al diritto di consultazione dei libri e dei documenti sociali riconosciuto alla tipica figura di soci a responsabilità limitata esclusi dalla gestione in assenza di organi di controllo, ovvero i soci accomandanti, al fine di controllare, *semel in anno*, l'esattezza del bilancio che viene loro comunicato (art. 2320, comma 3, c.c.).



# I controlli interni

Gabriele Racugno<sup>(\*)</sup>

**1.** Il Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, nella sua relazione svolta il 5 maggio 2014, in occasione del consueto incontro annuale con il mercato finanziario, ha sottolineato l'esigenza di una semplificazione delle regole che disciplinano i controlli interni, caratterizzati da un sistema costituito da una pluralità di organi (Collegio sindacale, Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, Organismo di vigilanza, funzioni di *Internal audit*, Comitato controllo e rischi), connotato da potenziali sovrapposizioni di ruoli, che può creare inefficienze e costi ingiustificati per le imprese.

Parole attualissime che trovano significativi precedenti, fra l'altro, in un intervento nel Corriere della Sera, del 10 luglio 2007, di Salvatore Bragantini, il quale invoca appunto la necessità di una semplificazione dei controlli interni, «ormai diventati una boscaglia impenetrabile». «Ad una conta sommaria» è stato osservato (Niccolò Abriani) «gli organi, le funzioni e gli uffici che partecipano al sistema dei controlli interni risultano in molte realtà societarie ben più dei sei personaggi pirandelliani. Il numero tende a crescere di anno in anno...». Secondo Maurizio Irrera «le imprese guardano al controllo interno come a una serie di fastidiosi adempimenti meramente burocratici, che sottraggono risorse ed energie al *core business*». Osserva Bernardino Libonati che «in tema di controllo societario certamente ci sono oggi tantissime regole, ma è dubbio che esse siano a valle di scelte di sistema». Nel quaderno giuridico della Consob, n. 4, dedicato ai Controlli interni, Giorgio Gasparri ha evidenziato come numerose società «hanno subito non pochi intralci e ritardi per via delle sovrapposizioni di ruoli, delle duplicazioni di funzioni e delle frammentazioni e dispersioni di compiti che spesso interessano l'attività di controllo interno». Nel corso di questa giornata le sovrapposizioni e le inefficienze nei controlli societari sono state ampiamente illustrate da Marcella Panucci, che ha sottolineato l'esigenza di semplificazione del «reticolo dei controlli interni», in particolare per le società di dimensioni più piccole che intendono accedere al mercato dei capitali.

**2.** Nella vigenza del codice di autodisciplina del 2006 era previsto, in via generale (art. 8.P.4), che le valutazioni e decisioni del Consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno «siano supportate da un'adeguata attività istruttoria»,

(\*) Università degli Studi di Cagliari.

con la conseguenza che, pur essendo l'attività del Comitato per il controllo interno in parte coincidente con le aree sottoposte alla vigilanza del Collegio sindacale, compete al primo, a differenza che al secondo, una funzione prevalentemente di verifica *ex ante*. Di qui la consueta asserzione secondo cui il controllo del Collegio sindacale è incentrato sulla vigilanza della legge, dello statuto e dei principi di corretta amministrazione come previsti dall'art. 2403 c.c. (un controllo pur sempre di legalità, ancorché sostanziale), mentre il Comitato per il controllo interno, quale estensione del Consiglio di amministrazione, svolge un ruolo di assistenza e di supporto del Consiglio stesso in funzione di una gestione non solo corretta ma anche efficiente in merito all'opportunità e alla convenienza.

Analoghe sovrapposizioni di funzioni emergono, alla luce del Codice di disciplina del 2011, tra Comitato controllo e rischi (*Audit committee*) e Collegio sindacale, ancorché la differenza non manchino poiché nel caso dell'*Audit committee*, organo interno al Consiglio, esso è designato come organo istruttorio dell'attività (rimessa al Consiglio nella sua interezza) di *monitoring* e opera in una prospettiva *ex ante*, mentre il Collegio sindacale tende ad operare *ex post*.

Al Comitato controllo e rischi e al Collegio sindacale, oltre che al Consiglio di amministrazione, si rapporta il Preposto al controllo interno, che si interfaccia, nel sistema dualistico, con il Consiglio di sorveglianza, e, nel sistema monistico, con il Comitato per il controllo sulla gestione.

All'interno del Consiglio di amministrazione troviamo quindi un Amministratore incaricato del sistema di controllo interno, ed una serie di comitati (oltre al Comitato controllo rischi, il Comitato sulle remunerazioni, il Comitato per le operazioni con le parti correlate), i quali partecipano in alcuni casi alla funzione istruttorie, in altri sono investiti di una vera e propria funzione di controllo, distinta dall'attività di gestione propriamente detta.

Completano poi la Governance il Preposto al controllo interno, che solitamente ricopre anche la figura di responsabile delle funzioni di *Internal audit*, e l'Organismo di vigilanza, che costituisce un elemento centrale del Modello organizzativo ex d.lgs. n. 231/2001. In ogni caso per tutte le s.p.a. quotate e per le società azionarie "aperte" è regola l'affidamento ad una società di revisione legale della funzione di controllo contabile.

In posizione apicale troviamo dunque: il Collegio sindacale, che rappresenta il vertice del sistema di vigilanza; il Consiglio di amministrazione, quale organo di supervisione strategica, che si avvale dell'attività istruttorie svolta dal Comitato controllo e rischi, dall'Amministratore incaricato del controllo interno e dal Responsabile *Internal audit*; l'Organo di vigilanza di cui al d.lgs. 231/2001.

Un articolato complesso di norme volto a superare quel disegno che, a metà degli anni settanta, con la nascita della Consob e con una limitata riforma della borsa e delle società nella stessa quotate, considerando ormai superati gli strumenti di controllo interno, di fatto rimasti inattivi, affidava la tutela dell'azionista di minoranza e l'efficienza della gestione delle imprese al controllo del mercato (Costi).

3. Questo quadro sintetico conferma quella «boscaglia impenetrabile» di cui si è detto e la necessità di una semplificazione delle regole che disciplinano i controlli interni auspicata dal Presidente Vegas; soprattutto di individuazione di una linea di demarcazione tra le attività di verifica spettanti all'organo gestorio e all'organo di controllo. La soluzione più lineare, come è stato evidenziato, consiste probabilmente nel concentrare l'attenzione sul differente contenuto dei poteri-doveri attribuiti dalla legge ai due organi: il *plenum* consiliare «può sempre impartire direttive agli organi delegati» e pertanto contribuisce attivamente alla costruzione degli assetti interni (art. 2381, terzo comma, c.c.); i sindaci, invece, dovendo assolvere al generale dovere di sorveglianza su di loro gravante *possono, anche individualmente*, procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e controllo» (art. 151, primo comma, Tuf). Al "controllo-vigilanza", proprio del Collegio sindacale, si contrappone il "controllo-governo", quale strumento di gestione facente capo al Consiglio di amministrazione, che esterna decisioni e dichiarazioni: «a questi due "fotogrammi" (decisioni e dichiarazioni) appartiene la teoria dell'organizzazione – da intendersi come insieme di regole sui procedimenti decisionali e dichiarativi (nel linguaggio corrente: organizzazione, controllo e rappresentanza)» (Spada).

Una lettura attenta dell'art. 7.P.3. del Codice di autodisciplina può offrire una prima direttrice per la semplificazione del sistema di controlli interni. L'ultimo comma di questa norma stabilisce infatti: *L'emittente prevede modalità di coordinamento tra i soggetti sopra elencati al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e di ridurre le duplicazioni di attività.*

Ne discende che compete all'autonomia organizzativa dell'emittente, nel rispetto dei ruoli assegnati ai vari soggetti deputati al controllo interno e di gestione, di coordinare detti soggetti, al fine di *ridurre* le duplicazioni di attività. Il richiamato ultimo comma utilizza il verbo "ridurre" nell'evidente consapevolezza che vi sarà pur sempre, anche nel miglior coordinamento, una duplicazione di attività di controllo, riservando peraltro al Collegio sindacale il ruolo di organo primario cui riferire l'intera attività di controllo in senso proprio.

4. A questo punto, prima di trarre le conclusioni sulle relazioni appena svolte, è necessario preliminarmente riepilogare le proposte di modificazione alla normativa vigente elaborate da Paolo Montalenti, che, in più sedi, ha particolarmente approfondito la materia dei controlli.

Schematicamente:

- (i) attribuzione espressa all'organo di controllo - Collegio sindacale, Comitato di controllo all'interno del consiglio di sorveglianza, Comitato controllo e rischi - delle funzioni di *coordinamento* di tutte le istanze di controllo interno della società;
- (ii) previsione che le procedure e le modalità di coordinamento tra organi e funzioni di controllo siano disciplinate da un apposito *regolamento adottato dal consiglio di amministrazione*;

(iii) previsione dell'*obbligo periodico* - ad esempio trimestrale - di relazione al consiglio di amministrazione da parte dell'organo di controllo sul funzionamento del sistema di controllo e sulle risultanze dei controlli effettuati anche ai fini di eventuali decisioni di intervento correttivo da parte dell'organo gestorio.

Inoltre.

- (iv) attribuzione della funzione di Comitato per il controllo interno e della revisione legale (art. 19, d.lgs. 39/2010) anziché al *Collegio sindacale* (o all'organo equivalente) al *Comitato controllo e rischi*;
- (v) limitazione di competenze in materia di procedure del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari alla predisposizione di *adeguate procedure amministrative contabili per la formazione dei bilanci*;
- (vi) affidamento alla Società di revisione, oltre che il controllo dei conti, della *verifica di adeguatezza delle procedure stesse*;
- (vii) attribuzione al Preposto al consiglio interno della *verifica sul rispetto effettivo delle procedure amministrative contabili* (oggi assegnato invece al dirigente preposto).

Secondo Montalenti «il punto cruciale è rappresentato dalla duplicazione di funzioni in capo all'organo di controllo ed al corrispondente "organo" di autodisciplina»: in tal senso l'art. 19 del d.lgs. 39/2010 ha riconosciuto all'organo di controllo funzioni in larga parte coincidenti con quelle che l'autoregolamentazione aveva riservato al "comitato per il controllo interno".

**5.** Ora a me pare che un sistema di controllo interno – che mira a fornire una ragionevole assicurazione in ordine al presidio e alla gestione dei rischi, la cui efficacia dipende da un chiaro e corretto processo di identificazione degli obiettivi aziendali – debba in primo luogo verificare l'adeguatezza del sistema amministrativo-contabile, cioè l'insieme delle procedure finalizzate a garantire l'attendibilità delle informazioni aziendali di bilancio, in particolare a verificare che siano state esattamente eseguite di volta in volta le operazioni di rilevazione e iscrizione di un ricavo, di un costo, di una nota di credito, ecc., cioè la corretta rilevazione dei fatti di gestione e delle loro risultanze in termini numerici, e quindi la regolarità e correttezza dell'azione gestoria che a quei fatti conduce. Questo in generale.

Per quanto concerne il Comitato controllo e rischi il codice di autodisciplina ne incentra le funzioni nell'insieme delle regole volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali *rischi aziendali*: non a caso almeno un componente del Comitato deve essere in possesso di un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di *risk management*. La gestione dei rischi, come con ampi riscontri comparatistici ha ricordato questa mattina Carlo Amatucci, «è il tallone di Achille dell'organo amministrativo della grande impresa».

Non si può non concordare con l'analisi svolta dall'Assonime (2011) secondo cui il Collegio sindacale dovrebbe divenire l'unico organo cui riferire l'attività di controllo-vigilanza in senso proprio, attribuendo allo stesso espressamente le funzioni di coordinamento di tutte le istanze di controllo interno. D'altronde sia il Tuf, sia il

Codice civile, e lo stesso Codice di autodisciplina, utilizzano, con riferimento alla funzione primaria di quest'organo, il termine *vigila*, in contrapposizione al *curano* e *valutano*, riservato, rispettivamente, agli organi delegati e agli amministratori non esecutivi. Altresì pienamente da condividersi è la proposta di Assonime di graduare i controlli d'impresa a seconda delle dimensioni della società o della sua apertura al mercato dei capitali di rischio.

Piuttosto deve aggiungersi che non essendo attuabile una verifica diretta dell'attività di impresa da parte dell'organo apicale, è imprescindibile la sussistenza di procedure di controllo interno efficienti. Compito dei comitati è quindi verificare che i procedimenti sussistano e siano idonei a funzionare. L'efficienza del controllo presuppone necessariamente organizzazione e *procedimentalizzazione* delle operazioni gestorie, vale a dire: a) separazione dei ruoli nei processi gestionali; b) tracciabilità delle scelte; c) effettuazione delle scelte in base a criteri oggettivi (quanto più possibile). In altri termini evitare la concentrazione di attività critiche in un unico soggetto. Nessuno, invero, secondo quanto emerge dalle Linee guida della Confindustria, deve gestire in autonomia un intero processo, essendo necessario distinguere il soggetto che autorizza l'effettuazione di un'operazione, colui che la contabilizza, chi la esegue operativamente e, infine, chi la controlla, di guisa da rendere documentate e verificabili le varie fasi del processo decisionale al fine di poter risalire alla motivazione che ha guidato la decisione; e, soprattutto, che i processi operativi siano definiti prevedendo un adeguato supporto documentale per consentire che essi siano sempre verificabili in termini di congruità, coerenza e responsabilità, affinché le decisioni e le scelte siano sempre tracciabili in termini di caratteristiche e motivazioni e siano sempre individuabili coloro che hanno autorizzato, effettuato e verificato le singole attività. Che le responsabilità debbano essere chiaramente riferibili è stato efficacemente sottolineato poc'anzi da Angelo Apponi nella sua relazione, ove sono stati esaminati i controlli sull'informativa contabile e, in proposito, la necessità che le procedure, che assumono particolare rilevanza nel sistema IAS/IFRS, garantiscano *tracciabilità delle scelte*. Ed aggiungasi, sono necessarie regole che attribuiscono inscindibilmente responsabilità e oneri a chi li assume senza poterli scaricare su altri.

Quindi un adeguato sistema di controllo interno presuppone un'accurata, mappatura, valutazione e "gestione" dei principali rischi aziendali. «Destinare capitali all'impresa comporta un rischio che, peraltro, nessun livello di conoscenza può eliminare (l'alea qualifica il contratto di società); è, tuttavia, indispensabile che chi lo affronta disponga di elementi di giudizio che, per qualità ed ampiezza, orientino con sufficiente discernimento la decisione» (Pescatore).

**6.** Dagli interventi è emerso come nel moderno diritto societario amministrazione e controllo non costituiscano più funzioni tra loro nettamente distinte: il controllo invero è intrinseco e coesistente alla funzione gestoria e riguarda principalmente la gestione del rischio, come ben ha evidenziato Paolo Ferro-Luzzi, secondo cui il controllo si pone come «*elemento coesistente all'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo*», quale strumento diretto a indirizzare e mantenere la direzione degli affari entro le regole vigenti. È stata rimarcata (Irrera) la necessità di attingere in materia di controlli, specie in relazione ai principi di adeguatezza degli *assetti*

*organizzativi, amministrativi e contabili*, dalle regole elaborate dalla scienza aziendalista, valorizzando l'importanza della "procedimentalizzazione" dell'attività gestionale dell'impresa, di cui il sistema di controllo interno costituisce un cardine essenziale dell'architettura organizzativa.

È altresì emersa la condivisione della scelta della Consob (che, come ha ricordato Luca Enriques, aveva puntato molto in alto, sottoponendo a consultazione una disciplina ispirata al modello del Delaware, che rimette l'intera procedura in capo agli amministratori indipendenti, proposta questa peraltro successivamente ridimensionata dalla stessa Consob) di valorizzare la figura degli amministratori indipendenti, cioè l'affidamento di funzioni di vigilanza a soggetti che rivestono, oltre a quella di controllori, la qualifica di amministratori, sì da consentire una partecipazione, e quindi una consapevolezza, più ampia di quella ordinariamente riconosciuta agli organi di vigilanza. In questo senso sono state riprese le riflessioni svolte dal Presidente Vegas nel recente incontro annuale con il mercato finanziario, per una valorizzazione del modello monistico – di cui va sottolineata la sua maggiore somiglianza al modello statunitense, economicamente dominante tra le imprese che operano nei mercati finanziari – ove la funzione di "controllo" si atteggia come una specializzazione di quella amministrativa, da essa quindi non separata (Angelici), che consente la verifica e la vigilanza in tempo reale da parte dei componenti del Comitato (Libonati), compartecipi del processo decisionale, ma con alcuni correttivi, quali la previsione societaria che la nomina e la revoca dei componenti del Comitato per il controllo sulla gestione passino attraverso la delibera assembleare (Irrera), financo forse ad estendere ai Componenti la regola della irrevocabilità senza giusta causa, cioè attenuando le differenze fra i meccanismi di designazione di tale organo e quelli di elezione del Collegio sindacale, sì da rendere completamente sovrapponibili le due cariche.

**7.** Merita altresì condivisione l'opzione prescelta dal nostro legislatore all'art. 19, secondo comma, del d.lgs. 39/2010, che, in attuazione dell'art. 41 della Direttiva sulla revisione dei conti, ha riconosciuto il ruolo centrale del Collegio sindacale (o dei corrispondenti organi alternativi), che può svolgere anche le funzioni dell'Organismo di vigilanza, ex art. 6, quarto comma *bis*, del d.lgs. 231/2001, come supervisore e coordinatore del complessivo e "policentrico" sistema dei controlli societari (Abriani). Al Comitato per il controllo interno e la revisione contabile spetta un compito di vigilanza anche preventiva e non meramente *ex-post*, che si traduce in una verifica sui processi il cui esito va portato all'attenzione degli amministratori investiti della gestione, affinché essi adottino le misure correttive eventualmente necessarie. Ed in questo quadro viene coerentemente assegnato al Collegio sindacale – ed in generale agli organi di controllo dei diversi modelli di *governance* adottabili dalle imprese azionarie italiane – «la responsabilità di vigilare sulla completezza, funzionamento e adeguatezza del sistema dei controlli» (Abriani).

Affinché il Comitato per il controllo interno – al quale va riconosciuto il ruolo di vertice del sistema di vigilanza, di direttore dell'orchestra (ormai quasi mahleriana) dei coprotagonisti del sistema dei controlli, secondo l'incisiva immagine del relatore che ha appena preceduto queste mie conclusioni – possa svolgere la sua



funzione di raccordo e vigilanza *ex ante* sui processi di formazione delle decisioni della società indirizzando la gestione verso principi di correttezza sostanziale, è essenziale la sua partecipazione ai vari Comitati ed organismi, contribuendo «a minimizzare i rischi finanziari, operativi e di inosservanza delle disposizioni e accrescere la qualità dell'informazione finanziaria», come emerge dal "considerando" n. 24 della direttiva 43/2006/CE. Ma è necessaria altresì l'introduzione di procedure che garantiscano un raccordo funzionale e, prima di tutto, un adeguato flusso informativo tra il Comitato per il controllo interno di cui all'art. 19 del d.lgs. 39/2010 e il corrispondente "organo" di autodisciplina.

Per quanto concerne, in particolare, le innovazioni apportate dal richiamato art. 19, l'area di funzioni più problematica è quella rappresentata dalla vigilanza sulla «revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati», che si raccorda alla quarta funzione indicata sempre all'art. 19 del d.lgs. 39/2010, relativa all'accertamento dell'indipendenza del revisore, che sembra decampare dalla sfera del mero scambio di informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti con il revisore esterno, indirizzando più latamente verso una vigilanza sull'assetto generale dello svolgimento della funzione del revisore (Abriani).

L'inclusione del monitoraggio sul sistema di controllo interno non implica, peraltro, neppure nel sistema monistico, una compartecipazione dell'organo di controllo al processo decisionale, e dunque alle scelte degli amministratori in ordine alla definizione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società. Rimane pertanto fermo il principio cardine introdotto dall'art. 2380-*bis* c.c., ai sensi del quale «la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale». L'attività di vigilanza rimane *eminente* conoscitiva, in funzione *essenzialmente collaborativa* (Abriani, anche sulla scorta di Ferro-Luzzi). D'altronde il dovere "collaborativo" dell'organo di controllo è sottolineato fin dalla Relazione al codice civile del 1942.

**8.** In chiusura, con riguardo alla disciplina dei controlli e dei plurimi interventi normativi ed in sede di autodisciplina, può ricordarsi la riflessione di Duccio Libonati: «la innovazione normativa non è mai di risultato se non è accompagnata da una cultura che ne renda adeguata alla storia vivente l'interpretazione e l'applicazione». E circa l'innovazione normativa (l'art. 2391-*bis* c.c., il Regolamento Consob n. 17221, a cui ha seguito la Comunicazione n. 10078683 del 24.9.2010) l'odierno dibattito ha messo bene in evidenza come un cardine fondamentale della nuova disciplina sia costituito dalla trasparenza tempestiva sulle operazioni rilevanti con *parti correlate* – che comportano problemi che si presentano, forse perfino con maggiore frequenza, anche nelle società chiuse (Guizzi) – si da rimuovere quel conflitto "epidemico" magistralmente descritto in un fortunato *pamphlet* di chi, con grande autorevolezza, ha presieduto in passato questa Commissione, che oggi ha dato inizio, con un felice esordio, sotto la guida di Luigi Arturo Bianchi, a questa sessione dei Seminari celebrativi per i 40 anni dell'istituzione.



# Profili evolutivi nell'attività di vigilanza e di *enforcement* della Consob

Roma, 11 luglio 2014





# Introduzione

Renzo Costi<sup>(\*)</sup>

**1.** Nessun ordinamento delle economie avanzate abbandona il mercato finanziario (banche, assicurazioni e mercato mobiliare) alle norme di diritto privato comune per quanto concerne sia i soggetti, sia le attività sia i prodotti. Le ragioni si ricollegano al convincimento, fondato sull'esperienza, che lasciato interamente all'autonomia privata il mercato finanziario non sarebbe in grado di assicurare quella stabilità ritenuta indispensabile per il finanziamento dell'economia reale. I fallimenti del mercato sarebbero inevitabili in considerazione delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse che lo caratterizzerebbero. L'intermediazione è attività fragile ma indispensabile.

**2.** D'altro canto, e all'opposto, nessun ordinamento delle economie a capitalismo avanzato attribuisce tale funzione alla pubblica amministrazione, nel convincimento che questa non sarebbe in grado di assicurare all'intermediazione l'efficienza necessaria per impedire che il costo dell'intermediazione sia troppo alto per il finanziamento dell'economia reale. E naturalmente se venisse imboccata questa strada nessuno spazio rilevante sarebbe consentito all'autonomia privata.

**3.** La strada normalmente battuta dalle economie capitaliste prevede l'attribuzione dell'attività di intermediazione ad imprese private, sottoposte, per altro, a vigilanza pubblica. Questo sistema dovrebbe realizzare il desiderato equilibrio fra efficienza (assicurata soprattutto dalla concorrenza) e stabilità.

**4.** Questo modello ha assunto nel tempo e nei vari ordinamenti essenzialmente due diverse modulazioni e lo spazio consentito all'autonomia privata muta secondo la modulazione adottata.

**4.1.** Una prima variante di quel modello è rappresentata dalla vigilanza strutturale, ossia da una vigilanza, normalmente ancorata al potere politico, che ha il potere di pianificare il sistema secondo un proprio disegno programmatico,

(\*) Università di Bologna.

nell'ambito del quale si muovono le imprese private, manovrabili con provvedimenti amministrativi per rendere la loro attività coerente con le linee del piano. L'impresa non è l'esercizio di un diritto di iniziativa economica ma l'esercizio di una funzione che opera per il conseguimento degli obiettivi del piano. In questo quadro, a dire il vero, la concorrenza e quindi l'efficienza non viene adeguatamente valorizzata. L'accesso al mercato non è un diritto, sia pure sottoposto ad autorizzazione, ma si fonda su un atto paraconcessorio decisamente discrezionale e funzionale alle linee direttive e agli obiettivi del piano. Era questo ad esempio il modello consentito dalla legge bancaria italiana del 1936-38.

Nell'ambito di questo tipo di vigilanza il ruolo dell'autonomia privata è fortemente compresso e può essere manovrato dall'autorità pubblica in funzione degli obiettivi del piano.

**4.2.** L'altra modulazione è quella della vigilanza prudenziale, di gran lunga dominante nelle moderne economie capitaliste. In questa ipotesi, l'autorità di vigilanza non ha il potere di pianificare il mercato finanziario secondo un proprio progetto complessivo, ma ha soltanto il potere di imporre regole tecniche all'autonomia delle imprese per assicurare, ad un tempo, l'efficienza e la stabilità delle stesse e nell'insieme l'efficienza e la stabilità dell'intermediazione finanziaria.

In questo contesto l'attività di intermediazione costituisce l'esercizio di un diritto, di iniziativa economica, e l'accesso al mercato costituisce il contenuto di un diritto, che può essere sottoposto ad autorizzazione ma soltanto sulla base di requisiti, oggettivi e soggettivi, fissati dalla legge o dall'autorità titolare del potere di vigilanza. Tale potere non deve necessariamente essere attribuito ad un'autorità politicamente responsabile, ma può essere assegnato ad un'autorità c.d. indipendente, chiamata a dettare quelle regole tecniche e ad assicurarne l'osservanza. È questo il modello fatto proprio dall'Unione europea nel momento in cui impedisce alle autorità di vigilanza sul mercato finanziario di tener conto, nell'assumere i propri provvedimenti, delle "esigenze economiche del mercato" ed è questo il modello adottato nel nostro ordinamento sia dal Testo unico bancario del 1993 sia dal Testo unico della finanza del 1998. E nell'ambito di questo modello di vigilanza l'autonomia privata trova un più ampio riconoscimento, incontrando solo i limiti previsti dalle norme poste a tutela dell'efficienza e della stabilità del mercato.

Su questi profili si sofferma la relazione di Raffaele Lener.

**4.3.** La vigilanza prudenziale e, quindi, i vincoli all'autonomia imprenditoriale assumono contenuti almeno tendenzialmente diversi in relazione all'incidenza del rischio connesso con l'investimento finanziario. Più esattamente, assumono una valenza maggiore le norme dirette ad assicurare la solvibilità dell'intermediario quando sullo stesso incida il predetto rischio (come per le banche e le assicurazioni), mentre assumono una valenza dominante le norme sulla trasparenza quando il rischio dell'investimento incide non sull'intermediario, ma sull'investitore. E,

come è intuitivo, l'accento posto sull'uno piuttosto che sull'altro di questi strumenti introduce corrispondenti e diversi vincoli all'autonomia privata.

A queste diverse funzioni della vigilanza non corrispondono necessariamente autorità distinte; nel nostro ordinamento ad es. l'IVASS ha funzioni di vigilanza, ad un tempo, sulla stabilità e sulla trasparenza delle compagnie di assicurazione e la Banca d'Italia ha compiti di vigilanza sulle banche anche per quanto concerne la trasparenza e la correttezza dei rapporti con la clientela.

**5.** I rapporti fra autorità e libertà nel mercato finanziario sono condizionati, nell'ambito pur sempre della vigilanza prudenziale, dallo "stile" della vigilanza; quei rapporti si atteggiavano diversamente a seconda che la vigilanza si esprima attraverso l'imposizione di regole puntuali (*rules*) o attraverso principi generali (*standards*).

La c.d. *better regulation* si fonda non su regole puntuali ma su clausole generali, lasciando in astratto maggior libertà alle imprese, ma esponendo le stesse ad un grado di discrezionalità della autorità di vigilanza più intenso di quello consentito da una vigilanza fondata su regole puntuali, con corrispondente incertezza nell'esercizio dell'autonomia privata degli intermediari.

**6.** I confini della vigilanza prudenziale e, quindi, le ragioni dei limiti posti all'autonomia privata, sono talvolta di non facile definizione per quanto concerne i rapporti fra intermediario e investitore.

Più esattamente alcuni capitoli delle norme in materia di trasparenza e correttezza dei rapporti fra banche e clienti non si limitano ad imporre obblighi di informazione, ma entrano nel merito del contratto a tutela del consumatore, pensato come contraente debole, allo scopo di assicurare il desiderato riequilibrio delle posizioni contrattuali. Ed è, quindi, una ragione non integralmente riconducibile all'efficienza e alla stabilità del mercato finanziario quella che giustifica e modella i limiti posti all'autonomia privata.

Le norme dirette a riequilibrare le posizioni contrattuali nell'ambiente dei rapporti fra intermediari e risparmiatori dimostrano che il legislatore non ritiene sufficiente la trasparenza di tali rapporti e ritiene indispensabile un intervento di merito sul loro contenuto.

**7.** Nella stessa prospettiva, ma in termini più radicali, muove il regolamento MIFIR (Regolamento 600/2014 del 15 maggio 2014) con le norme (articoli 39 ss.) in materia di "interventi sui prodotti".

Queste norme attribuiscono alle autorità competenti degli stati membri e, in subordine, all'ESMA il potere di "*vietare temporaneamente o limitare*" "*la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o di strumenti finanziari con particolari caratteristiche*", quando ricorrano particolari

condizioni, essenzialmente rappresentate dalla necessità di evitare una minaccia a) alla protezione degli investitori; b) all'ordinato funzionamento e integrità del mercato e c) alla stabilità del sistema finanziario. Inutile sottolineare che quelle norme costituirebbero un vincolo ablativo dell'autonomia privata.

La norma solleva gravi problemi interpretativi sui quali si intratterà la relazione di Tiziana Togna. Uno fra tutti: la nozione di prodotto finanziario e il limite oggettivo del potere di intervento dell'Autorità. Io mi fermerò solo su un'osservazione di carattere generale. La norma prevede un intervento ablativo del diritto di iniziativa economica. A me pare problematico che un'autorità politicamente non responsabile abbia un potere di limitare l'autonomia contrattuale dotato di una forte discrezionalità, essendo fondato su clausole generali come quelle appena ricordate.

È auspicabile che tale potere sia adeguatamente circoscritto e soprattutto sia giustiziabile ossia sottoposto ad un controllo dell'autorità giudiziaria; controllo che, per altro, risulterà alquanto problematico dal momento che il divieto può essere imposto prima della immissione del prodotto sul mercato.

**8.** Le innovazioni tecnologiche incidono sull'operatività degli intermediari e impongono all'Autorità di Vigilanza di tenerne conto nell'esercizio delle proprie funzioni ed è questo l'oggetto della relazione di Maria Antonietta Scopelliti.

**9.** Ma al fondo i tutti i problemi in tema di vigilanza sta quello relativo alla discrezionalità del potere della Consob e alla sua giustiziabilità: ed è l'oggetto della relazione di Aristide Police.



# L'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento

Raffaele Lener<sup>(\*)</sup>

## 1 Premessa

Il tema che mi è stato assegnato, di per sé, appare piuttosto "arido" e comunque non tale da consentire di affrontare argomenti *nuovi* o proporre riflessioni particolarmente stimolanti.

Proviamo a muovere da un inquadramento *generale*, procedendo poi *per spunti*.

Innanzitutto, e come ben noto, alla luce della disciplina comunitaria, in particolare della MiFID (art. 5), l'accesso alla prestazione dei servizi di investimento è subordinato ad autorizzazione, rilasciata dalle autorità competenti dei singoli Stati membri. La disciplina europea, inoltre, prevede – in base al principio del mutuo riconoscimento – la possibilità per le imprese di investimento comunitarie di prestare, a determinate condizioni, i loro servizi anche negli altri paesi dell'Unione.

L'accesso alla prestazione di siffatti servizi avviene secondo modalità diverse a seconda che il richiedente sia una banca o un'impresa di investimento e, in entrambi i casi, a seconda che il soggetto sia italiano o estero.

È peraltro noto che banche e imprese di investimento non sono gli unici soggetti che possono prestare servizi di investimento. A essi, infatti, se ne aggiungono altri, sottoposti a regimi *ad hoc*: le SGR, le società di gestione armonizzate (SGA), i gestori di fondi alternativi (FIA), le società finanziarie di cui all'art. 106 ss. TUB, gli agenti di cambio, i consulenti finanziari, le società fiduciarie iscritte in una sezione speciale dell'albo delle SIM, le società di gestione di mercati regolamentati (Annunziata).

## 2 La riserva di attività. I concetti di "professionalità" ed esercizio nei confronti del pubblico

L'art. 18, comma 1, TUF, conformemente alla disciplina previgente, prevede una *riserva* di attività.

(\*) Università degli Studi di Roma Tor Vergata.

La riserva copre solo, come noto, l'esercizio "professionale" e "nei confronti del pubblico" dei servizi di investimento.

Il termine *professionale* evoca immediatamente l'art. 2082 c.c. e i risultati raggiunti dalla giurisprudenza, teorica e pratica, in tema di professionalità dell'imprenditore.

È professionale, si dice, l'esercizio di un'attività caratterizzato da abitudine, stabilità, continuità sistematica; non è invece professionale l'esercizio occasionale, episodico (Galgano). Su questa lettura tradizionale si può certamente convenire, purché si sia avvertiti che professionalità e abitudine non sono espressioni perfettamente sinonimiche e che può essere "professionale" anche un'attività non esclusiva, o un'attività ciclica, o ancora un'attività che porti a un unico, ancorché complesso, risultato produttivo (Oppo; Spada). Non è intenzione del legislatore – lo si può dire senza incertezze – riservare a imprese di investimento e banche l'esercizio di singoli *atti* di intermediazione mobiliare.

Certo, una simile lettura svislisce, in qualche modo, il richiamo dell'art. 18 alla professionalità, che diviene attributo necessario di ogni attività di impresa, idoneo quindi a dare autonoma caratterizzazione a una modalità di esercizio. Si potrebbe pensare cioè che, così ricostruito, il concetto si riveli inutile e ridondante, in quanto già ricompreso nell'art. 2082 c.c. Si tratterebbe, però, di una conclusione tutt'altro che sconvolgente, se è vero che, già con riguardo alla richiamata norma codicistica, è stato scritto che la professionalità può ben apparire quale "duplicato" del concetto stesso di attività, intesa come complesso di atti teleologicamente coordinati, "e per ciò stesso dotati di una certa continuità" (Ferro-Luzzi). D'altro canto il codice di commercio del 1882 (art. 8) addirittura accompagnava il termine "professione" con l'aggettivo "abituale", e ancor oggi la legislazione tributaria impiega comunemente questa doppia locuzione.

Non deve dunque sorprendere che il legislatore del TUF abbia inteso ribadire, *ad abundantiam*, che riservata è la prestazione di servizi di investimento, non il compimento di singoli atti, non coordinati per una finalità unitaria.

Né sembra vi siano spazi per ricostruire, accanto alla professionalità che potremmo dire "generica", disegnata dall'art. 2082 c.c., e intrinsecamente contenuta nel concetto stesso di attività di impresa, una professionalità "di settore", cioè specifica dell'impresa di investimento. Di essa infatti non si potrebbero in alcun modo, se non con arbitrio, dettare i caratteri, in assenza di indicazioni legislative.

Altri ritiene che nel concetto di "professionalità" si possa rinvenire non solo il carattere della abitudine, della continuità sistematica, ma anche l'ulteriore requisito della destinazione dell'attività al mercato (già Bigiavi), sì che sarebbe a dirsi professionale solo l'attività di impresa finalizzata allo scambio, non invece quella esercitata per proprio conto.

La tesi non è nuova per la teoria dell'impresa e gode di numerosi consensi, al punto che è stato proposto di leggere la formula legislativa come se dicesse "al fine della produzione *per lo scambio*" (Asquini). Tuttavia questa costruzione, che postula la

necessaria destinazione al mercato del prodotto dell'attività imprenditoriale, è stata sottoposta a pervasive critiche, non solo da parte di chi ritiene ravvisabile attività di impresa là dove vi sia una almeno potenziale remunerazione dei fattori della produzione, nel che sarebbe dato scorgere comunque *l'economicità* dell'attività (Oppo); ma in fondo anche da parte di chi, pur ipotizzando la necessità di un momento di scambio dei beni prodotti, dimostra però di considerare irrilevante la dimensione del mercato, ammettendo così implicitamente anche il carattere imprenditoriale di un'attività di produzione per consumatori individuati, al limite anche per uno solo (Galvano).

Senza addentrarsi in temi così controversi di teoria generale dell'impresa, si può peraltro osservare che probabilmente all'affermazione della necessaria destinazione al mercato dell'attività di intermediazione riservata può giungersi più agevolmente argomentando, non già in punto di "professionalità", bensì in punto di esercizio dell'attività "nei confronti del pubblico"; concetto questo che diviene autenticamente centrale per la ricostruzione della fattispecie.

Infatti l'esigenza che l'attività sia rivolta al pubblico di per sé esclude dal campo riservato ogni attività che un soggetto non svolga per il mercato, ma per se stesso o, il che appare a questi fini del tutto analogo, per il proprio "gruppo" di appartenenza.

Le attività "infragrupo" non possono dirsi, infatti, destinate al pubblico e non ricadono dunque sotto la nota riserva. E' allora sul concetto di "pubblico" che bisogna soffermarsi.

Va anzitutto chiaramente differenziata questa nozione dal concetto di "pubblico" fatto proprio dalla disciplina dell'appello al pubblico risparmio (artt. 93-*bis* ss TUF). Nell'appello al pubblico risparmio, infatti, "pubblico" individua una massa di persone indeterminata e indeterminabile al momento dell'offerta, o comunque inferiore al numero individuato per via regolamentare dalla Consob come "rilevante". Diviene dunque decisiva per la costruzione della figura l'impossibilità di determinare *a priori* gli oblati.

Non solo. Non si applicano le norme sull'offerta al pubblico – e anche questo è noto – là dove l'offerta, pur non avendo destinatari esattamente individuabili, sia tuttavia rivolta esclusivamente a investitori "qualificati" (art. 100 TUF).

La soluzione è logica, in quanto la disciplina della sollecitazione è una disciplina dell'informazione, se si vuole "di trasparenza", e di informazione non c'è bisogno, o comunque l'esigenza è senz'altro minore o, se si vuole, differente, ove destinatari dell'offerta siano soggetti già informati, in ragione della loro qualifica professionale.

In sostanza *pubblico* nella disciplina dell'appello al pubblico individua una massa di soggetti *a)* non individuabili al momento dell'offerta (o al di sotto della ricordata *soglia di rilevanza*), *b)* composta da risparmiatori bisognosi di protezione.

Diversa, almeno in parte, è la finalità della riserva che ci occupa. Qui infatti sono *anche* perseguiti obiettivi di "trasparenza", ma accanto a essi, e prima di essi, la legge si prefigge di dettare regole di comportamento e di stabilità per gli intermediari. E' dunque la *ratio* stessa della disciplina a rendere impossibile un trattamento differenziato del pubblico "qualificato" e di quello "non qualificato".

Meno agevole, piuttosto, è verificare se "pubblico" sia necessariamente una massa indeterminata, o se si debba invece ritenere comunque riservata un'attività di intermediazione svolta a favore di terzi, anche là dove si tratti di una cerchia individuata di destinatari, o addirittura di uno solo.

Taluni dei primi commentatori (Quatraro) avevano escluso potersi parlare di attività rivolta al pubblico là dove i servizi di investimento fossero offerti ad una cerchia ristretta di soggetti, secondo un meccanismo di "collocamento privato". Ma questa lettura non convince: la locuzione "nei confronti del pubblico" è infatti qui usata nell'accezione più vasta.

Vero è che non solo nella disciplina dell'appello al pubblico risparmio si rinviene un'utilizzazione del termine "pubblico" nel senso di massa indiscreta. Infatti il requisito della indeterminazione dei destinatari si ritrovava, secondo le tesi tutt'ora dominanti, già nella legge bancaria, e oggi nel TUB, ove si parla di raccolta del risparmio "tra il pubblico" (art. 10, comma 1). Tuttavia nel sistema del TUF la previsione della riserva di attività è concepita in modo tale da non poter essere limitata. Infatti la ricordata finalità di imporre regole di comportamento agli intermediari sarebbe frustrata ove ci si limitasse a imporle nel caso di offerte al risparmio diffuso.

In altri termini. L'art. 18 TUF pone una disciplina a carattere *soggettivo*: si regola l'attività delle imprese di investimento; a esse si impone di comportarsi in un certo modo, di stipulare i contratti con certe forme, e così via. Siffatte regole di comportamento devono essere sempre obbligatorie, ogni qual volta un soggetto eserciti sul mercato – ovvero nei confronti di altri (Motti) – le attività contemplate dall'art. 18, comma 1. Altrimenti sono la stessa stabilità del mercato e la "significatività" dei prezzi che su di esso si formano a essere poste in pericolo. Non può ammettersi che sia liberamente esercitabile un'attività di intermediazione a favore, ad esempio, di tutte le banche operanti in una certa regione.

In questo senso, chiaramente, si è espressa la Consob sin dall'entrata in vigore della legge n. 1 del 1991, con la comunicazione n. 91007155 dell'11 dicembre 1991, ove è detto che "non è sufficiente ritenere sussistente il concetto di pubblico solo quando una attività finanziaria è prestata a favore di una pluralità indifferenziata di soggetti fungibili. (...) La nozione di pubblico invece è configurabile anche quando una attività finanziaria è indirizzata ad una pluralità di persone, che sono individuabili per effetto della loro mera appartenenza ad una determinata categoria di soggetti".

Si può certamente concludere che l'attività riservata dall'art. 18 TUF è quella che si caratterizza per la compresenza dei seguenti elementi: *a)* deve rientrare in una delle fattispecie descritte dall'art. 1, comma 5, TUF; *b)* deve essere esercitata

"professionalmente", ancorché non in via esclusiva, né senza interruzioni; c) non deve essere circoscritta al gruppo, ma essere destinata al mercato.

Invero, un decreto ministeriale, pur esso antecedente al TUF, aggiunge che non rientrano nella riserva di attività i "servizi prestati in via occasionale ed accessoria, senza predisposizione di *idonei schemi organizzativi* per il loro svolgimento" (art. 2, comma 1, lett. b), D.M. 329/97). In più, l'art. 1, comma 1, lett. b), del medesimo decreto prevede l'inapplicabilità della disciplina dei servizi di investimento ai soggetti che "prestano occasionalmente ed a titolo accessorio un servizio di investimento nell'ambito di un'attività professionale disciplinata da disposizioni legislative o regolamentari che ammettono la prestazione del servizio".

Il decreto non aggiunge molto a quanto si è sin qui detto, se non per un ulteriore elemento che aggiunge alla fattispecie, consistente nella predisposizione di "idonei schemi organizzativi" per lo svolgimento dell'attività, così richiamando la nozione di "organizzazione", che pur si ritrova nella definizione generale di imprenditore, ma che, in quella sede, viene enunciata distintamente rispetto a quella di professionalità.

### 3 L'autorizzazione delle Sim

L'art. 19 TUF individua nella Consob l'autorità competente al rilascio dell'autorizzazione. Anche al fine di assicurare il rispetto dei principi di coordinamento stabiliti dal TUF, l'autorizzazione deve essere rilasciata "sentita la Banca d'Italia".

Il recepimento della MiFID ha reso più stringenti i requisiti di accesso alla prestazione dei servizi rispetto alla disciplina previgente.

Senza dilungarsi sul punto, possiamo dire che la nuova disciplina, lasciando sostanzialmente inalterati i requisiti *soggettivi* (esponenti aziendali, capitale minimo, partecipanti al capitale, ecc.) ha invece rafforzato i requisiti di tipo *organizzativo* con specifico riferimento ai profili attinenti alla gestione dei conflitti di interessi, all'esternalizzazione di funzioni aziendali e, in generale, alle procedure aziendali.

### 4 In particolare: la valutazione della "sana e prudente gestione"

Ai sensi dell'art. 19, comma 2, TUF, il rilascio dell'autorizzazione è subordinato non già al semplice ricorrere delle condizioni richieste, ma altresì al fatto che, dall'esame delle condizioni indicate, risulti garantita la "sana e prudente gestione" del soggetto e che – con formula innovativa, introdotta a seguito della MiFID – sia "assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento".

Vi è dunque, certamente, un ambito valutativo lasciato alla Consob – e, per quanto di competenza, alla Banca d'Italia – che va ben oltre la formale verifica della presenza delle condizioni richieste. È, forse, in questa previsione del TUF – più che negli artt. 5 e 15 – che la nozione di sana e prudente gestione dispiega i suoi effetti più significativi, in quanto criterio che presiede direttamente al rilascio dell'autorizzazione e, quindi, all'accesso al mercato da parte dell'intermediario (Annunziata). Quanto alla capacità di prestare i servizi o le attività in modo "corretto", la norma dà rilievo sia ai profili esterni, riguardanti cioè il rapporto con gli investitori, sia ai profili interni, attinenti all'organizzazione dell'impresa.

Giova rammentare che il concetto europeo di "sana e prudente gestione" non coincide esattamente con quello del TUF. Il concetto è, infatti, più ampio nella disciplina italiana che in quella comunitaria. Nella prospettiva del legislatore europeo, il concetto affonda le sue radici nelle prime direttive in materia di OICR e la valutazione della sana e prudente gestione è condotta in relazione alla qualità soggettiva degli azionisti con partecipazioni qualificate. Nella prospettiva del TUF, invece, il concetto di sana e prudente gestione assume una dimensione ulteriore e costituisce il criterio per valutare, oltre alle qualità soggettive degli azionisti, anche tutti gli altri elementi richiesti dall'art. 19 per l'autorizzazione.

Ciò è particolarmente chiaro guardando al concetto – identico – di 'sana e prudente gestione' in materia di prestazione del servizio di gestione collettiva (art. 34 TUF).

Come è evidente, un'interpretazione estensiva di tale concetto conduce inevitabilmente a un ampliamento dei poteri (o della discrezionalità) dell'autorità di vigilanza, mentre un'interpretazione più restrittiva, 'all'europea', sembrerebbe più in linea con la ricostruzione del provvedimento autorizzatorio quale 'provvedimento vincolato' in senso proprio.

## 5 Il provvedimento di autorizzazione di cui all'art. 19 TUF ha carattere *davvero* vincolato?

Come si è appena detto, l'affermazione secondo la quale la sussistenza dei requisiti "garantisce" l'emanazione del provvedimento, è fortemente mitigata dal comma 2 dell'art 19, là dove vengono affermati i due ricordati principi: *i)* sana e prudente gestione; *ii)* capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento.

Il richiamo al principio della sana e prudente gestione, in particolare, lascia ampio margine di apprezzamento nelle mani dell'autorità. Non ne sono chiarissimi i confini, anche se, verisimilmente, l'autorità non può andare oltre, come già sostenuto dalla dottrina in passato, una valutazione dell'efficacia e della adeguatezza della organizzazione imprenditoriale allo svolgimento dei servizi di investimento di cui l'impresa richiede l'autorizzazione.

È chiaro, peraltro, che più è ampia la sfera della discrezionalità amministrativa, più è ampia la responsabilità dell'autorità e più si alimenta (potenzialmente) il contenzioso per danni asseritamente derivanti da *culpa in vigilando*.

È interessante, al riguardo, la nota, breve riflessione di Cassazione, 23 marzo 2011, n. 6681.

Nel giudizio, riguardante fatti addirittura antecedenti al 1991, ci si era interrogati sul punto se la legge istitutiva della Consob, di cui stiamo celebrando oggi i 40 anni (la legge n. 216/1974), applicabile *ratione temporis*, attribuisse all'autorità il potere di vagliare – nel merito – la regolarità dell'attività degli intermediari, ovvero le attribuisse al più un potere di controllo meramente formale sui soggetti vigilati, consistente nella mera raccolta di informazioni relative alla società e al gruppo di appartenenza.

In realtà, la legge n. 216 non sembrava attribuire un potere di vigilanza *sostanziale* alla Commissione e forse, a ben guardare, neppure la subentrata legge n. 1 del 1991, anche se con tale legge all'autorità erano stati attribuiti ulteriori poteri di controllo, consistenti nella valutazione dei requisiti di onorabilità delle persone fisiche coinvolte nell'amministrazione della società (art. 3, comma 2), nel potere di effettuare ispezioni in caso di sospette irregolarità (art. 9, comma 8) e nel potere di sospendere in via cautelare l'attività di intermediazione autorizzata (art. 13).

In altre parole, nel vigore della legge istitutiva e anche della legge del 1991, la Consob, certamente dotata di un potere di controllo (anche e soprattutto in sede di autorizzazione), si vedeva attribuito un controllo eminentemente formale sull'impresa di investimento, senza cioè poteri sostanziali di verifica del suo operato.

La Cassazione non ha accolto questa ricostruzione. Secondo la Corte, infatti, sia i poteri attribuiti dalla legge istitutiva dell'autorità del 1974, che quelli derivanti dal successivo ampliamento di competenze operato dalla legge del 1991, devono essere letti in chiave costituzionalmente orientata. In ossequio al dettato costituzionale, la funzione della Consob non può essere ridotta a quella di organo di controllo formale del mercato dei valori e dei soggetti che su di esso sono autorizzati a operare. In ragione del ruolo istituzionale affidatole dal legislatore, l'autorità è il garante della protezione del risparmio nell'accezione ricavabile dagli artt. 41 e 47 Cost. e, pertanto, alla stessa è richiesta *"... una condotta virtuosa in relazione alla propria funzione fondamentale di ente di controllo dei mercati di borsa cui si aggiunge, con la novellazione della legge del 1991 n. 1, art. 1 lettera f, e art. 3 comma 2° e 3°, la funzione del controllo al momento del rilascio della autorizzazione alle società di intermediazione mobiliare ..."*.

Alla luce di questo orientamento giurisprudenziale, peraltro ad oggi non ulteriormente sviluppato, il potere autorizzatorio della Consob sembrerebbe non essere un potere davvero vincolato al mero riscontro dei requisiti formali richiesti dall'art. 19, ma potenzialmente più ampio, anche se il *qualcosa in più* da valutare non è del tutto chiaro. In altre parole: l'autorità deve anche assicurarsi – e in che modo –

che dall'autorizzazione concessa all'intermediario possa derivare un danno a terzi investitori?

Il tema è oggi, correttamente, circoscritto in un perimetro più ristretto perché, in punto di responsabilità dell'autorità, è intervenuto espressamente il legislatore, attraverso l'art. 24, comma 6-*bis*, della l. 28 dicembre 2005, n. 262, prevedendo un'espressa limitazione della responsabilità delle autorità con compiti di vigilanza sul mercato finanziario ai soli casi di danni da esse cagionati "*con dolo o colpa grave*".

## 6 Responsabilità risarcitoria come “costo” ineliminabile della vigilanza

Il principio della sentenza del 2011, però, sembra si stia espandendo: Cassazione civile, sez. III, 29 gennaio 2013, n. 2074, affronta incidentalmente una questione simile (in relazione a una fiduciaria e al Ministero delle Attività Produttive quale autorità di vigilanza) affermando che “i provvedimenti di sospensione o di revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività fiduciaria (...) rientrano nella piena discrezionalità amministrativa”.

Qui il tema non è l'autorizzazione, bensì la sospensione o la revoca della stessa, ma la pronuncia sembra voler dire, indirettamente, che anche quando la legge detta dei requisiti per l'autorizzazione all'esercizio di un'attività vigilata, l'autorità amministrativa non può limitarsi a un mero controllo formale (provvedimenti vincolati), ma deve comunque esercitare un *quid* minimo di discrezionalità (tecnica): (a) perché tenuta al rispetto dell'art. 97 della Costituzione e, soprattutto, (b) per non violare il più generale principio del *neminem laedere*.

Se si consoliderà questo orientamento giurisprudenziale, al tendenziale ampliamento dei poteri delle autorità di vigilanza naturalmente conseguirà anche un incremento di richieste risarcitorie, basate (anche pretestuosamente) su una supposta *culpa in vigilando*. È interessante notare, al riguardo, che una recente relazione della Corte dei Conti (deliberazione della Sezione centrale di controllo n. 1/2014/4) ha rilevato come sia in crescita il contenzioso che vede convenuta la Consob e dunque aumenti il fondo rischi per ipotesi di risarcimento dei danni ex art. 2043 c.c. Questa valutazione è peraltro contenuta all'interno di una relazione molto positiva circa la corretta amministrazione della Consob.

Va notato, al riguardo, che se l'aumento della “discrezionalità amministrativa” comporta (può comportare) l'aumento della responsabilità aquiliana, è naturale che ciò si possa riflettere sui contributi di vigilanza.

In altri termini, la Consob – credo unica fra le autorità di vigilanza italiane – è da qualche anno pienamente *autonoma* dal punto di vista finanziario, nel senso che i costi del suo funzionamento sono interamente coperti dai contributi dei soggetti vigilati.



Sembra logico, dunque, che anche il fondo rischi per richieste risarcitorie possa essere coperto dai contributi di vigilanza.

Va, peraltro notato che, nel momento in cui si sono attribuite funzioni di vigilanza alla Banca Centrale Europea, la stessa BCE ha messo in consultazione un documento ("*on supervisory fees*"), nel maggio del 2014, che espressamente prevedeva, all'art. 6, comma 2, lettera *a*, fra i "costi annuali" da coprire con i contributi di vigilanza "*Any damages incurred in the relevant fee period to be paid to a third party for a loss directly or indirectly caused by the ECB in the performance of its supervisory tasks*".

Dopo la consultazione pubblica, la Banca Centrale ha però deciso di espungere questa previsione dal testo finale, pubblicato il 30 ottobre 2014.

Il tema resta, dunque, aperto.

Notiamo soltanto che una decisione del 2013 del tribunale amministrativo federale tedesco ha stabilito che è legittimo ricomprendere tra gli oneri a carico dei soggetti vigilati anche le somme dovute dalla BaFin a titolo di risarcimento dei danni. Il tribunale ha sostenuto che l'esercizio della vigilanza non è scindibile dall'assunzione di responsabilità per il suo corretto adempimento e ha posto l'accento sul fatto che i soggetti vigilati possono considerarsi un gruppo omogeneo che presenta maggiori collegamenti con l'esercizio dei poteri di vigilanza rispetto alla generalità dei contribuenti.

Potrebbe, al limite, ipotizzarsi di coprire le spese per eventuali risarcimenti con il ricavato delle sanzioni comminate ai soggetti vigilati. Ciò che, ad oggi, non avviene.

## 7 Procedura autorizzatoria e richieste di integrazione delle informazioni

Ai sensi dell'art. 19, comma 3, compete alla Consob, sentita la Banca d'Italia, disciplinare "la procedura di autorizzazione e le ipotesi di decadenza dalla stessa quando la Sim non abbia iniziato o abbia interrotto lo svolgimento dei servizi e delle attività autorizzati".

Deve notarsi, innanzi tutto, come l'autorizzazione sia richiesta al solo fine dell'avvio dell'attività, non come condizione per la costituzione della società, né per l'iscrizione nel registro delle imprese, con ciò divergendo dalla disciplina prevista per le banche.

L'art. 11, comma 4, del regolamento intermediari prevede al riguardo che, trascorso il termine di 120 giorni senza che la Consob abbia deliberato sulla domanda, la domanda stessa deve intendersi accolta, secondo un tipico meccanismo di silenzio-assenso.

Dando un rapido sguardo alla procedura, si nota come lo stesso art. 11 del regolamento intermediari riconosca alla Consob il potere di chiedere ulteriori informazioni, rispetto a quelle fornite con la domanda, non solo alla società richiedente e ai suoi organi, ma altresì a qualunque altro soggetto, "anche estero".

Questa possibilità di formulare richieste integrative a chiunque, pure a non precisati "soggetti esteri", suscita non poche perplessità e anche dubbi circa la *effettività* della previsione regolamentare, nel caso ad esempio di richieste a soggetti esteri al di fuori delle procedure di collaborazione o di scambio di informazioni tra le autorità di diversi Stati.

Piuttosto merita di essere sottolineato un atteggiamento "virtuoso" che sembra si stia consolidando, consistente nel richiedere informazioni *prima* del formale deposito della domanda (c.d. *pre-filing*), con evidente snellimento della procedura autorizzatoria. Questo comportamento della vigilanza, non imposto dalla legge, né formalizzato dalle procedure regolamentari, va molto apprezzato. E, al contrario della previsione citata dell'art. 11, non dà vita ad alcuna perplessità nell'interprete.

## 8 Autorizzazione all'attività transfrontaliera

Solo qualche breve spunto di riflessione sulla attività *transfrontaliera*.

Sappiamo che le imprese comunitarie possono operare in Italia tramite succursali, o in regime di libera prestazione di servizi.

La seconda modalità è di gran lunga la più diffusa: dovrebbero essere circa 2.500 le imprese comunitarie in regime di libera prestazione e una sessantina quelle con succursale.

Nel caso di succursale, il *primo insediamento* di un'impresa comunitaria è preceduto da una comunicazione alla Consob da parte non già dell'impresa, ma dell'autorità competente dello Stato di origine.

Anche nel caso di libera prestazione dei servizi, l'avvio dell'attività è subordinato al fatto che la Consob sia stata informata dall'autorità competente dello Stato d'origine (art. 27, comma 2, TUF).

Al fine di stabilire se un determinato servizio è prestato in Italia, non assume tanto rilevanza il luogo in cui l'impresa di investimento (o i suoi incaricati) si trova, quanto il fatto che il servizio stesso si rivolga a investitori italiani.

Nel caso di offerta tramite reti telematiche, dunque, dovrà ritenersi soggetta alla riserva di attività l'offerta di servizi realizzata, tra l'altro, mediante tecniche di comunicazione a distanza, ove siffatte tecniche siano volte, appunto, a offrire il servizio a investitori italiani.

Altro aspetto delicato è quello degli "uffici di rappresentanza" italiani di imprese di investimento estere. E' invero frequente che imprese di investimento *non* autorizzate all'attività transfrontaliera si servano di simili uffici e si pone

concretamente il problema dei "confini" delle attività che un siffatto ufficio può prestare in Italia (per non essere "riqualificato" come succursale). Risalenti appaiono oramai le comunicazioni della Consob sul tema, che rimane ancora di grande attualità.

Per le imprese di investimento extracomunitarie è richiesta una vera e propria autorizzazione, per la quale è competente la Consob, sentita la Banca d'Italia (art. 28 TUF), subordinata fra l'altro alla sussistenza di condizioni di reciprocità con lo Stato di origine dell'intermediario, nei limiti consentiti dagli accordi internazionali e da apposite intese tra la Banca d'Italia, la Consob e l'autorità dello Stato di origine.

Specularmente, ai sensi dell'art. 26 TUF, le imprese di investimento italiane possono operare in uno Stato comunitario o anche in uno Stato extracomunitario, con o senza succursali.

Ove la Sim intenda aprire una succursale, deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, *non* dalla Consob. Ciò può suonare singolare, ma evidentemente il legislatore ritiene che si tratti di valutazione amministrativa attinente ai profili di *stabilità*. Infatti, si legge nel provvedimento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 che l'autorizzazione può essere rifiutata per motivi che attengono alla "adeguatezza della struttura organizzativa e della situazione finanziaria, economica e patrimoniale della Sim".

## 9 Recepimento della direttiva sui gestori di fondi alternativi e *passaporto* anche per i gestori *non UE*

Una posizione del tutto peculiare, al riguardo, è quella dei GEFIA (orribile acronimo legislativo per "gestori di fondi alternativi" ai sensi della direttiva c.d. AIFMD).

Qui il nuovo art. 41-*quater* TUF, al comma 2, prevede – con stravolgimento dei canoni ordinari appena descritti – che un GEFIA *non UE*, autorizzato in altro Stato membro (dunque in base a convenzione *ad hoc* fra le autorità di quello Stato e di quella dell'*home country*), può gestire un fondo alternativo (FIA) italiano in libera prestazione o con stabilimento. Dunque si applica ("in quanto compatibile" dice la norma) il regime della mera *informazione* alla Banca d'Italia da parte dell'autorità dello Stato di origine anche per un intermediario non comunitario. Ciò appare deviante rispetto ai principi comunitari: diventa una sorta di *passaporto comunitario* per le filiali di intermediari non comunitari. Vedremo nel futuro quali conseguenze porterà, ma certo è una (piccola) *crepa* nel sistema.

## 10 L'autorizzazione dei consulenti finanziari

Nel recepire la Direttiva 2004/39/CE, il legislatore italiano ha voluto consentire la prestazione del servizio di consulenza anche a persone fisiche o

giuridiche, in possesso di determinati requisiti. Ciò ha portato all'inserimento nel TUF dell'art. 18-*bis*, che disciplina appunto i consulenti finanziari.

Si è notato come l'introduzione di siffatta figura risponda all'esigenza di consentire lo svolgimento del servizio di consulenza in forma "leggera", anche da parte di persone fisiche, così in qualche modo "correggendo" il maggior rigore della norma post-MiFID, che ha fatto rientrare la consulenza nel novero dei servizi di investimento. Si è detto, al riguardo, che siffatta scelta finisce per introdurre, nel sistema, un elemento di asimmetria, in quanto, nel momento in cui la consulenza rientra nell'ambito delle attività riservate, venendo per ciò sottoposta a più rigide regole di condotta (tra cui quella della "adeguatezza"), il suo esercizio viene consentito anche a soggetti in possesso di requisiti "ridotti" rispetto ai veri e propri intermediari abilitati (Annunziata).

L'osservazione è teoricamente corretta, ma il problema in realtà non sussiste in concreto, se solo si pensa come i consulenti finanziari siano sottoposti a pregnanti forme di vigilanza e controllo.

La verità è però che, al momento in cui si scrive, la possibilità di autorizzazione per i consulenti finanziari è rimasta sulla carta, per la mancata istituzione dell'albo.

Come si ricorderà, la costituzione dell'albo era prevista per la fine del 2010, ma a distanza di anni non si è ancora concretizzato nulla. Le ultime notizie disponibili, relative alla recentissima produzione governativa "di urgenza", avevano fatto pensare a una prossima fusione con l'albo dei promotori, in ragione della oramai riconosciuta affinità dei due servizi, ma la norma è poi scomparsa.

Sono già passati circa sette anni da quando il legislatore italiano, avvalendosi della c.d. facoltà di esenzione prevista dall'art. 3 della direttiva MiFID del 2004, ha introdotto la figura dei consulenti finanziari in materia di investimenti. Da allora, però, ci sono state modifiche legislative (ad esempio, aprendo la consulenza anche alle società, nel 2009) e soprattutto svariate prese di posizione da parte delle autorità, ma questa figura professionale ancora non ha trovato disciplina.

Ci si potrebbe a questo punto domandare se davvero servano consulenti finanziari indipendenti. La mancata attuazione della norma potrebbe, in effetti, far pensare che una reale esigenza non vi sia. Tuttavia, se non si dà a questa professione la possibilità di nascere, non è possibile neppure dire se effettivamente serva o se si tratti, ancora una volta, di una delle (non poche) innovazioni legislative degli ultimi anni, concepite *in vitro* e rivelatesi del tutto inutili.

Certo, non è una professione che potrà avere, almeno all'inizio, spazi molto ampi. Il consulente deve essere indipendente e, conseguentemente, sganciato da emittenti e reti di vendita. C'è dunque un problema di remuneratività del servizio, tanto maggiore in quanto il consulente dovrebbe essere dotato di competenze amplissime, che gli consentano di dare al cliente raccomandazioni mirate, disegnate sulle sue esigenze e non limitate al paniere (per quanto abbondante) di prodotti offerti da un singolo gruppo.

Una professione per pochi, dunque, particolarmente qualificati.

Ed è proprio la previsione dell'esiguo numero di professionisti che potrebbero ragionevolmente dedicarsi a una consulenza davvero indipendente a costituire l'ostacolo principale alla nascita della nuova professione.

La legge, infatti, ancora l'esercizio della professione alla creazione di un ennesimo *Organismo*, che ne regoli l'accesso e ne gestisca l'albo, l'Organismo per l'albo dei consulenti finanziari (ACF). Siffatto Organismo dovrebbe essere, come nelle altre, analoghe esperienze, interamente finanziato dai professionisti iscritti. E se questi sono troppo pochi, l'Organismo ovviamente non può reggersi.

Al di là di ogni altra valutazione, va detto che appare davvero assai improbabile che si possa far nascere l'ennesima *micro-Authority*, sperando che il mercato sia in grado di sostenerla, al tempo stesso senza ridurre la necessaria contribuzione alla Consob o ad altre vere e proprie (non micro) autorità di vigilanza, oggi doverosamente in larga parte sostenute dagli stessi soggetti vigilati.

Sia chiaro: l'esperienza di questi ultimi anni ha mostrato come la delega di funzioni da parte di autorità di vigilanza a organismi minori che gestiscono esami di abilitazione e albi professionali sia molto opportuna.

L'attribuzione all'Organismo promotori (APF) di competenze già della Consob ha evidentemente consentito risparmi di spesa e maggiore efficienza.

Che però possa riempirsi il mercato di una moltitudine di Organismi (poi, alcuni con natura pubblicistica, altri non; alcuni con poteri di vigilanza, altri non; secondo la consueta schizofrenia del nostro legislatore) è impensabile. Accanto all'APF, che funziona da anni (e bene), è da qualche tempo nato l'OAM (per gli agenti creditizi) e dovrebbe a breve nascere l'Organismo per gli agenti assicurativi.

In più dovrebbero esserci un Organismo per i Confidi, uno per i soggetti operanti nel settore del microcredito (fortunatamente, già di fatto soppresso) e, appunto, l'ACF. Troppi e, complessivamente intesi, troppo (inutilmente) costosi.

Se dunque la delega della *micro-vigilanza* sui professionisti a questi Organismi è opportuna, se l'autofinanziamento è doveroso e se i consulenti finanziari non possono, allo stato, sostenerne uno *ad hoc*, è chiaro che il nascituro ACF dovrà essere accorpato ad altro già esistente (e funzionante).

Dopo (troppi) anni di meditazioni, questo ragionamento sembra oggi largamente condiviso. Vi sono, però, idee divergenti: c'è chi propone di accorparlo all'OAM, e dunque indirettamente farlo rientrare nell'ambito della vigilanza "primaria" della Banca d'Italia, e chi propone di accorparlo all'APF, dunque nell'ambito della vigilanza "primaria" Consob. Non mancano per vero altre, più fantasiose, proposte.

È però fuor di dubbio l'affinità fra la professione di promotore e quella di consulente finanziario. Invero, sempre più al promotore finanziario è richiesto di svolgere attività di *consulenza*, necessariamente prodromica alle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza degli investimenti proposti al cliente.

La differenza *reale* fra promotore e consulente sta in ciò, che mentre il secondo è per sua natura *indipendente*, il primo è limitato dal noto vincolo del *mono-mandato*, che gli impone di offrire al cliente esclusivamente i prodotti o servizi di cui sia collocatrice l'impresa per cui lavora. Detto questo, però, le due attività sono evidentemente affini: il consulente indipendente consiglia, ma non offre; il promotore (non indipendente) parimenti consiglia, ma poi offre. Il primo guadagna dal consiglio indipendente; il secondo dalla vendita, di cui il consiglio è premessa.

Dal punto di vista logico è, conseguentemente, del tutto naturale che APF e ACF siano accorpati: due albi con un solo Organismo di gestione o anche, forse meglio, un solo albo con due sezioni, una dedicata ai consulenti "*tied*" (gli attuali promotori), l'altra dedicata ai consulenti indipendenti.

E non ci sarebbe nulla di strano se, nel tempo, dei professionisti passassero da un albo (o sezione) all'altro, modificando le modalità di esercizio della loro professione.

Anzi, sarebbe un esito auspicabile, trasparente e positivo per il mercato.

E una volta adeguatamente "collocato" l'Organismo, è logico che a esso sia attribuita anche la (micro) vigilanza sugli iscritti all'albo – come espressamente previsto per l'ultimo nato di questi Organismi, l'OAM – per un'evidente ragione di economicità e di snellimento dell'attività amministrativa centrale.

## 11 La collaborazione fra Banca d'Italia e Consob

Non sempre appaiono limpide le norme che regolano il rapporto di "collaborazione" fra la Consob e la Banca d'Italia nel rilascio delle autorizzazioni alla prestazione dei servizi di investimento.

Invero, mentre la Consob deve *sentire* la Banca d'Italia per autorizzare le imprese di investimento, quanto all'autorizzazione delle banche alla prestazione di servizi di investimento non è previsto alcun parere obbligatorio della Consob (in favore della Banca d'Italia), fatta eccezione per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione".

L'art. 19, comma 4, TUF, prevede infatti che "la Banca d'Italia, sentita la Consob (*solo*) per l'attività di cui all'art. 1, comma 5, lett. g) (la "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione", appunto), autorizza l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle banche autorizzate in Italia [...]".

Il potere attribuito alla Consob in questa circostanza verisimilmente si giustifica in ragione dei connotati tecnici che caratterizzano l'attività di siffatte *piattaforme*, il cui funzionamento è dettato da regole organizzative in parte assimilabili a quelle di un mercato regolamentato. Inoltre, la MiFID demanda alla Consob sia il compito di stabilire i requisiti minimi degli MTF e degli *internalizzatori*, sia l'attività di vigilanza nel continuo su tali *piattaforme*.

Meno chiaro è perché la Consob non debba essere "sentita" anche per gli altri servizi.

Del tutto distonica, al riguardo, è la norma che - in caso di autorizzazione di banche extracomunitarie alla prestazione di servizi di investimento in Italia - prevede (art. 16, comma 4, TUB) un parere obbligatorio della Consob, ma solo nell'ipotesi di libera prestazione di servizi (e non anche in caso di stabilimento di succursale da parte di una banca extracomunitaria).

Qualche incongruenza, indubbiamente, c'è.

In realtà, come noto, per le banche l'accesso ai servizi di investimento è regolato in modo affatto peculiare. Prevale, infatti, la disciplina bancaria e l'autorizzazione della Banca d'Italia (art. 19, comma 4, TUF) presuppone requisiti diversi e procedure diverse.

Ora, con la piena realizzazione del sistema unico di vigilanza bancaria europea l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria sarà un potere integralmente centralizzato a livello europeo, con la responsabilità 'finale' della BCE in tema di accesso al mercato bancario (nonché di eventuale revoca dell'autorizzazione).

Non altrettanto accadrà per quanto riguarda la prestazione dei servizi di investimento, con riferimento alla quale non è (ancora) in vista una centralizzazione, a livello europeo, del potere di autorizzare l'accesso al mercato.

In conseguenza, nel nostro paese, la Banca d'Italia conserverà importanti attribuzioni e responsabilità con riferimento all'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento mentre perderà, gradualmente, le competenze in tema di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria.





# Le sanzioni

Michele Sandulli<sup>(\*)</sup>

## 1 La sanzione come momento dello strumento regolatore

In termini generali in un ambiente regolamentato e vigilato da un organismo istituzionale pubblico non può mancare il momento sanzionatorio.

Questo costituisce una componente del sistema unitario regolamento-vigilanza-sanzione che tende a realizzare il corretto funzionamento di un'attività di interesse generale.

Per vero l'irrogazione di una sanzione costituisce l'azione di ultima istanza, una volta che l'Ente ritenga di avere accertato che le regole sono state violate e che un pregiudizio, per il momento almeno potenziale, si sia realizzato; cioè, si versa nella situazione in cui già è stata tradita l'esigenza di un corretto comportamento da parte degli operatori. Da ciò la necessità che vi sia una forte azione preventiva che impedisca o riduca la possibilità di violare le norme e quindi eviti l'adozione di sanzioni. Certamente possono contribuire in tal senso la chiarezza della norma, l'incentivo ad un comportamento conforme a legge, la celerità ed efficacia dell'eventuale intervento repressivo.

L'Ente preposto ha il potere e la responsabilità di regolamentare l'esercizio dell'attività, in tal modo assicurando in via preventiva ed astratta la sua correttezza.

Onde rendere effettiva la funzione del potere regolamentare, cioè realizzare il corretto funzionamento dell'attività, si aggiungono due poteri che ad un tempo hanno funzione preventivo-dissuasiva e punitiva.

La vigilanza costituisce un deterrente, per chi opera, a non violare le regole, stante il rischio che la violazione venga rilevata; la minaccia della sanzione costituisce un deterrente di secondo grado, legato all'accertamento della violazione della regola, con la previsione di provvedimenti afflittivi.

Il tema della sanzioni, per vero, presenta intrinsecamente caratteri diversi da quello del regolamento e della vigilanza. Infatti questi due momenti riguardano e coinvolgono essenzialmente l'azione dell'Ente istituzionale che detta le regole dell'attività, delimita i criteri e gli strumenti della vigilanza, esercita l'attività di

(\*) Università degli Studi di Roma Tre.

vigilanza. Qui i destinatari delle regole sono coinvolti nel procedimento formativo della normativa in uno spirito concertativo attraverso la consultazione.

Per le sanzioni, invece, si ha da una parte l'azione dell'Ente che accerta ed irroga la sanzione, dall'altra l'interesse contrapposto dei destinatari delle stesse. Quindi c'è una posizione reattiva che ha interesse ad una definizione precisa della fattispecie che comporta la sanzione, ad un corretto procedimento di accertamento della violazione, ad un adeguato criterio di applicazione della sanzione stessa.

Tale posizione conflittuale viene accentuata proprio dalla circostanza che la sanzione riguarda regole che nella maggior parte dei casi la stessa Consob ha scritto (regolamento e, in qualche caso, anche mere comunicazioni).

Tale profilo "conflittuale" costituisce il fondamento della particolare delicatezza del momento sanzionatorio dove, essenzialmente, si scontrano il potere pubblico che reagisce ad una violazione delle regole ed il diritto soggettivo di chi diventa destinatario della sanzione.

Il tema, quindi, suppone una conflittualità implicita tra le due posizioni, che impone di adottare regole e procedimenti tali da evitare che si incontrino ostacoli nell'applicazione o che comunque vengano paralizzati, in ragione di illegittimità, intrinseche o provocate, nella fase di attuazione.

Questa materia di recente è stata toccata da almeno due accadimenti, di natura del tutto diversi, ma che certamente la influenzano in modo significativo, anche in una prospettiva a breve termine. Il riferimento è alla Delibera Consob sui procedimenti sanzionatori 18750/2013, che ha sostituito la precedente Delibera del 2005, e la Sentenza della Corte Europea dei diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 – ric. 18640/10.

Come accennato, in questi due "atti" si ritrovano molte delle problematiche proprie delle sanzioni.

## 2 La sanzione nel mercato finanziario

Ogni ordinamento giuridico detta, in relazione a violazioni delle sue regole, sanzioni, le quali, peraltro, possono assumere la natura e la struttura più disparata, come anche una maggiore o minore gravità.

La materia della intermediazione finanziaria è tra quelle che, in forma più immediata, ha un'origine di matrice comunitaria, dove gran parte della disciplina è espressione diretta o almeno influenzata da Direttive comunitarie o da altre manifestazioni normative o persuasive che provengano da Organi comunitari.

Può affermarsi che la disciplina nazionale sia partecipe di un sistema normativo che, da una parte tende ad armonizzarsi con le regole dei diversi Paesi dell'Unione Europea e dall'altra, però, a rafforzare le sanzioni che sono previste nelle Direttive e nei Regolamenti dettati in tema di mercati finanziari.

Questa tendenza all'adozione di sanzioni (più) severe nella materia può trovare una giustificazione nella esigenza di governare un mercato in qualche modo nuovo, rispetto a quelli di lunga tradizione della finanza europea, nonché nella scarsa educazione all'autoresponsabilità degli organi degli intermediari o, comunque, di chi opera nel mercato. Con riferimento ai primi, il forte scollamento che esiste tra una diffusa prassi operativa fondata essenzialmente su di una delega incontrollata e le rigorose norme che regolamentano la loro azione, da una parte impongono la severità delle sanzioni, ma dall'altra fanno apparire al destinatario, tali sanzioni ingiuste (ed inaspettate), proprio perché il comportamento operativo ordinario (per lo più caratterizzato da una diligenza piuttosto approssimativa) viene recepito come quello "dovuto".

In questo quadro, forte è l'"insofferenza" per il sistema delle sanzioni, non solo per gli effetti pregiudizievoli conseguenti alla loro adozione, ma anche per le modalità con le quali viene svolto il procedimento di accertamento dell'infrazione e della loro irrogazione.

L'opportunità di tenere sotto controllo questi aspetti che generano conflittualità, induce a ricondurre ad unità i principi che informano l'applicazione delle misure sanzionatorie, anche per renderne più agevole la percezione da parte dei destinatari e quindi offrire maggiori strumenti di stabilità al procedimento stesso.

Perché la sanzione possa conseguire gli effetti che la sua funzione suppone, deve presentare almeno tre caratteri: a) l'efficacia, cioè deve essere irrogata in tempi certi, colpire i soggetti responsabili della violazione, essere effettivamente attuata; b) la proporzionalità, cioè, al fine di una sua legittimità, deve essere proporzionata alla violazione commessa, con una graduazione, quindi, rispetto alla rilevanza dell'evento tipologicamente sanzionatorio. In ogni caso dovrà essere tale che non possa essere "conveniente", sotto il profilo economico e reputazionale, compiere l'infrazione a fronte del tipo e della misura della sanzione prevista; c) la dissuasione, cioè, proprio per la presenza delle caratteristiche ora indicate, possa costituire, uno strumento di dissuasione, quindi, perché effettiva e proporzionata, avere la capacità di dissuadere dal compiere la violazione. Per vero, è da aggiungere, che molto spesso tale funzione comunque manca, in quanto la violazione, come si è accennato, è l'effetto di un comportamento colposo (in genere, difetto di diligenza), che dall'agente non viene individuato o comunque percepito al momento in cui è tenuto, come lesivo della regola che governa l'azione che si compie.

### 3 *Segue: tipologie*

Nella materia finanziaria il nostro ordinamento prevede sanzioni di due nature diverse, la natura amministrativa e la natura penale. Tale distinzione può comportare che per il medesimo fatto il responsabile possa subire ambo i tipi di sanzioni.

Questa nostra disciplina nazionale non è condivisa in sede comunitaria, dove tale distinzione/duplicazione non è prevista, creando quindi un conflitto con il nostro ordinamento. Questo è stato appunto uno dei profili interessati dalla Sentenza della Corte dei diritti dell'Uomo richiamata all'inizio, su cui tornerò di qui a poco.

Anche per le sanzioni di natura amministrativa, come per quelle di natura penale, va rispettato il principio di legalità, con una limitazione della delegificazione: quindi una riserva di legge anche per queste sanzioni. Tale riserva dovrà riguardare sia la identificazione della fattispecie che il procedimento di accertamento e di irrogazione. Ovviamente, sul piano applicativo, sono certamente opportuni regolamenti di dettaglio, la cui legittimità è però condizionata al perfetto rispetto dei principi fissati dalla legge; sovente la conflittualità nasce proprio perché si contesta che la pratica attuativa non rispetti tali principi.

Con riferimento alla sanzione amministrativa, essa può essere di diversa natura: quella generale e comune è la sanzione pecuniaria, ma ve ne sono altre peculiari di determinate situazioni, quali la decadenza (art. 196 c. 1 lett. c) T.U.F., la sospensione (art. 196, c. 1 lett. d) T.U.F.), l'incapacità di assumere incarichi di amministrazione, designer e controllo, art. 187 *quater* T.U.F., confisca, art. 187 *sexies* T.U.F.. Si è anche parlato di una sanzione indiretta, come per la proposizione del ricorso al Tribunale ex art. 2409 c.c.

Stante la ricordata esigenza di legalità i fatti sanzionati sono quelli normativamente previsti.

Pertanto, tale principio, facile ad enunciarsi, in concreto è di non agevole applicazione, in quanto legato alla discrezionalità tecnica nella identificazione della fattispecie. Quando la violazione consiste in omissioni di adempimenti puntuali o commissione di eventi testualmente previsti, non dovrebbero sorgere particolari problemi; ma le circostanze di fatto potrebbero essere oggetto di valutazioni diverse, che provocano conflittualità anche in questi casi, presupposti come semplici (ad esempio, la sanzione riguarda le esistenze di un accordo che il sanzionato contesta vi sia stato).

#### 4 *Segue: i soggetti esposti alla sanzione*

La individuazione dei soggetti sanzionabili costituisce un profilo rilevante sia con riferimento al dato di identificazione soggettivo sia in relazione al carattere della proporzionalità che la sanzione deve avere.

Quando la norma individua il responsabile da sanzionare in "chiunque..." la soluzione sembra agevole, ma anche qui si può porre il problema della rilevanza della spendita del nome o dell'autore morale della violazione. Tema di non secondario momento se si tiene presente la funzione che può avere nel compimento di determinate operazioni tecniche l'intervento di un consulente specializzato.

In altri casi l'identificazione del responsabile è legato alla carica ricoperta nella struttura societaria, ed al riguardo potrebbe assumere rilevanza qualificante anche l'esercizio di fatto di funzioni che sono proprie di funzioni tipiche della struttura o dell'organizzazione dell'ente.

Ritorna anche a tal proposito il tema dei rapporti tra la responsabilità degli organi delegati e quella degli organi deleganti, dove, vertendosi per lo più in tema di colpa, l'omessa vigilanza dei deleganti, involge la loro responsabilità alla stregua dei delegati. Una particolare posizione è quella degli amministratori indipendenti, per i quali, stante la loro funzione di garanzia, si esige una diligenza maggiore rispetto a quella esigibile dagli altri amministratori senza delega.

Infine, va fatto un cenno al rapporto tra efficacia della sanzione e tutela della persona sanzionata. In questa materia certamente la tutela della persona sanzionata assume una propria specificità, in quanto il tutto avviene in un sistema "chiuso", dove la sanzione incide direttamente sulla reputazione del sanzionato, con conseguenze negative sull'attività professionale o comunque sui rapporti intersoggettivi che vengono intrattenuti nell'ambiente. Tale effetto è esaltato dalla pubblicità legale del provvedimento di irrogazione della sanzione.

Quindi, se questa esigenza di protezione è espressione dell'interesse del soggetto esposto alla sanzione, deve peraltro anche affermarsi un interesse della stessa Autorità a non agire in difformità della previsione normativa, sia per evitare che i propri provvedimenti vengano caducati, sia per dovere di protezione del sistema, nell'ambito del quale chi vi opera non deve sentirsi condizionato dal rischio di imprevedibili iniziative sanzionatorie.

## 5 I caratteri del procedimento sanzionatorio

Da tutto ciò discende che il procedimento relativo all'accertamento ed all'irrogazione della sanzione debba essere ispirato a principi garantistici.

A tal fine la Consob, con la recente delibera n. 18750/2013 sopra ricordata, ha apportato una serie di modifiche al procedimento sanzionatorio proprio nell'ottica di una maggiore tutela di chi ne sia coinvolto.

Un profilo su cui l'innovazione è stata particolarmente significativa è quello della durata del procedimento, con la riduzione (da 360) a 180 giorni e la unificazione della fase istruttoria, successiva alla contestazione degli addebiti, nell'Ufficio Sanzioni amministrative, nonché dell'ampliamento del contraddittorio, prevedendo più occasioni di conoscenza dei documenti e degli atti dell'ufficio, con possibilità di controdeduzione anche con audizione personale.

In ogni caso resta assicurata la separazione delle competenze nell'ambito dell'Ente, tra momento accertativo, istruttorio, e sanzionatorio. Per vero tale separazione, che in concreto esiste, poiché, comunque, opera nell'interno dell'Ente, probabilmente lascia aperta l'eccezione della mancanza, in termini giuridici astratti,

di indipendenza di ciascun "ufficio". Dubbi questi, per vero, emersi anche in sede di giustizia comunitaria.

I principi che deve rispettare il procedimento sono indicati nell'art. 187 *septies* T.U.F.: contraddittorio, conoscenza degli atti istruttori, verbalizzazione, distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie. Peraltro, il contenzioso nasce sotto due profili: se il Regolamento, nelle sue enunciazioni e previsioni, rispetta tali principi e se in concreto il comportamento tenuto dall'Ufficio abbia rispettato il Regolamento non solo formalmente ma anche nella sua attuazione concreta ed effettiva.

Il rendere il procedimento sanzionatorio più aperto, dando maggiore spazio alla difesa degli "contestati", da un parte assicura in linea di principio il più ampio esercizio del diritto di difesa in una materia, come detto, dove il dato reputazionale è particolarmente pregnante, dall'altra consente di ridurre le occasioni di impugnazioni o i rischi di invalidazione. Ciò impone quindi di assicurare il contraddittorio in ogni fase, peraltro con tempi ragionevolmente contingentati e con l'impiego di risorse (anche umane) adeguate al maggior impegno richiesto.

Di fronte a questo quadro di diritto sostanziale si pone il tema della giurisdizione in ordine alle opposizioni ai provvedimenti adottati dalla Consob.

L'art. 187 *septies*, comma 4, T.U.F. prevedeva che l'opposizione si proponesse, nei sessanta giorni dalla comunicazione, alla corte di appello, nella cui circoscrizione è la sede legale e la residenza dell'opponente. Successivamente, in occasione del riordino della giustizia amministrativa, è stato previsto che il ricorso si proponesse al TAR Lazio (artt. 133, comma 1, lett. c, 134, comma 1 lett. c, d.lgs. 104/2010), cui era stata attribuita competenza piena.

Peraltro, come già avvenuto per analoga disposizione riguardante i provvedimenti sanzionatori adottati dalla Banca d'Italia, la Corte Costituzionale ha dichiarato l'incostituzionalità della norma, per eccesso di delega ex art. 76 Cost. (Sent. 162/2012), affermando il ripristino delle disposizioni preesistenti. Soluzione questa che, se pure adottata per motivi attinenti a profili di carattere procedurale, costituisce certamente un elemento di maggiore garanzia per il destinatario della sanzione, non concentrandosi in un solo giudice il potere decisionale, con conseguente cristallizzazione degli orientamenti.

In ogni caso, il giudice del ricorso ha cognizione piena e quindi anche il potere di modificare il provvedimento adottato.

## 6 *Segue: Orientamenti comunitari*

Questo, in estrema sintesi, il panorama della disciplina nazionale in tema di sanzioni amministrative. È necessario, però, verificare la sua coerenza con la normativa comunitaria e la sua tenuta di fronte ai principi che governano i diritti dell'Uomo, quali dettati dalla relativa Convenzione.

Come accennato, di recente la Corte dei diritti dell'Uomo ha pubblicato una sentenza (divenuta definitiva) nel marzo 2014.

Tale sentenza ha ritenuto che il procedimento sanzionatorio della Consob del 2005 non garantisse adeguatamente il contraddittorio, e pur considerando legittime le sanzioni amministrative irrogate e, pur confermando la decisione conforme della Corte di Appello di Torino, ha rilevato che il procedimento non ponesse a disposizione delle parti sanzionate <parità di armi> con l'Ente irrogatore della sanzione e che l'udienza innanzi alla Corte di Appello non si sarebbe svolta in forma pubblica.

Ha, però, escluso la possibilità, ammessa dal giudice nazionale, che potesse essere irrogata, oltre la sanzione amministrativa, anche la sanzione penale per il medesimo fatto. E ciò in base al principio consolidato nel diritto comunitario che la sanzione amministrativa è già una sanzione penale.

Invero due componenti della Corte (su cinque) hanno redatto un giudizio di minoranza (che avrebbe comportato *in toto* l'accoglimento del ricorso e quindi la revoca della sanzione) molto più critico sul procedimento. Infatti sono state stigmatizzate oltre la disparità di armi tra le parti, la mancanza del controinterrogatorio dei testi ascoltati in sede istruttoria, il mancato utilizzo (nella specie), da parte della Corte di Appello, della possibilità di un pieno riesame della vicenda.

Il punto di diritto affermato dalla Corte riguarda la qualificazione come norma penale della sanzione amministrativa, stante la sua gravità (la sanzione era di € 5 milioni). Al riguardo, quindi, ci si deve porre il problema se sia efficace la riserva che su tale principio ha fatto valere l'Italia. Infatti, nel nostro ordinamento, si ritiene perfettamente legittimo che un medesimo fatto possa costituire fonte di responsabilità amministrativa e di responsabilità penale. D'altra parte proprio in sede penale, in caso di concorso formale di reati, è ammissibile un secondo processo penale, con relativa ulteriore sanzione, per gli stessi fatti già giudicati in un primo processo.

Per superare i limiti che vengono individuati nel procedimento amministrativo, è stato ipotizzato quello di attribuire all'intero procedimento natura giurisdizionale con una dichiarata cognizione piena della Corte di Appello.

Tale decisione impone di valutare se, al fine di evitare sanzioni (comunitarie), occorra rivedere la normativa interna, in coerenza con i principi ivi affermati, e adottare indirizzi giurisdizionali idonei, che possano assicurare che provvedimenti analoghi non siano di nuovo adottati. L'intervento dovrebbe riguardare non solo l'art. 187 *ter* T.U.F., bensì tutte le fattispecie in cui, illeciti qualificati come amministrativi della legge italiana siano considerati di natura penale dalla Convenzione dei diritti dell'Uomo.





# L'intervento pubblicistico nei casi di gravi irregolarità gestionali

Emanuele Rimini<sup>(\*)</sup>

1. L'argomento che mi è stato assegnato consente, a mio avviso, tre diversi ordini di spunti riflessivi.

Da un primo punto di vista, sembra opportuno procedere ad una rapida mappatura del quadro normativo vigente e dei principali nodi interpretativi che paiono non aver agevolato l'applicazione delle contromisure consentite alla Consob alla stregua degli art. 2409 c.c. e 152 del TUF.

Da un secondo punto di vista, pare giovare un sintetico raffronto tra gli interventi comunque intermediati dall'Autorità Giudiziaria, quali quelli attualmente consentiti alla Consob ed i possibili rimedi di carattere "amministrativo", sulla falsa riga di quanto previsto in altri settori dell'Ordinamento sottoposti alla vigilanza di altre Pubbliche Autorità.

Infine, verrà abbozzato qualche spunto in una prospettiva *de jure condendo*, tenendo conto degli orientamenti che si stanno negli ultimi tempi delineando in campo, soprattutto, bancario.

2. Tanto preliminarmente precisato, si può affermare che anche negli ultimi tempi la Consob abbia fatto ricorso alla procedura prevista dall'art. 2409 c.c., in modo molto sporadico, nonostante la propria legittimazione "diretta", entro i confini fissati dall'art. 152 del TUF e nonostante i Sindaci, come è stato da ultimo riferito dal Presidente della Commissione durante l'Incontro annuale con il mercato finanziario tenutosi il 5 maggio 2014 (si veda la p. 5 della Relazione), "siano stati richiamati ad una interpretazione più attiva del loro ruolo di garanti della legge e dell'atto costitutivo".

Le ragioni che stanno alla base di questa prima constatazione possono essere diverse.

Senza pretese di completezza: da un lato, va notato che molte delle società per azioni quotate all'interno del nostro Paese appartengono al mondo bancario ed

(\*) Università degli Studi di Milano.

assicurativo e ciò comporta, come è noto, la non applicazione a questi soggetti della procedura di cui all'art. 2409 c.c.

Da un altro lato, occorre osservare che non sempre i procedimenti di cui all'art. 2409 c.c. giungono al loro esito finale e ciò in quanto la giurisprudenza continua ad affidarsi al principio dell'attualità della potenzialità dannosa come presupposto necessario affinché la procedura novellata della Denuncia al Tribunale possa giungere al suo esito naturale. Ne consegue che, forse proprio per questo motivo, tra i repertori dei precedenti giudiziari non si reperiscono provvedimenti che abbiano coinvolto in prima persona l'Autorità di Vigilanza sui mercati regolamentati e sugli emittenti.

Da un altro lato, ancora, conviene dare conto del fatto che nell'ambito delle società per azioni quotate è stato recentemente attivato, da parte del Pubblico Ministero, a seguito di segnalazioni ricevute da un socio di minoranza (e non dunque da parte della Consob), un procedimento ex art. 2409 c.c. che non si può dire che non abbia profondamente inciso sulle sorti dell'emittente che lo ha subito.

Il caso è quello, molto noto, posto che lo stesso ha avuto grande eco pure sulla stampa quotidiana, che ha coinvolto la società Parmalat S.p.a. negli anni 2013 e 2014.

In quel contesto, il Tribunale di Parma ha dapprima assunto una serie di decisioni certamente particolari (ed in quanto tali confermate della sicura "atipicità" dei provvedimenti che possono rientrare nella c.d. volontaria giurisdizione che deve tradizionalmente contemperare la diversità degli interessi in gioco) tra le quali meritano di essere segnalate quelle relative: i) alla emissione di ordini al Consiglio di Amministrazione in carica su come gestire una significativa operazione con parti correlate; ii) al "congelamento" immediato e alla sostituzione ad opera della prima assemblea utile di alcuni amministratori, pure definitisi indipendenti, e sindaci; iii) alla nomina di un Commissario ad acta incaricato di affiancare il Consiglio di Amministrazione nella conduzione della suddetta operazione con parti correlate, dotandolo di poteri di richiedere informazioni anche a soggetti esterni e della possibilità di dotarsi di una propria struttura.

Il procedimento è poi proseguito pure attraverso la proposizione da parte degli interessati di diverse impugnazioni, sino a concludersi, per il tramite di una decisione della Corte d'Appello di Bologna, che ha alla fine attestato "il non luogo a procedere per cessata materia del contendere" nel maggio 2014, ma certamente la sua introduzione e la sua "pendenza" hanno certamente segnato le sorti non solo della società destinataria della procedura, ma anche il corso di borsa dei suoi titoli. Una serie di aspetti – come si diceva – da non sottovalutare.

Indipendentemente da quanto sin qui osservato, questa prima constatazione di natura applicativa induce innanzitutto ad interrogarsi se la via tuttora pensata dal Legislatore (e che presuppone poteri di intervento diretto o comunque di attivazione da parte della Consob, se vengono coinvolte società emittenti strumenti quotati nei mercati regolamentati) per realizzare forme di controllo esterno sulle iniziative economiche private che ricorrano al mercato dei capitali di rischio marcino, o non,

nella giusta direzione. Quella direzione – lo si può anticipare sin da questo momento – che dovrebbe agevolare l'assolvimento al meglio da parte degli organi amministrativi e di controllo di ogni società emittente, dei rispettivi compiti, con le conseguenti responsabilità.

**3.** Tanto precisato, in primo luogo, ci si può soffermare sul tema dei rapporti che, stando al dettato normativo ora in vigore, caratterizzano la relazione tra il procedimento di cui all'art. 2409 c.c. nella sua versione novellata dalla Riforma del Diritto Societario del 2003 e la previsione contenuta nell'art. 152 del TUF. Quella disposizione che – come è risaputo – prevede una legittimazione attiva direttamente in capo alla Consob ogniqualvolta la predetta Autorità di Vigilanza sospetti gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri dei Sindaci, del Consiglio di Sorveglianza o del Comitato per il controllo sulla gestione appartenenti ad una società per azioni quotata.

Con la conseguenza che, per quanto attiene alla disciplina di diritto positivo del controllo giudiziale sulle iniziative economiche private che si fondano sulla insindacabilità delle scelte gestionali assunte nel rispetto dei criteri di responsabilità professionale volta per volta applicabili, l'istituto della "Denuncia al Tribunale" risulta contrassegnato dalla contemporanea applicazione delle disposizioni dettate dall'art. 2409 c.c. novellato e da quelle contemplate dal sopramenzionato art. 152 del TUF (per vero, come è stato rilevato, il presupposto dei due rimedi non parrebbe perfettamente sovrapponibile in quanto, stando al mero dato letterale, la iniziativa che la Consob potrebbe assumere in via autonoma non dovrebbe necessariamente passare attraverso la preventiva dimostrazione della "potenziale dannosità" nei confronti della società delle asserite gravi irregolarità compiute dal Collegio Sindacale, dal Consiglio di Sorveglianza o dal Comitato per il controllo sulla gestione, nell'adempimento dei rispettivi doveri di vigilanza. Questa diversità di approccio si appalesa comunque colmabile in via interpretativa posto che la giurisprudenza già nel vigore del vecchio testo dell'art. 2409 c.c. aveva preteso la ricorrenza della potenziale dannosità delle irregolarità tra i requisiti indispensabili per disporre l'avvio della procedura, pure in assenza di una espressa menzione in questo senso all'interno della disposizione codicistica).

Con riferimento ad entrambe le previsioni normative appena menzionate, e partendo dal presupposto che la seconda disposizione – quella contenuta nel TUF – non può considerarsi autosufficiente, ma presuppone necessariamente la combinata applicazione della disposizione codicistica, gli interpreti hanno, in questi ultimi tempi, potuto segnalare agli operatori una serie di questioni ermeneutiche che possono ritenersi sufficientemente enucleate.

In estrema sintesi, uno dei primi problemi che meritano di essere affrontati riguarda la delimitazione del ruolo che la Consob può assumere vuoi in via per così dire diretta nei soli confronti dei membri degli Organi di Controllo interno o del Comitato per il controllo sulla gestione qualora sia stato scelto il modello di amministrazione e controllo monistico (quel modello che nel corso della già ricordata,

recente Relazione Annuale del Presidente della Commissione è stato ritenuto preferibile nell'ottica di una razionalizzazione della filiera dei controlli interni: si veda la p. 15 della Relazione); vuoi in via indiretta, soffermando l'attenzione sulle modalità con le quali la Consob può effettivamente presentare un esposto al Pubblico Ministero in merito all'esistenza di un fondato sospetto che i membri dell'Organo gestorio abbiano compiuto gravi irregolarità in violazione dei loro doveri specifici sul versante della amministrazione della società.

A questo riguardo, merita di essere soffermata l'attenzione sull'art. 4, comma 10, del TUF, il quale dispone che "Tutte le notizie, le informazioni ed i dati in possesso della Consob in ragione della sua attività di vigilanza, sono coperti dal segreto d'ufficio anche nei confronti delle pubbliche amministrazioni, ad eccezione del Ministro dell'Economia e delle Finanze", eccezion fatta – prosegue, come è risaputo la norma – per i casi previsti dalla legge per le indagini relative a violazioni sanzionate penalmente.

Dall'esame del predetto precetto normativo, consegue che la Consob non si trova nella condizione di poter trasmettere al Pubblico Ministero in sede civile (e dunque nell'ambito di un procedimento attivato ai sensi dell'art. 2409 c.c.), le notizie, le informazioni ed i dati che ha ottenuto durante lo svolgimento della propria specifica attività di vigilanza, essendo le stesse coperte dal segreto d'ufficio.

Per converso, la Consob non avrà limiti nel sottoporre e trasmettere al Pubblico Ministero documentazione che possa essere considerata pubblica e che sia stata raccolta nello svolgere proprie analisi e riflessioni che non si fondino sui riferimenti informativi "riservati" ai quali si è prima fatto cenno. Vi sono altri profili che potrebbero essere presi in considerazione, ma negli stretti limiti temporali entro i quali può svolgersi questo intervento, ci si può per il momento limitare ad una loro sintetica puntuazione, privilegiando quelli in grado di maggiormente incidere nell'ambito della pratica applicativa.

- i) La definizione degli obiettivi comunque perseguibili attraverso l'attivazione della procedura di "Denuncia al Tribunale", mediante la individuazione degli interessi protetti, oscillanti tra la tutela degli interessi individuali dei soci (e dunque pure e soprattutto di quelli di minoranza) e l'interesse "pubblico, o comunque "diffuso", ad una corretta gestione dell'attività d'impresa, a maggior ragione se si ricorre al mercato dei capitali di rischio, ed una verifica dell'effettiva possibilità di conseguire simili obiettivi tramite la tutela apprestata dall'art. 2409 c.c.;
- ii) gli strumenti di intervento realisticamente utilizzabili a seguito della rituale attivazione della suddetta procedura sul versante dell'organizzazione aziendale della società destinataria della medesima (in quest'ottica quanto deciso nell'ambito del recente caso Parmalat, menzionato poc'anzi, rappresenta un precedente per più aspetti illuminante);
- iii) la analisi della effettiva stabilità dei risultati acquisiti e/o acquisibili.

In secondo luogo, e passando ad un raffronto tra l'istituto della "Denuncia al Tribunale", che possiede evidentemente un connotato giurisdizionale (seppur, come si anticipava, di volontaria giurisdizione) e la procedura di stampo amministrativo-pubblicistico dell'"Amministrazione Straordinaria" applicabile alle imprese bancarie, possono essere segnalati alcuni profili assolutamente degni di nota, che appaiono utili nella prospettiva programmata di proporre anche qualche spunto di riflessione in una dimensione *de jure condendo*. Dovendosi – lo si ribadisce – prendere atto della applicazione sostanzialmente non massiva della procedura disciplinata dall'art. 2409 c.c. in seguito ad interventi diretti o ad attivazioni da parte della Consob.

Pure da questo punto di vista gli interpreti hanno rimarcato alcune distinzioni significative e particolarità meritevoli di considerazione.

i) Innanzitutto merita di essere sottolineato l'aspetto strutturale, condizionato dai criteri con i quali le diverse procedure si articolano; dalle modalità con le quali i poteri vengono espletati nonché dalle tempistiche che contraddistinguono le diverse fasi delle procedure (non a caso, a quest'ultimo proposito, ci si è soffermati sulle differenze che caratterizzano i ritmi dell'operatività economico aziendale e l'incedere della giustizia).

Per essere ancora più espliciti, ogni qualvolta che nell'ambito della procedura di Amministrazione Straordinaria viene nominato uno o più commissari straordinari, il predetto organo commissariale non può che impossessarsi immediatamente dell'azienda ed apprestare subito i presidi necessari per poter avere il controllo dell'impresa e per poter monitorare i risultati conseguiti per effetto dello svolgimento dell'incarico.

Tutto quanto precede, con la finalità di preservare la "continuità" nella gestione dell'impresa, assicurando a tutti gli *stakeholders* l'intenzione di proteggere al massimo l'avviamento, senza alimentare sensazioni di precarietà di rapporti e di funzioni.

Ben diverso è il contesto all'interno del quale si muove l'amministratore giudiziario nominato all'esito di un tutt'altro che scontato e rapido percorso svoltosi all'interno dei binari fissati dal disposto dell'art. 2409 c.c. e dall'art. 152 del TUF.

In questo scenario, non va dimenticata la censurabilità del provvedimento (anche a questo proposito il caso Parmalat possiede carattere emblematico) con il quale è stato dato l'avvio alla procedura della "Denuncia al Tribunale" e conseguentemente la sua caducabilità (un profilo che fatalmente disincentiva l'amministratore giudiziario neo nominato ad assumere con grande tempestività azioni correttive a forte impatto, proprio perché il rimedio, decisamente invasivo, disposto dal Collegio nei confronti della società e dei suoi organi, potrebbe in tempi relativamente brevi esser posto nel nulla *quoad effectum*).

ii) Inoltre, prendendo nuovamente le mosse dalle peculiarità che contraddistinguono le procedure di stampo amministrativo-pubblicistico disciplinate dal TUB, non si può trascurare il fatto che l'Autorità di vigilanza che le supervede e le sovrintende, pur nella distinzione sul piano formale dei ruoli, delle competenze e delle responsabilità che fanno capo agli organi della procedura, da un lato, e alla stessa struttura burocratica dell'Authority coinvolta, dall'altro lato, segue molto da vicino le scelte operative apprestate, fornendo frequentemente consigli e suggerimenti tecnici, pure attraverso il noto meccanismo delle autorizzazioni che non possono mancare ogni qualvolta debbano essere realizzate le operazioni di maggior spicco.

Viceversa quando ci si muove nell'ambito della "Denuncia al Tribunale", gli interventi dell'Autorità giudiziaria risultano più rarefatti e comunque formali, atteso che gli stessi in prevalenza riguardano non tanto gli indirizzi, pure strategici, dell'attività gestionale nel suo complesso, quanto piuttosto singole problematiche, riconducibili alla tradizionale categoria degli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione.

Un'altra notazione che potrebbe ben spiegare i tempi maggiormente dilatati e rarefatti che scandiscono il procedimento ex art. 2409 c.c., anche perché essi devono tener conto dell'esigenza di garantire il contraddittorio nel rispetto delle connesse forme di pubblicità, nonché del bisogno di motivare con adeguata cura i provvedimenti adottati dal Tribunale, con ciò ponendo decisamente in secondo piano tutti quei provvedimenti che dovrebbero, per contro, ispirarsi alla rapidità degli interventi richiesti, alle particolari caratteristiche dell'impresa sottoposta alla procedura e/o addirittura alla pressante urgenza di intervenire per scongiurare rischi operativi.

iii) Ancora, nel caso delle procedure amministrative-pubblicistiche disciplinate dal TUB, l'organo commissariale può incidere direttamente ed a fondo sugli assetti organizzativi, potendo, qualora se ne ravvisasse l'opportunità, spingersi ad una rifondazione non solo dei criteri gestionali ai quali allineare il *day to day management*, ma anche della *governance* e segnatamente dell'intera filiera dei controlli interni, atteso che l'obiettivo che si vorrebbe cogliere attraverso l'attivazione del rimedio oscilla tra quello "minimale", della rapida eliminazione delle irregolarità che hanno cagionato l'intervento invasivo dell'Autorità che vigila sul settore, a quello di "ben più ampio respiro", consistente in un autentico risanamento economico dell'impresa nel suo complesso, comunque operante - e su tale dato torneremo in seguito per la sua significatività - in regime di riserva di attività.

Ben diverso è lo spazio di manovra entro il quale può muoversi l'amministratore giudiziario, che è solitamente dotato di poteri più contenuti, essenzialmente circoscritti alla gestione ordinaria (salvo eccezioni, come il verificare l'adeguatezza, o non, di una certa operazione gestionale in potenziale conflitto di interessi). Quest'ultimo, infatti, non può incidere a fondo sugli assetti organizzativi

della società sottoposta al procedimento ex art. 2409 c.c., in quanto tali scelte restano riservate, in ultima, ma decisiva istanza, ai soci di maggioranza o ai vecchi organi sociali da essi designati, se viene nominato (come è avvenuto anche nel caso Parmalat) un commissario *ad acta*. Quei soggetti che, oltre a poter partecipare ai lavori assembleari, hanno comunque il potere riservatogli dall'art. 2409, sesto comma, c.c. di nominare i nuovi componenti dell'organo amministrativo, una volta che il procedimento possa ritenersi concluso.

È indubbio, infatti, che pure durante l'amministrazione giudiziaria, l'assemblea dei soci mantiene le sue competenze e le connesse prerogative, con la conseguenza non solo che i soci che possiedono le percentuali di partecipazioni qualificate previste dalla legge o dall'atto costitutivo possono richiederne la convocazione per le ragioni più disparate, con l'unico limite di non porsi in contrasto con gli scopi della procedura, ma anche che il predetto Organo deliberativo finisce con l'assumere un ruolo decisivo sia al termine del procedimento, sia, soprattutto dopo di allora, quale sostanziale ultimo valutatore dell'operato dell'amministratore giudiziario.

Ne discende, per essere ancora più diretti, che l'amministratore giudiziario non si trova nelle condizioni di poter di norma riqualificare la struttura organizzativa dell'ente destinatario della Denuncia e dunque di poter allontanare le persone chiave sulle quali si reggeva la precedente gestione sottoposta a censura. Senza trascurare, poi, che da ciò deriva la necessità per l'ausiliare del Giudice di dover di sovente attivare collaborazioni esterne, talora anche per svolgere (soprattutto se ricorrono ragioni di confidenzialità e riservatezza) attività di supporto non particolarmente complesse al fine di poter effettivamente svolgere i propri compiti istituzionali, assegnati con il provvedimento di nomina (ancora una volta, il caso Parmalat appare indicativo, atteso che, come si ricordava, il quel frangente al commissario *ad acta* è stata attribuita la facoltà di "crearsi" una propria struttura).

Men che meno l'amministratore giudiziario può incidere sul piano dell'alta direzione e delle strategie gestionali.

Un approccio, insomma, tutt'altro che caratterizzato da "prese dirette", che rivela la sua endemica "minore efficacia ed efficienza" ogni qualvolta - e ciò capita assai frequentemente - che ci si muova nell'ambito di perimetri di gruppo di imprese e che la procedura risulti radicata a livello di capogruppo, specialmente se quest'ultima non è neppure parzialmente operativa.

È notorio, del resto, che all'interno del nostro Sistema, i poteri di direzione e coordinamento non possono sempre travalicare agevolmente i limiti posti dalla "separazione" delle varie strutture operative allocate nelle società controllate, che da un punto di vista giuridico-formale sono e restano indipendenti da chi le governa. La giurisprudenza, a quest'ultimo riguardo, sembra però mostrare, soprattutto negli ultimi tempi, più di qualche apertura in senso inverso.

iv) Una ulteriore differenza riguarda la maggior precarietà ed instabilità dei risultati conseguiti nell'ambito delle diverse procedure.

A questo specifico proposito, va *in primis* notato che per quanto attiene all'approvazione del bilancio, nelle procedure a carattere amministrativo-pubblicistico, il *placet* proviene dall'Autorità di vigilanza competente, la quale, così facendo, finisce per condividere le valutazioni compiute dagli Organi della procedura, ai quali è stato affidato il compito di ricondurre all'interno degli steccati non solo della legalità, ma anche (sostanzialmente) della sana e prudente gestione, l'impresa destinataria dell'amministrazione straordinaria.

Nel caso della "Denuncia al Tribunale" ciò, invece, solitamente non accade, posto che il progetto di bilancio predisposto dall'amministratore giudiziario deve solitamente superare il vaglio dell'assemblea dei soci. Assai frequentemente, infatti, il Tribunale preferisce non avallare preventivamente ed in modo netto, atti aventi una marcata valenza informativa, con tutte le responsabilità che ne conseguono, soprattutto se il Collegio non appare in grado di aver contezza con ragionevole certezza, in un ambito di volontaria giurisdizione, del significato e della portata complessiva di un documento composito e articolato, che dovrebbe possedere requisiti di veridicità, chiarezza, correttezza e precisione.

Conseguentemente, da un lato, potrebbe verificarsi l'ipotesi (tutt'altro che di scuola) di una mancata approvazione del progetto di bilancio predisposto dall'amministratore giudiziario in sede assembleare; dall'altro lato, i nuovi membri dell'organo gestorio, nominati tali dalla stessa assemblea dei soci alla fine della procedura, potrebbero comunque disattendere, sino al punto di stravolgerne le originarie finalità e gli obiettivi effettivi, le indicazioni ritraibili da un bilancio comunque elaborato in un certo momento storico da un ausiliario del Giudice.

In questa eventualità, senza dover necessariamente revocare in modo plateale determinazioni precedentemente assunte, il risultato pragmaticamente voluto potrebbe essere ottenuto, più indirettamente, attraverso la assunzione di interventi di segno contrario attuati a più riprese, al neppure sempre ben celato scopo di ritornare alle politiche antecedenti.

Come è stato osservato, i bilanci possono entro certi limiti temporali venir riscritti secondo criteri differenti, le delibere di dubbia legittimità possono essere riapprovate tramite la eliminazione di vizi formali, anche smaccati, precedentemente esistenti, le operazioni in conflitto di interesse possono essere ripresentate osservando maggior circospezione e cautela, e così via. (Il tutto, a maggior ragione se può ritenersi che la situazione originariamente denunciata non sia più effettiva: un accertamento al quale i Tribunali coinvolti in procedimenti ex art. 2409 c.c., particolarmente tengono, allo specifico fine di porre termine al loro "intervento").

Sempre in quest'ultima prospettiva, non ci si può, poi, esimere dall'osservare quali sensibili differenze ricorrono dal punto di vista di ciò che può verificarsi quando gli Organi delle diverse procedure hanno esperito azioni di responsabilità contro i



vecchi esponenti degli organi di amministrazione e controllo. Pure in questo frangente, va, per fare un esempio chiarificativo, notato che all'interno delle procedure di Amministrazione Straordinaria di matrice bancaria l'articolo 72, quinto comma ultima parte, del TUB, dispone che "Gli organi succeduti all'Amministrazione Straordinaria proseguono le azioni di responsabilità e riferiscono alla Banca d'Italia in merito alle stesse" e che, così facendosi, l'operato del commissario straordinario viene opportunamente schermato e dunque protetto, rispetto a troppo facili *revirement*, una volta che la procedura si sia chiusa.

Per converso, l'art. 2409, quinto comma, c.c. espressamente prevede la diretta applicabilità dell'art. 2393, ultimo comma, c.c., così legittimando espressamente il diritto, azionabile, al ricorrere di certe specifiche condizioni da parte della maggioranza dei soci, di transigere, o addirittura di rinunciare all'azione di responsabilità, eventualmente proposta dall'amministratore giudiziario.

Un contesto che si spiega da solo e che, come è stato opportunamente posto in risalto, incide fatalmente pure sul "morale" dell'amministratore giudiziario stesso, il quale potrebbe, più che a ragione, soffrire per il fatto che gli sforzi dallo stesso effettuati, utilizzando indispensabili doti di equilibrio e talora - come è stato espressamente riferito - autentici "atti di equilibrismo", per tutelare le minoranze e gli *stakeholders*, potrebbero apparire radicalmente vanificati, non appena il procedimento di "Denuncia al Tribunale" arriva al termine.

**4.** Le valutazioni che precedono potrebbero proseguire, tuttavia quanto sino ad ora osservato può consentire di spingersi oltre nella trattazione programmata.

Al di là, infatti, delle marcate diversità che caratterizzano la procedura di controllo esterno disciplinata dall'art. 2409 c.c., di fatto scarsamente utilizzata da parte della Consob, sia in via diretta, sia per il tramite di esposti in sede civile al Pubblico Ministero, rispetto alle procedure di carattere amministrativo-pubblicistico che si ritrovano tra l'altro nell'ordinamento settoriale del mondo bancario (e assicurativo), occorre tener conto del fatto che, ad avviso dei vertici dell'Autorità del primo settore (ovvero la Banca d'Italia), i suddetti rimedi, anche se frequentemente esperiti (e dunque, effettivamente, utilizzati), in ambienti nei quali l'"azione della vigilanza" può fare affidamento su tecnologie adeguate e risorse umane di qualità anche maggiori, non sono stati ritenuti sufficienti, specialmente in un'ottica di tutela preventiva.

Vale in proposito la pena di ricordare che è stato esplicitamente affermato che, se al preciso fine di scongiurare il ricorso a provvedimenti di natura straordinaria che il permanere delle situazioni critiche riscontrate potrebbe comportare, la Banca d'Italia può senz'altro richiedere alle imprese da essa vigilate, per garantire la stabilità del Sistema, di "rinnovare radicalmente la composizione degli organi amministrativi, di rafforzare la struttura organizzativa e patrimoniale e di elaborare nuovi piani industriali", potrebbe aggiuntivamente ricorrersi a strumenti maggiormente efficaci.

Più chiaramente: è stato dichiarato che l'attività di vigilanza della Banca d'Italia potrebbe diventare ancora più incisiva, se venisse attribuito all'Autorità stessa il potere di rimuovere" - quando necessario e sulla base di fondate evidenze (questo è un aspetto in ogni caso centrale) - gli amministratori dal loro incarico".

Un potere che la proposta di recepimento della Direttiva europea sui requisiti di capitale in campo bancario contempla e che il Governatore della Banca d'Italia ha richiesto con crescente insistenza sin dal febbraio dell'anno 2013 (quando ha iniziato a comparire sui *mass media* il c.d. Scandalo MPS). Per vero, come la stampa anche non specializzata non ha mancato di sottolineare, tale richiesta è stata reiterata con ancora maggior forza nelle Considerazioni finali dell'anno 2013, nel corso dell'Assemblea ordinaria dei partecipanti tenutasi il 30 maggio 2014.

In quell'occasione molto formale, infatti, essendosi diffuse le notizie riguardanti la pendenza di ulteriori inchieste giudiziarie che coinvolgevano vertici di altri importanti istituti di credito nazionali e facendo leva sulla nel frattempo elaborata e già menzionata proposta di recepimento della Direttiva europea sui requisiti di capitale delle banche, è stato possibile invocare con un riferimento puntuale ad un *trend* che pare affermarsi in sede comunitaria (sul presupposto che tra gli obiettivi da perseguire sempre più efficacemente, figura quello di "migliorare la convergenza delle prassi di vigilanza in tutta l'Unione"), un rafforzamento del quadro normativo esistente. E ciò allo scopo di poter intervenire tempestivamente ed efficacemente in tutti quei casi nei quali, al ricorrere - lo si ribadisce - di fondate motivazioni, si ritenga necessario opporsi alla nomina di esponenti aziendali, specie se facenti parte degli organi decisionali, o rimuoverli dall'incarico rivestito. E tanto sulla base del rilievo, decisamente ribadito in più frangenti, di poter enfatizzare il ruolo di prevenzione delle quali devono farsi portatrici le Pubbliche Autorità.

Il tema di fondo, che pare dunque riproporsi con sempre maggiore insistenza è quello di immaginare - al doveroso presentarsi di presupposti e requisiti da predefinirsi con tutte le cautele garantistiche del caso, allo scopo di fare emergere con chiarezza tramite una analisi giuridica rigorosa, la soglia che al suo superamento possa far passare in secondo piano - in forza di un interesse generale e superiore - gli ambiti operativi tradizionali agganciati alle leve della autonomia privata - la possibilità, o non, di intervenire con decisione anche prima del conclamarsi di situazioni di crisi. Ovvero, anche prima che possa esser troppo tardi.

**5.** Alla luce di queste ultime notazioni e per concludere - ma si tratta probabilmente dell'aspetto più stimolante del discorso che si sta facendo - occorre quindi domandarsi se in un contesto nel quale pare potersi concludere che i rimedi attualmente esperibili da parte della Consob, peraltro "in via intermediata", attraverso cioè il ricorso all'Autorità giudiziaria, seppur in sede di volontaria giurisdizione, si sono rivelati alla prova dei fatti comunque scarsamente utilizzati (anche se - come ormai più volte si è riferito- recenti precedenti giudiziari inducono a soppesare opportunamente gli effetti che, pur nella loro modularità ed atipicità, una Denuncia al Tribunale può determinare anche nei confronti di una società per azioni quotata)

non convenga assumere, in una prospettiva ovviamente *de jure condendo*, un approccio differente e diversamente propositivo.

In altre parole, soprattutto in questa sede e in un'ottica intellettualmente "provocatoria", ci si potrebbe domandare se oltre ad immaginare la configurabilità di interventi pubblicistici in presenza di gravi irregolarità gestionali, tramite la predisposizione di procedure di carattere più marcatamente amministrativo e dunque dotate di maggior capacità di impatto e resistenza anche nel campo di attività di società emittenti strumenti negoziati su mercati regolamentati, sulla falsariga di quanto si verifica nell'ambito dei distinti (ma per certi profili contigui) settori del mondo bancario (ed assicurativo), non sia il caso di valutare l'opportunità di utilizzare anche rimedi addirittura più penetranti, come quello consistente nel potere di rimuovere – senza cioè passare attraverso le regole tradizionali di *Corporate Governance* predisposte dal diritto commerciale interno – i vertici amministrativi dai loro incarichi, quando ciò si rilevi necessario.

Lungo questa direttrice, si dovrà comunque procedere con estrema cautela, soppesando con grade scrupolo la particolarità e la specificità dei diversi comparti, e dunque senza trascurare le ricadute, non da ultimo pure sotto il profilo della personale responsabilità, che potrebbero discendere da condotte, a questo punto autenticamente "gestionali", che fossero assunte dalle *Public Authorities* pure in momenti non "di crisi" conclamata (conviene rammentare che in campo bancario non sono mancate controversie originate da comportamenti asseritamente negligenti assunti da Commissari nominati da Banca d'Italia).

Soltanto passando attraverso analisi di questo tipo, ci si potrà convincere circa l'opportunità di propendere per la previsione, o non, di regole in grado di incidere sul governo societario, "ulteriori" e diverse rispetto a quelle previste in via ordinaria per le imprese organizzate in forma di società per azioni. Senza dimenticare – come si premetteva poc'anzi – che un conto sarebbe poter disporre del "potere" di sostituire gli organi societari apicali, mentre un altro conto sarebbe, poi, esercitare effettivamente siffatto "potere", a maggior ragione se si intervenisse dando luogo a realistiche forme di "discontinuità gestionale" in epoche lontane dal dissesto.

**6.** In proposito, pare opportuno prendere atto del fatto che anche nel mondo bancario prima della crisi e pur nella consapevolezza della assoluta particolarità del settore (contrassegnato dal regime di riserva di attività e dalla necessità di perseguire obiettivi di sana e prudente gestione, al fine di assicurare la stabilità del Sistema), si riteneva che non ci fosse la necessità di predisporre norme specifiche, "ulteriori" e diverse da quelle applicabili alle altre imprese, per garantire la qualità dei vertici.

Le dinamiche interne al mercato sembravano sufficienti e le norme di vigilanza avrebbero quindi potuto limitarsi a regole essenzialmente quantitative.

La crisi economica – soprattutto ad avviso degli osservatori del comparto bancario – ha messo viceversa a nudo la precarietà e la relatività di questo assunto.

Più in particolare, sono stati individuati alcuni convergenti elementi di intrinseca debolezza: i) l'opacità dei bilanci bancari; ii) i conflitti di interesse di coloro che avrebbero dovuto fornire le informazioni necessarie per consentire l'applicazione delle "regole del mercato" (società di revisione e società di *rating*, in testa); iii) plurimi aspetti di *moral hazard* alimentati dalle aspettative di implicite garanzie di salvataggio pubblico (la nota "regola" del *too big to fail*); iv) consigli di amministrazione pleorici, spesso carenti sul piano della professionalità e della complementarietà delle competenze dei relativi componenti, pure per questo non in grado di predeterminare *ex ante* gli obiettivi di rischio e di aver costante contezza *ex post* della situazione economico-patrimoniale dell'intermediario gestito; v) scarsa informazione in capo agli amministratori non esecutivi ed indipendenti, nonché inadeguata loro proattività nell'assolvimento dei loro compiti di controllo; vi) incentivi a beneficio degli amministratori esecutivi e di altri *key officers* disallineati da prassi remunerative corrette, perché non collegate all'andamento di medio-lungo periodo della società amministrata e soprattutto alla liquidità esistente.

Sarebbero così derivate – per effetto di sistemi di gestione e controllo dei rischi frammentati ed incompleti, nonché di flussi informativi ritardati e/o insufficienti – marcate inefficienze sugli assetti organizzativi e di monitoraggio e ciò ha determinato a livello regolamentare, soprattutto sovranazionale, l'emersione di un *trend* orientato all'adozione in campo bancario di disposizioni normative più organiche e puntuali rispetto al passato (la recente direttiva comunitaria in materia di crisi delle Banche si rivela particolarmente significativa per la ridefinizione dei tradizionali rapporti tra sanzioni pubbliche e attività imprenditoriale privata).

Si tratta, infatti, di disposizioni essenzialmente volte: i) ad una maggiore specificazione dei compiti da assegnare all'organo gestorio, tramite l'identificazione di criteri di adeguata composizione, per avere *board* sempre più consapevoli e attivi, tramite chiare distinzioni di ruoli ed un esercizio trasparente dei poteri di delega; ii) ad un rafforzamento del sistema di gestione e controllo *in primis* dei rischi; iii) a concentrare l'attenzione sui sistemi di remunerazione; iv) nonché ad una puntualizzazione dei poteri, anche sanzionatori, delle Autorità di vigilanza.

A livello "domestico", la Banca d'Italia ha assecondato questo processo, disponendo numerose verifiche sul campo, nel dichiarato rispetto del noto binomio "autonomia-responsabilità", con la consapevolezza che "senza una coerente responsabilità l'autonomia può degenerare in arbitrio".

Per lo stesso motivo, negli ultimi tempi, l'Autorità di vigilanza bancaria si è impegnata per agevolare una sempre più efficiente adozione di processi decisionali adeguati, mediante una più precisa allocazione delle rispettive responsabilità.

In quest'ottica, specifiche previsioni sono state dedicate agli amministratori non esecutivi ed indipendenti per sviluppare dialettiche costruttive all'interno del consiglio come *plenum* e contrastare soprattutto il dilagare di egemonie eccessive in capo ad una ristretta cerchia di soggetti.

Inoltre, il ruolo del Presidente del Consiglio di Amministrazione è stato orientato verso una progressiva "restrizione" delle prerogative con valenza esecutiva,

per spostarsi verso l'affidamento di incombenze *super partes*, allo scopo di trasformare la carica in un soggetto garante del corretto funzionamento dell'organo gestorio, per mezzo di un'effettiva dialettica endoconsigliare, di un reale bilanciamento dei poteri e dell'assunzione di decisioni informate anche da parte di amministratori non esecutivi.

Ancora, sono stati espressamente introdotti alcuni principi sulla istituzione di comitati interni al Consiglio di Amministrazione e sulle modalità di circolazione dei flussi informativi.

Infine, sul delicato tema dell'idoneità degli amministratori all'esercizio delle proprie funzioni, ci si sta sempre più allontanando da approcci caratterizzati da verifiche incentrate sulla meccanica verifica del possesso di qualifiche predeterminate, per concentrarsi su controlli da effettuare in concreto e da parametrare alle caratteristiche delle diverse imprese in osservazione, nonché al ruolo che ciascun amministratore concretamente ricopre.

Per passare dalla vigilanza regolamentare all'attività ispettiva, quest'ultima si sta sempre più spesso soffermando sulle aree del governo societario e dei controlli interni ed in queste occasioni – come è stato recentemente rilevato – viene talora nuovamente constatata sia la frequente presenza di figure che egemonizzano il processo decisionale, sia la sussistenza di indicatori di ridotta funzionalità dell'organo amministrativo, che spesso sembra operare aderendo acriticamente a proposte poco istruite o addirittura "azzardate", presentate da parte dell'amministratore delegato o da parte del comitato esecutivo, o che comunque pare rifiutare l'adozione di interventi di natura strategica coerenti con la crescente complessità del contesto economico e finanziario.

Converrebbe, allora, che un simile approccio – che fatalmente ruota attorno alla predisposizione di regole particolarmente prescrittive anche in un settore, come quello del governo societario, nel quale ampio respiro solitamente viene attribuito al principio "liberale" della autonomia organizzativa (ed in stretta connessione a quello di "proporzionalità") – venga esteso pure nei confronti delle società che emettono strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, e dunque richiamano, senza intermediazione bancaria, capitali di rischio?

Questa pare davvero essere la domanda centrale.

In taluni casi, anche operando fuori dal settore bancario (e assicurativo), possono certamente verificarsi disfunzioni sul versante della integrità dei mercati finanziari e tali disfunzioni possono anch'esse determinare (proprio perché i predetti mercati sono sempre più integrati e interconnessi) ricadute sulla stabilità del Sistema e dunque della "società civile", in generale, soprattutto se ampio è il coinvolgimento della clientela *retail*.

Tuttavia, tale notazione empirica, unitamente alla presa di coscienza del differente dato normativo che non impone alle società emittenti di operare necessariamente in un regime di riserva di attività, potrebbe, o non, essere ritenuto sufficiente per incidere su un versante che dovrebbe essere delegato alla iniziativa

privata, ma che – l'esperienza lo ha insegnato – potrebbe essersi rivelata insufficiente, a maggior ragione quando l'organo decisionale non sia performante e costituisca lo scenario nel quale si realizzano indebite interferenze?

Prima di abbozzare (tanto meno in questa sede) qualsiasi risposta, va poi pure considerato che la possibilità di intervenire efficacemente in un'ottica di prevenzione – o come si usa dire con lessico comunitario sotto l'angolo visuale della "misura di intervento precoce" – e conseguentemente l'elaborazione di regimi di minor stabilità del rapporto amministrativo (che può venir "colpito" anche dall'esterno e senza l'intervento della Autorità Giudiziaria) e di previsione di responsabilità diverse da quelle attuali, accrescerebbe – come è stato notato – il "costo-opportunità di condotte illegittime". Il che non sarebbe male.

Al contempo, non bisogna però dimenticare che la predisposizione di un regime troppo afflittivo, oltre ad accrescere i costi di funzionamento dell'intero apparato organizzativo interno, potrebbe avere una serie di effetti indesiderati, non a caso, già posti in evidenza dagli interpreti.

Essi possono venire così sintetizzati: i) una eccessiva avversione al rischio da parte delle imprese; ii) la richiesta di compensi troppo elevati o di "coperture" comunque remunerative che potrebbero schermare (quantomeno in parte) le condotte assunte da eventuali azioni di responsabilità o che potrebbero depotenziare gli effetti deterrenti discendenti dall'irrogazione di sanzioni di diverso tipo; iii) la aprioristica restrizione del numero degli amministratori ipoteticamente disposti ad assumere il relativo incarico, con correlati rischi di fenomeni spiacevoli di "selezione avversa", a vantaggio di *managers* meno bravi e più spregiudicati.

Certamente sarebbe auspicabile riuscire a garantire un regime equilibrato, caratterizzato dalla possibilità di colpire soltanto chi abbia realmente deviato in modo macroscopico e pregiudizievole dalle regole di buona amministrazione, senza dunque poter prescindere dalla individuazione di un'azione o di una omissione cosciente e volontaria. Bandendo così *a priori*, ogni anche soltanto larvata forma di "responsabilità oggettiva".

Ad ogni modo, l'introduzione di previsioni ulteriori dovrebbe pur sempre fondarsi sulla consapevolezza della peculiarità del comparto operativo o delle modalità di attrazione dei mezzi finanziari nel quale ci si muove e della coscienza di una molteplicità di interessi in gioco, superiori rispetto al panorama tradizionale (e non c'è dubbio che una cosa è discutere dei "servizi bancari chiave"; un'altra cosa è prendere in esame altre e più "esotiche" forme di sollecitazione all'investimento).

Infatti, soltanto al ricorrere di questi presupposti, si potrebbe raccomandare l'obiettivo di perseguire l'efficienza e di preservare la fiducia degli investitori (indipendentemente da quale sia il loro titolo) in ogni circostanza, senza farsi influenzare da modelli quantitativi sofisticati (ma deboli).

Peraltro, è evidente che potrebbe risultare per certi aspetti controproducente incidere sulla propensione al rischio degli imprenditori, per il solo fatto che si trovano ad agire a stretto contatto con il mercato del capitale di rischio. Diverso,

insomma, potrebbe essere il grado di tutela da assicurare, se sono stati assunti comportamenti consapevoli di non avversione alla volatilità degli investimenti.

Eccessivi presidi di stabilità, potrebbero, infatti, rappresentare un freno all'accesso ai mercati regolamentati, soprattutto se in altri settori del Sistema si spinge apertamente verso un ridimensionamento del "bancocentrismo" che ha caratterizzato per anni il nostro Ordinamento (si veda ancora la recente Relazione Annuale del Presidente della Commissione alle pp. 20 e ss.).

Occorrerà dunque riflettere ulteriormente e più a fondo.

In tutti i casi, come pare ci si stia muovendo a livello comunitario, non potrà che propendersi per una analitica pre-individuazione dei presupposti che potrebbero consentire alle Pubbliche Autorità (pur sempre per il tramite di loro condotte proattive delle quali finirebbero per diventare responsabili) di destituire in corsa quegli esponenti aziendali che si ponessero in linea di smaccata discontinuità con una corretta definizione degli assetti organizzativi-decisionali prescelti. Un aspetto, quello volto alla scelta e messa a punto delle regole che precisano il perimetro entro il quale gli amministratori possono compiere le loro scelte, che – come è noto – parrebbe sfuggire alla protezione della *business judgement rule*, con la conseguenza che l'inadempimento al dovere di garantire alla società un assetto organizzativo adeguato, risulterebbe sottoposto – ogni qualvolta si discuta di responsabilità – ad un parametro di valutazione più rigido rispetto a quello impiegato dal Giudice in riferimento al generico dovere di gestire la società con la "diligenza richiesta della specifica natura dell'incarico".

In questo caso, insomma, il tradizionale braccio di ferro tra "*rules vs standards*" parrebbe proprio doversi risolvere a vantaggio delle prime.





# Conclusioni

Vittorio Santoro<sup>(\*)</sup>

Il compito del relatore di sintesi è sempre arduo, soprattutto quando sia difficile ricostruire un filo conduttore in ragione della varietà degli argomenti trattati. Pertanto vorrete considerare ciò che sto per dirvi, piuttosto, quali osservazioni sparse suggeritemi da ciò che ho via via ascoltato e, in parte, anticipatamente letto per la cortesia dei relatori.

Questa prima parte della mattina si è aperta con alcune importanti indicazioni sviluppate dal dottor Caputi. Quello che egli ci ha detto deve indurci a riflettere su alcuni quesiti di fondo, provo a indicare quelli che a me paiono i più importanti: 1) vigilare sul mercato finanziario vuol dire necessariamente intervenire dopo che i disastri si sono già verificati? 2) Possiamo almeno recuperare una rapidità di intervento e se sì quali sono gli strumenti più adatti? 3) Non si rischia che un intervento pervasivo ostacoli maggiormente il reperimento di capitali, che è motore necessario per una rapida ripresa, per fare ripartire l'economia?

Si tratta evidentemente di snodi problematici non ancora risolti, in ordine ai quali i legislatori dei vari paesi europei e, prima ancora, quello comunitario faticano a trovare un equilibrio pienamente soddisfacente.

Eppure, le crisi economiche costringono a trovare soluzioni. Paradigmatico è quanto avvenne dopo la Grande Crisi del secolo scorso: nonostante la tendenza dei vari paesi a chiudersi in un orizzonte nazionale, le soluzioni legislative e regolamentari furono abbastanza allineate, pure nella varietà che rispecchiava le peculiarità politiche, economiche e sociali di ciascun paese. Gli anni successivi a quella crisi furono quelli dell'istituzione e dell'implementazione di autorità di vigilanza sui mercati creditizi e finanziari.

Oggi siamo alla ricerca di nuovi modelli di vigilanza. Non ci si accontenta di intervenire sulla *governance* delle imprese vigilate, se ne verifica la correttezza del comportamento e, persino, si valuta se e quali prodotti possano essere offerti all'investitore in relazione al suo profilo.

Sembra che la vigilanza sia sempre più *friendly* verso gli investitori. In verità la direzione, verso cui muovono gli ordinamenti, è almeno ondivaga: da un lato, vi è

(\*) Università degli Studi di Siena.

uno sforzo verso la standardizzazione dei prodotti più rischiosi, si pensi ai derivati OTC; dall'altro, è proprio il legislatore primario a scardinare gli stessi caratteri tradizionali degli strumenti finanziari: si pensi al proliferare dei prodotti ibridi, con caratteristiche insieme di titoli azionari e obbligazionari; si pensi alla possibilità che in caso di crisi di una banca le obbligazioni emesse siano trasformate in capitale di rischio.

Il prof. Costi ha aggiunto, nel medesimo senso indicato da Caputi, che il dilemma non risolto, persino insanabile, è quello tra norme tese a promuovere la regolazione del mercato e quelle tese a favorire l'autonomia degli attori (le imprese) che operano sul mercato. Siamo presi tra Scilla e Cariddi in quanto (ha osservato Costi), da un lato, il mercato da solo non funziona, ha fornito ampia prova di non essere in grado di autoregolamentarsi; d'altro lato, l'amministrazione pubblica, più in generale, i soggetti deputati alla vigilanza non sono efficienti.

Stiamo, per altro, assistendo a una stagione nuova che, al fine di rimediare ai guasti derivanti da una reazione lenta e parcellizzata affidata ad autorità nazionali, vede finalmente un sostanzioso spostamento di competenze dal piano nazionale a quello europeo. Il dilemma indicato da Costi, tuttavia, non è risolto ma spostato sul piano dell'ordinamento europeo.

A ben considerare a esso se ne aggiunge un altro e, forse, più profondo, vale a dire quale deve essere la *ratio* della vigilanza? Penso che tutti, o almeno i più risponderebbero: la tutela del risparmio investito. Una risposta condivisibile ma non sufficiente senza ulteriori chiarimenti.

Una cosa è dire che gli investitori sono indirettamente tutelati perché ci occupiamo di ottimizzare il funzionamento del mercato garantendo trasparenza (e/o stabilità). In questa chiave, infatti, la tutela del risparmio è un effetto secondario, un beneficio di secondo grado, restando, invece, in primo piano una vigilanza che si occupa e si preoccupa delle imprese, degli intermediari.

Altra cosa è, invece, dire che unico o principale obiettivo delle autorità di vigilanza è la tutela dell'investitore anche a costo di compromettere la stabilità degli intermediari. Negli Stati Uniti il Dodd-Frank Act si è preoccupato di ciò creando una nuova autorità con lo specifico compito di tutela dei risparmiatori; in Europa e in Italia siamo ancora lontani, non dico dal risolvere il problema, ma persino dall'identificarlo quale problema.

Cerco di spiegarmi meglio: se le Autorità di settore, come dimostra il c.d. fenomeno della cattura dei regolatori, sono enti esponenziali degli interessi complessivi degli intermediari controllati, allora la medesima Autorità non può essere l'efficace tutore degli intermediari e, allo stesso tempo, dei consumatori.

Al fine di assicurare ai consumatori una protezione adeguata, il legislatore statunitense ha stabilito che la nuova Autorità, appositamente creata, ha il potere di qualificare un atto o una pratica commerciale quale abusiva, ogniqualvolta ritenga che essa interferisca con la capacità del consumatore di capire i termini o le clausole

di un prodotto o di un servizio finanziario; si tratta di non riconoscere, nel linguaggio comune oggi prevalente, il bollino blu.

La soluzione degli Stati Uniti meriterebbe di essere perfezionata nell'ordinamento di partenza e di essere estesa ad altri ordinamenti, perché se è esatto che i consumatori sono i veri "giudici del mercato", in Europa manca un pezzo della vigilanza quello specificamente ed esclusivamente deputato alla protezione dei loro interessi.

Io credo che le valutazioni e le indagini di un'Autorità, così concepita, ancorché non possano essere destinate a una tutela giudiziaria diretta a favore dei consumatori/investitori, dovrebbero poter essere utilizzate nelle azioni collettive dei privati contro gli intermediari che abbiano venduto prodotti finanziari pericolosi o semplicemente non dotati del bollino blu. In tale senso gli avvisi dell'Authority costituirebbero un incentivo indiretto alle azioni individuali e collettive dei risparmiatori. A tal fine sarebbe, tuttavia, necessario disporre che la documentazione di cui si sia valsa l'Autorità, durante le proprie indagini, siano messe a disposizione dei consumatori, laddove oggi perlopiù accade che le Autorità preposte alla trasparenza dei mercati oppongano ai risparmiatori/investitori, che ne facciano richiesta, il segreto d'ufficio.

D'altra parte, benché nella maggior parte degli ordinamenti il giudice, in quanto *peritus peritorum*, non potrebbe prestare pedisequo ossequio alle opinioni delle Autorità indipendenti, è evidente che il compito del giudice sarebbe facilitato dalla valutazione precedentemente espressa da una tale Autorità di elevato e specifico profilo professionale; in altri termini al giudice non resterebbe che la verifica della validità del ragionamento svolto dall'Autorità. Certo maggiore ausilio deriverebbe da una norma esplicita che imponesse al giudice di tenere in debito conto le considerazioni espresse dall'Autorità preposta alla protezione dei consumatori.

Di più credo che, se anche l'Unione europea non ritenesse di doversi muovere in tale direzione, sarebbe strategico per l'Italia adottare un approccio notevolmente più favorevole agli investitori. Infatti, in un momento in cui, nel nostro Paese, tutti i comparti economici cedono di fronte al perdurare della crisi economica, l'industria del "risparmio", più precisamente la capacità di risparmiare dei cittadini italiani, ancora resiste. Questo vantaggio competitivo del nostro Paese deve essere salvaguardato con le modalità sopra schematicamente delineate.

Anche le disposizioni applicative delle convenzioni internazionali in tema di giurisdizione favorirebbero un tale approccio più attivo del legislatore italiano. Infatti, è noto che, riguardo ai contratti conclusi da risparmiatori/consumatori, si applica la legge del paese nel quale il consumatore ha la residenza, a condizione che questo sia anche il paese in cui il professionista svolge le sue attività o verso il quale dirige tali attività.

A proposito della tutela del risparmiatore ci sono venute in soccorso anche le considerazioni del prof. Police, il quale ci ha resi avvertiti dei mutamenti in corso

nella concezione della vigilanza, non più insieme di disposizioni di divieto, presidio di polizia per la preservazione dell'ordine del mercato, ma piuttosto insieme di disposizioni di cura della parte debole. Prendendo a prestito la terminologia adoperata da Vella in un saggio recente: non si tratta di procedere per spintoni, ma con una "spinta gentile" verso le pratiche migliori. In un mercato finanziario la vigilanza non può e non deve garantire all'investitore l'esclusione del rischio, ma almeno deve assicurare che non si venda spazzatura.

In verità occorre tenere conto che gli obiettivi di vigilanza sono plurimi e che si tratta di ponderare gli interessi e di affidarne il presidio ad autorità diverse, affinché la tutela diventi più efficiente.

Vi sono esempi di come ciò sia avvenuto già in alcuni comparti. Così nel settore bancario la Banca d'Italia governava sia la concorrenza sia la stabilità delle banche; e ancora sia la mutualità sia, di nuovo, la stabilità delle banche cooperative. Tali dicotomie sono state risolte nel tempo lasciando la cura della stabilità alla Vigilanza creditizia ma, rispettivamente, quella della concorrenza all'Autorità antitrust e quella della mutualità alla vigilanza governativa.

Ora ritorno a un punto già sottolineato, a me sembra che una dicotomia esista anche tra vigilanza sugli intermediari e protezione dei risparmiatori.

La relazione della dott. Togna ci ha illustrato in quale direzione si muove la legislazione europea; mi interessa riflettere ancora su ciò che ci è stato indicato quale sostanziale innalzamento dei livelli di tutela per gli investitori, obiettivo verso cui sono tese le direttive, le opinioni dell'ESMA, la regolamentazione nazionale ivi compresa quella di fonte Consob.

A me sembra di trovare conferma all'osservazione prima proposta: il punto di vista del legislatore è solo quello degli intermediari, mentre l'investitore non è protagonista, non è titolare di diritti, ma solo oggetto delle amorevoli cure del regolatore.

Qui non ho che lo spazio per qualche esempio: nelle direttive si presta attenzione alla *policy* delle imprese al momento della creazione di prodotti per gli investitori *retail*. Infatti, si dice che per ciascuno strumento finanziario deve essere individuato il mercato di riferimento e la categoria di clienti (art. 16, par. 3, Direttiva 2014/65/UE); o ancora che le imprese adottino misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti solo all'interno del mercato target (art. 24, par. 2, Direttiva 2014/65/UE).

Qualora la raccomandazione non basti, si attribuisce alle Autorità nazionali il potere di vietare o limitare la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari. Si può e si deve arrivare sino al punto di dire al cliente: "Questo prodotto non è per te, e non te lo vendo neanche se tu me ne fai espressa richiesta

assumendotene tutti i rischi e fornendomi malleveria che non intendi rivalerti su di me per gli eventuali futuri danni patiti".

Mi viene da dire, parafrasando il titolo di un film recente, questo "non è un mercato per vecchi" (nel titolo in luogo di mercato si legge "paese") e non è solo una battuta, negli Stati Uniti, il Dodd-Frank Act dispone una tutela rafforzata per i risparmiatori di età superiore ai sessantadue anni.

Mi chiedo: ma gli intermediari prima e, poi, le Autorità nazionali nel compiere le valutazioni e nell'apprestare i divieti, devono riversare le relative informazioni sul mercato? Devono scrivere clausole che tengano conto dell'approccio delle scienze cognitive? In altri termini si devono creare i presupposti affinché l'investitore ingannato nelle proprie ragionevoli attese possa, *ex post*, reagire nei confronti degli intermediari chiedendo il risarcimento dei danni? Io credo di sì se si vuole effettivamente disincentivare il comportamento scorretto di alcuni intermediari.

La relazione del prof. Lener ha trattato molti punti di grande interesse; mi piace rilevarne due: egli ha posto, implicitamente, l'accento sul moltiplicarsi delle tipologie di soggetti e mi sembra di avere colto una sua propensione a favore di una vigilanza per attività. Quest'approccio potrebbe in buona misura risolvere la rincorsa tra legislatore e imprese: il primo teso a includere sempre nuovi soggetti nel perimetro di vigilanza e le seconde volte a qualificarsi in modo sempre diverso per sottrarsi ai costi di vigilanza.

Lener ha anche toccato un altro tema molto delicato, quello della responsabilità risarcitoria delle Autorità di vigilanza, ricordando fra l'altro che anche la Consob ha visto crescere il contenzioso che la vede convenuta. Egli ci ha posto in evidenza come tale responsabilità rappresenti un costo della vigilanza, sicché mi è sembrato favorevole o almeno possibilista a proposito del fatto che si escluda, o anche si limiti, la facoltà dei singoli investitori di chiedere il risarcimento dei danni causati da una carente vigilanza.

Vorrei solo precisare che, a mio giudizio, una limitazione della responsabilità della vigilanza dovrebbe essere riequilibrata da un severo braccio di distanza rispetto agli intermediari sottoposti a controllo. Il che mi sembra contraddetto da un certo comportamento amicale nei confronti degli intermediari con i quali si discutono le regole da implementare e anche i provvedimenti da prendere, senza che neanche vi sia la compensazione di altrettanta considerazione per l'ascolto dei consumatori.

La dott. Scopelliti, infine, ci ha illustrato un profilo diverso; la sua relazione, infatti, ha avuto a oggetto la struttura dei mercati quale si è venuta a determinare dopo la Mifid I, con la conseguenza positiva dell'implementazione della concorrenza, ma con il pericolo della frammentazione della liquidità e dell'informazione.

La relatrice ci ha svelato un quadro molto interessante; infatti, ci ha riferito che, recentemente, l'innovazione finanziaria si è strettamente combinata con

il progresso tecnologico, favorendo una modalità operativa basata sull'impiego di algoritmi che permettono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità prima inaudita (c.d. *high frequency trading* –HFT-). I detentori di tali tecnologie sofisticate possono rendere i mercati meno trasparenti e, soprattutto, acquisire un vantaggio competitivo manipolando i prezzi in ragione della loro maggiore velocità operativa.

Sulla base degli orientamenti dell'ESMA, il legislatore europeo (Mifid II e Mifir) prima, e l'Autorità di vigilanza poi sono intervenuti, all' "inseguimento" dell'evoluzione tecnologica, con l'obiettivo di evitare che gli operatori, che si servono di algoritmi, possano acquisire un vantaggio competitivo ostacolando flussi di informazione al mercato e verso l'autorità di vigilanza.

In una nuova rincorsa tra vigilati e vigilanti, mi sembra di avere imparato che alla sempre maggiore sofisticazione degli operatori, la Vigilanza risponde, non solo, con l'introduzione di nuovi obblighi a carico degli operatori (partecipanti al mercato e piattaforme di negoziazione), ma anche, con una propria maggiore sofisticazione tecnologica.

Vorrei, tuttavia, sommessamente fare presente, e con ciò chiudo il mio breve intervento, che ancora qualcosa sfugge e, talvolta, qualcosa di banale. Mi riferisco al fatto che gli operatori fisicamente più prossimi ai mercati informatizzati sono in grado di fare giungere i propri ordini con frazioni di secondo in anticipo rispetto ad altri e tanto basta ad acquisire un vantaggio competitivo anticipando o addirittura creando tendenze di mercato. Anche su tali aspetti si attende un incisivo intervento per un effettivo livellamento del piano di gioco tra tutti i competitori.

*Grazie per l'attenzione.*

# Nuove regole per favorire lo sviluppo dei mercati

Roma, 20 ottobre 2014







# Il progetto Elite

Massimo Tononi<sup>(\*)</sup>

*Grazie e buongiorno a tutti.*

Desidero innanzitutto ringraziare Consob per l'invito a partecipare a questo seminario in occasione dei 40 anni dalla sua istituzione.

In questi anni il nostro mercato finanziario si è dotato di un assetto normativo sofisticato a moderno, un assetto cui Consob ha contribuito in maniera determinante, attraverso l'emanazione di una regolamentazione secondaria all'avanguardia, e vigilando sull'applicazione della normativa con riconosciuta autorevolezza.

Però da sole le regole non bastano, così come non basta un'architettura di mercato efficiente. Sono condizioni necessarie, ma non sufficienti, per garantire l'affermarsi di un mercato capace di soddisfare pienamente le esigenze finanziarie delle imprese, ed al contempo di suscitare l'interesse di una vasta platea di investitori.

Questo è quanto mai vero in Italia: un assetto normativo robusto, intermediari sofisticati, piattaforme di negoziazione efficienti, eppure il nostro mercato finanziario rimane sottodimensionato. I numeri del resto sono noti:

- Le società domestiche quotate in Italia sono 291, a fronte di oltre 600 in Germania e numeri ampiamente superiori in Francia e Gran Bretagna.
- Il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e PIL, oggi nell'ordine del 30% in Italia, è largamente inferiore ai valori degli altri grandi Paesi europei.
- Inoltre la leva finanziaria delle imprese italiane, pari al 48% circa, segnala un'ulteriore debolezza strutturale del nostro sistema, soprattutto se si considera che nell'ambito delle fonti di finanziamento vi è in Italia una prevalenza molto marcata del debito bancario a breve termine, un elemento quest'ultimo di evidente fragilità nel contesto attuale.

Tutto ciò evidenzia la scarsa apertura al mercato da parte delle nostre imprese con la sottocapitalizzazione che inevitabilmente ne consegue. Purtroppo, questa carenza di capitale, inteso in particolare come equity, ovvero capitale di

(\*) Borsa Italiana Spa.

rischio, limita le prospettive di sviluppo delle imprese, soprattutto di quelle piccole e medie, ed in ultima analisi priva il Paese di una fondamentale spinta propulsiva per il progresso economico e sociale.

Questo perché in un mercato che va globalizzandosi, la capacità di gestire una complessità crescente diventa un fattore critico di successo, spesso non più alla portata delle imprese di minori dimensioni: diventa difficile sostenere i costi fissi legati all'espansione internazionale, gli investimenti necessari per affermare il marchio e dotarsi di una rete distributiva su scala mondiale, attrarre e formare manager competenti, investire in ricerca ed innovazione per competere in settori ad elevato contenuto tecnologico.

Per tutto questo occorrono capitali, in particolare capitali azionari, capitali a lungo termine. Sono proprio questi i capitali di cui le imprese italiane soffrono la carenza. Ma vorrei sottolineare come questa carenza non riguardi soltanto l'offerta di capitale, e quindi non investa solamente la sfera delle banche, degli investitori istituzionali e del Governo, ma riguardi anche la domanda. Infatti, se è vero che le imprese italiane, in particolare le PMI a matrice familiare, sono poco capitalizzate e pertanto spesso prive delle risorse necessarie per la crescita, è altrettanto vero che in molti casi sono gli stessi imprenditori a prediligere questo assetto, rinunciando al capitale necessario per lo sviluppo dell'azienda pur di non dover condividere la gestione con soggetti terzi, in particolare gli investitori istituzionali ed il mercato pubblico. Diciamoci la verità, spesso prevale la diffidenza verso investitori esterni, nonché un certo attaccamento a pratiche gestionali, contabili e fiscali incompatibili con l'apertura del capitale ad investitori sofisticati, ed ancor più con la quotazione in Borsa e le regole di corporate governance che ne costituiscono un presupposto fondamentale.

Proprio da questa consapevolezza nasce Elite, un progetto concepito da Borsa allo scopo di avvicinare il tessuto industriale della piccola e media azienda italiana ai mercati dei capitali. Elite costituisce una novità nel nostro modo di operare. Con Elite Borsa Italiana si è spinta oltre i tradizionali confini del proprio ruolo di gestore di mercati ed ha compiuto un ulteriore passo verso le aziende per accompagnarle in un percorso che consenta loro di acquisire gli strumenti necessari per accedere ai mercati dei capitali, ed in questo modo finanziare i propri progetti di crescita.

Non che Borsa Italiana abbia mai trascurato le PMI. Anzi, il livello di attenzione è sempre stato particolarmente elevato, nella consapevolezza di quanto importante sia questo segmento di imprese per la crescita del PIL, l'innovazione, l'occupazione. Del resto le statistiche ci suggeriscono che se per magia ciascuna piccola-media impresa italiana assumesse un nuovo dipendente, non vi sarebbero disoccupati in questo Paese.

Nel corso degli anni Borsa Italiana ha quindi lanciato diverse iniziative volte ad aumentare l'interesse degli investitori per questo segmento e quindi ad agevolare l'accesso al mercato dei capitali per le nostre imprese. Vorrei menzionare le più significative:

- Nel 2001 è stato creato all'interno del Mercato Telematico Azionario il segmento Star (dedicato alle aziende small e mid cap con alti requisiti).  
In tale segmento sono stati raccolti in IPO 4,5 Mld di Euro di cui 1,6 miliardi OPS e 2,8 miliardi di Euro in successivi aumenti di capitali.
- Nel 2003 è stato creato un nuovo mercato regolamentato dedicato alle small cap caratterizzato da requisiti e procedure di accesso semplificate, il Mercato Expandi, dove sono stati raccolti 2,5 miliardi: 1 in IPO (di cui 600 mln in OPS) e 1,5 in successivi aumenti di capitale.
- Nel 2008 Borsa Italiana ha costituito un MTF "*Multilateral Trading Facility*" dedicato alle piccole imprese, l'AIM Italia, in cui è confluita l'esperienza del Mercato Alternativo del Capitale. Ad oggi AIM Italia che ha visto 62 IPO in cui sono stati raccolti 500 milioni di Euro (di cui 470 raccolti in OPS).
- Sempre nel 2008 è stato istituito un *Advisory Board* (costituito da esponenti del mondo bancario, associazioni di categoria, esponenti del mondo degli investitori e degli emittenti) con l'obiettivo di razionalizzare e rendere ancor più funzionale l'offerta dei mercati dedicati alle piccole imprese.
- Ci piace infine ricordare in questa sede la partecipazione di Borsa italiana al progetto "Più Borsa" promosso da Consob, progetto che vi sarà illustrato nel prosieguo del seminario dalla dott.ssa Amatore di Consob.

Però, come dicevo poco fa, nonostante l'esito relativamente positivo di queste iniziative, nel 2012 abbiamo ritenuto opportuno compiere un passo ulteriore nei confronti delle piccole e medie aziende muovendoci secondo una direttrice diversa, che non riguardasse semplicemente la creazione di mercati o segmenti di mercato e le semplificazioni regolamentari.

Con questo cambio di prospettiva, e grazie alla collaborazione in particolare con il Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria e Università Bocconi, ha preso forma il progetto Elite.

Elite è una piattaforma di servizi integrati creati per supportare le piccole e medie imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita mettendo a loro disposizione competenze industriali, finanziarie e organizzative. L'obiettivo è quello di facilitare la transizione da PMI a società di media capitalizzazione: nell'ambito di tale percorso le aziende si avvalgono generalmente di una combinazione di fonti finanziarie come credito bancario, private equity e mercati dei capitali che può variare a seconda del proprio grado di sviluppo. Con Elite cerchiamo non solo di fornire alle imprese le conoscenze per scegliere lo strumento più adatto ai loro piani e alla loro situazione contingente, ma soprattutto di aiutarle ad acquisire gli assetti organizzativi, manageriali, vorrei dire culturali, che le consentano di divenire controparti credibili ed attraenti per banche, fondi, investitori istituzionali.

In questo senso vorrei chiarire che Elite ha un approccio per così dire laico nei confronti delle diverse forme di raccolta del capitale. Sebbene Borsa italiana sia una società di gestione dei mercati e quindi abbia un naturale interesse affinché si

arricchisca la platea delle aziende quotate, il programma Elite ambisce a dotare le imprese degli strumenti per confrontarsi con il mercato dei capitali in senso lato, che si tratti della quotazione in Borsa, dell'apertura del capitale ai fondi di Private Equity o dell'emissione di prestiti obbligazionari.

Questo approccio neutrale ha favorito l'instaurarsi di un proficuo rapporto di collaborazione con le principali istituzioni economiche Italiane, tra cui oltre al già citato Ministero dell'Economia e delle finanze, ABI, Confindustria, Fondo Italiano d'Investimento, Sace, Simest e Università Bocconi.

Oltre a queste istituzioni siamo riusciti a catalizzare l'attenzione e le risorse di un network di 90 consulenti disponibili ad effettuare attività di *coaching* delle aziende, oltre ad assicurarci la partecipazione alla piattaforma di Elite di ca. 50 investitori tra Private Equity ed Investitori di debito.

Per quanto riguarda la struttura del programma, esso è stato suddiviso in tre fasi:

- Innanzitutto una fase di preparazione (Get Ready) in cui in 8 giornate formative coordinate da Borsa Italiana e Università Bocconi si forniscono alle aziende strumenti operativi su quattro aree tematiche principali:
  - Strategie di crescita e internazionalizzazione
  - Modelli organizzativi e di governance
  - Sistemi manageriali evoluti (Pianificazione strategica, sistemi di controllo di gestione e cultura aziendale)
  - Il reperimento delle risorse finanziarie e la corporate communication
- Una fase di allenamento (Get Fit) in cui vengono applicati concretamente i suggerimenti e le linee guida acquisite durante la fase Get Ready. Tramite una sessione di autodiagnosi l'azienda, affiancata da un team di professionisti selezionato in base alle specifiche esigenze dell'impresa, potrà individuare le aree di miglioramento sulle quali focalizzarsi per conseguire al termine del percorso il Certificato Elite, un certificato che costituisce un distintivo di eccellenza.

Inoltre a tutte le società Elite viene richiesto di sottoporre a revisione il bilancio, di predisporre la relazione semestrale, di preparare un business plan triennale, nonché di rispettare almeno alcune regole basilari in termini di governance.

- La terza fase è quella che viene chiamata Get Value: se fin dal primo giorno di ingresso le società vengono supportate sul fronte del marketing e della comunicazione, dopo aver ottenuto il certificato Elite viene dato loro accesso ad una selezionata community internazionale composta da fondi di Private Equity, investitori istituzionali, banche, imprenditori e management di gruppi quotati, consulenti aziendali.
- Aggiungo infine che per le società che ottengono la certificazione Elite e che intendono quotarsi sul mercato azionario è prevista una procedura accelerata,

un *fast track* che tiene conto dell'importante lavoro preparatorio compiuto grazie ad Elite.

Ad oggi fanno parte di Elite 150 società italiane con caratteristiche di eccellenza. Questo perché esse sono state selezionate sulla base di criteri sia quantitativi che qualitativi, quali in particolare:

- Un track record di risultati positivi (crescita, fatturato, marginalità...)
- Un posizionamento competitivo solido
- Un progetto di crescita convincente
- Un management autorevole
- Una forte motivazione al cambiamento culturale, organizzativo e manageriale.

Tali caratteristiche trovano riscontro nei dati economici e finanziari: il fatturato medio delle società Elite è pari a 105 milioni (ma la mediana è pari a 50 milioni di Euro) con un tasso di crescita alla data di ammissione pari al 15%. Si tratta di aziende con una eccellente marginalità (l'Ebitda margin medio è il 15%) e con un rapporto di PFN/Ebitda pari al 2x. Un'ulteriore importante caratteristica che contraddistingue queste società è la propensione all'export, visto che il 50% del fatturato delle società Elite è realizzato all'estero.

Per quanto riguarda i settori industriali rappresentati,

- Il 23% della società appartiene al settore dell'industria meccanica
- Il 12% appartiene al settore dei consumer products e della moda
- l'11% appartiene al settore del software e dei servizi informatici

sono altresì rappresentati con percentuali inferiori i settori della chimica, il settore alimentare e il settore dell'elettronica.

Dal punto di vista geografico le aziende provengono principalmente da Lombardia Veneto, Toscana ed Emilia Romagna, ma il 30% ha sede nel centro-sud, con in particolare una nutrita rappresentanza di aziende campane.

Le imprese Elite mostrano grande dinamismo: nei due anni dalla nascita dall'universo Elite è scaturito un IPO, 10 operazioni con Private Equity, 30 operazioni di M&A, 7 minibond, investimenti da parte di SACE per complessivi 30 milioni in 18 società, e da parte di Simest per 20 milioni in 9 società. Al momento risultano inoltre allo studio 15 operazioni di quotazione.

Mi piace inoltre poter ricordare che alle 150 società italiane si è aggiunto lo scorso maggio un gruppo di 20 società inglesi, nell'ambito di un progetto gestito da LSEG, un progetto che intende ripercorrere quanto realizzato con Elite da Borsa italiana. Del resto la nostra intenzione è quella di esportare Elite in altri Paesi europei, nella consapevolezza che anche altrove vi è la medesima esigenza di avvicinare le PMI ai mercati dei capitali. Non ci ha dunque stupito che l'Unione Europea abbia

ritenuto di acquisire informazioni su Elite per valutarne l'applicazione nell'ambito delle proprie iniziative di sostegno alle piccole e medie imprese.

In conclusione, siamo convinti che Elite sia destinato ad assumere ancor più importanza in futuro. Del resto questo progetto ha fin qui conseguito un successo superiore alle nostre stesse aspettative. Per questo siamo naturalmente molto grati ai partner che collaborano con noi, ma soprattutto vorrei esprimere la nostra riconoscenza alle imprese che hanno deciso di aderire al progetto.

Vi sono molte ragioni per cui tante, troppe società italiane rimangono piccole, non crescono, ma come dicevo in precedenza una tra queste ragioni, e certo non la meno rilevante, è che tante, troppe imprese italiane in fondo temono la crescita, con i suoi presupposti e le sue conseguenze: per molti l'opacità è meglio della trasparenza, un assetto organizzativo artigianale più rassicurante e meno impegnativo rispetto a modelli di corporate governance e di organizzazione manageriale strutturati e sofisticati.

Le società Elite sono in questo senso diverse, e questa diversità a mio avviso è un bene per loro stesse, ma anche per il nostro Paese. Mi piace pensare alle imprese Elite come un piccolo esercito di precursori, di pionieri, un esercito però ogni giorno più numeroso e più forte.

# Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione

Matteo Rescigno<sup>(\*)</sup>

**1.** Sono trascorsi dieci anni dall'entrata in vigore della riforma del diritto societario che ha profondamente innovato le regole sulle categorie di azioni e ha introdotto l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi.

Le linee ispiratrici originarie della riforma al riguardo possono così sintetizzarsi.

Nelle società per azioni si è scelto di offrire una decisa apertura all'autonomia negoziale che si coglieva, principalmente, nell'abbandono del principio di tipicità, nella riduzione dei vincoli legali esterni al contenuto dei diritti particolari, nell'apertura a strumenti di raccolta di capitale di rischio alternativi alle azioni, dotati di diritti patrimoniali o amministrativi. Per contro, nella consapevolezza che queste scelte, a livello sistematico, comportavano la necessità di adattare le regole tradizionali sui limiti quantitativi all'indebitamento obbligazionario di fronte all'emissione di strumenti finanziari o categorie di azioni che potevano sostanzialmente avvicinarsi alla struttura delle obbligazioni, si prevedeva l'applicazione delle regole sulle obbligazioni agli strumenti finanziari comunque denominati che condizionassero i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.

Pur nella davvero multiforme tipologia delle ricostruzioni dottrinali in ordine all'identificazione delle fattispecie e delle discipline del composito mondo degli strumenti finanziari che la società per azioni può emettere per la raccolta del capitale di rischio e di credito, comune è stata la notazione del tramonto della antica dicotomia azioni-obbligazioni, sostituita da un "continuum" di strumenti finanziari emettibili dalla società che partecipano delle caratteristiche di entrambi e al cui interno lo spazio riservato all'autonomia negoziale dagli incerti confini normativi, poneva a dura prova l'interprete, là dove la qualificazione comportava problemi di applicazione di regole cogenti (il pensiero va ovviamente al tema dei limiti di emissione) e non (il pensiero va alla ricostruzione della disciplina residuale in caso di regola negoziale incompleta). L'apertura all'autonomia negoziale nel settore degli

(\*) Università degli Studi di Milano.

strumenti di raccolta del capitale di rischio e di credito rappresentava, peraltro, una precisa scelta di politica legislativa per favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese, specie medio-grandi, pensata per facilitare il successivo accesso alla quotazione e per attrarre, comunque, investimenti al di fuori nell'intermediazione creditizia.

2. Di segno parzialmente diverso, sui medesimi temi, era invece l'intervento normativo per la società limitata.

Veniva infatti mantenuta la limitazione assoluta di offrire sul mercato le quote di partecipazione come oggetto offerta al pubblico di prodotti finanziari: dunque l'apporto a titolo di capitale di rischio poteva incontrare il mercato solo indirettamente attraverso operazioni *ad hoc* tramite intervento di *private equity*. Si prevedeva poi una limitata apertura alla raccolta sul mercato di capitale di credito tramite l'emissione di titoli di debito, disciplinati da regole ispirate all'autonomia negoziale per quanto riguarda le caratteristiche dei titoli e, coerentemente, con le norme in merito alla sottoscrizione delle quote, alla tutela degli investitori non professionali prevedendo l'assunzione del rischio della solvenza della società in capo agli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale (unici soggetti che possono sottoscrivere questi titoli) quando intendessero trasferire al mercato i titoli loro destinati.

3. I dieci anni trascorsi non sono passati senza conseguenze, sia per quel che riguarda lo scenario economico-finanziario caratterizzato dalla crisi che dal 2008 ancora oggi morde le imprese, in particolare in Italia, sia per quel che riguarda il quadro giuridico, dove il legislatore ha spesso cercato di "inseguire" le esigenze delle imprese. E' sufficiente qui rammentare che la crisi finanziaria ha avuto come primo e più severo effetto la difficoltà di accesso delle imprese al credito bancario. Di qui la necessità di superare la conseguente traduzione della crisi finanziaria in crisi del sistema imprenditoriale in Italia; sistema, che essendo per buona parte composto di piccole e medie imprese, ha visto innalzarsi la richiesta di investimento in loro favore, aprendole necessariamente al mercato. Il ruolo del *private equity* e del *venture capital* ha visto dunque accrescere la platea dei suoi obiettivi fino a giungere a realtà di dimensioni medio-piccole e/o iniziali. Nuove terminologie – *business angels* – hanno designato nel settore dell'investimento in capitale di rischio i soggetti che rivolgono le loro scelte di investimento a imprese minime che solitamente si reggevano sui finanziamenti soci e sul credito bancario. Oggetto degli investimenti del mercato dunque è diventata, in modo sempre maggiore, anche la società a responsabilità limitata.

4. L'evoluzione del mercato dell'investimento e del finanziamento delle imprese non è rimasto senza conseguenze sul piano normativo. Per quel che riguarda le società per azioni l'intervento del legislatore sui temi delle categorie di azioni e degli strumenti partecipativi è stato caratterizzato da una – asistemica, ma coerente – evoluzione



della riforma societaria nella direzione di una ulteriore rimozione dei limiti legali all'autonomia negoziale della creazione dell'offerta di strumenti finanziari, sia per il capitale di rischio, sia per il capitale di credito e ad una ancor maggiore diluizione dei confini fra strumenti finanziari per la raccolta di capitale di rischio e di capitale di credito. Per quel che riguarda le società a responsabilità limitata, l'intervento del legislatore si è tradotto, con rottura episodica ma sistematicamente più rilevante, nell'apertura al mercato dell'investimento nel capitale di rischio.

Queste scelte sono state giustificate, in modo più o meno esplicito, con l'esigenza di consentire alle imprese la possibilità di attrarre investimenti proponendo strumenti finanziari che rispondessero alle specifiche esigenze sia dell'investitore, sia dell'imprenditore che apre la sua società agli investitori.

Gli esempi principali di questa evoluzione normativa sono, senza seguire un ordine sistematico o cronologico:

- a) la recente attenuazione di uno dei limiti classici alla differenziazione dei diritti derivanti dalla partecipazione azionaria; sono infatti state introdotte le azioni a voto plurimo e con maggiorazione di voto, a seconda che la società per azioni sia chiusa o aperta. Lo scopo di tale introduzione è stato espressamente indicato nel superamento dei possibili ostacoli alla crescita delle imprese tramite l'apertura all'investimento assicurando all'imprenditore di non perdere il controllo della società, pur consentendo alla partecipazione di investitori esterni. La personalizzazione dell'"investimento" legata a questo intervento si coglie con particolare significatività dalla connessione, nelle società quotate, fra riconoscimento del voto maggiorato e "fedeltà" alla società;
- b) l'apertura al mercato dell'investimento in capitale di rischio nelle società a responsabilità limitata. Per il momento tale scelta è stata limitata alle società c.d. società *start-up*: tuttavia l'evoluzione è stata assai marcata. Infatti, per un verso, la normativa ha consentito, senza equivoci, alla società a responsabilità limitata *start-up* di emettere categorie di quote e di strumenti finanziari partecipativi, così superando ogni differenza con le società per azioni; per altro verso, e ancora più significativamente, ha permesso che la società a responsabilità limitata possa offrire al pubblico risparmio investimento in tali strumenti finanziari attraverso i c.d. portali. Anche in questo caso la scelta è dettata dall'esigenza di favorire, rimuovendo i limiti di sistema, l'accesso delle imprese in fase di avvio di attività e che abbiano un "valore" innovativo al mercato del capitale (in particolare di rischio). Sul piano sistematico, tuttavia, è evidente che l'apertura all'autonomia negoziale in tema di tipologie di quote e di strumenti finanziari è suscettibile di influire sulla disciplina generale della s.r.l.; la possibilità di offrire al pubblico le quote, viceversa, pretende – attesa la centralità dell'opposta regola nel sistema della s.r.l. – una lettura ancora restrittiva. E tuttavia anche aperture di questo tipo, non di rado, svolgono il ruolo di "apripista" per più ampie applicazioni;
- c) il progressivo allargamento, oggettivo e soggettivo, della possibilità di ricorrere al mercato per l'emissione di strumenti finanziari volti alla raccolta di capitale di

credito. È sufficiente qui far riferimento – accanto alle norme sui benefici fiscali (v. la circolare n4/E del 2005 dell'Agenzia delle Entrate, per comprendere la portata dell'intervento) – al progressivo allentamento dei limiti quantitativi di emissione delle obbligazioni anche per i titoli (quotati, anche su sistemi multilaterali di negoziazione) di società non quotate e alle obbligazioni convertibili e alla creazione di forme di obbligazioni con caratteristiche volte a sottolineare la funzione di mezzo di finanziamento segnato da un più marcato coinvolgimento dell'investimento in capitale di credito nell'esito dell'attività di impresa (obbligazioni subordinate o partecipative, i mini-bond per la cui emissione è stato previsto l'accesso a un fondo di garanzia e di cui recentemente è stato sottolineato il successo pratico: al 26 agosto 2014 risulterebbero emessi mini-bond per circa un miliardo di Euro da parte di 26 piccole medie imprese);

- d) la nuova disciplina delle cambiali finanziarie, caratterizzata dall'ampliamento della possibilità della loro emissione (con esclusione solo delle persone fisiche e delle microimprese), al pari della nuova disciplina della cartolarizzazione dei crediti ispirata alla maggiore appetibilità, anche fiscale, per gli investitori;
- e) la regolamentazione dei fondi comuni di investimento alternativi (FIA) – la cui attuazione a livello di normativa secondaria è ancora in corso – che segna un salto qualitativo rilevante in merito alla possibilità di aprire all'investimento *retail* quote di partecipazione in società non quotate.

5. L'evoluzione giuridica è affiancata (o meglio, è stata preceduta) da quella dei mercati. Senza alcuna pretesa di completezza è sufficiente segnalare:

- a) la progressiva creazione di mercati destinati a strumenti finanziari, di rischio e di credito, emessi da società di dimensioni minori, alcuni appartenenti al novero dei mercati regolamentati, altri più propriamente qualificabili quali sistemi multilaterali di negoziazione. L'evoluzione dei mercati, cioè, va nel senso di creare in misura sempre maggiore luoghi nei quali l'investimento, non solo istituzionale, può indirizzarsi a strumenti finanziari emessi da medie imprese a condizioni di ammissione meno stringenti;
- b) l'affermazione, in misura sempre più ampia, del ruolo del *venture capital*, la cui evoluzione rivolge il suo interesse e così il suo raggio di azione verso realtà imprenditoriali di dimensioni minori, ritenute potenzialmente profittevoli e suscettibili di sviluppo, ma – oggettivamente – maggiormente rischiose;
- c) sia pur con qualche timidezza lo sfruttamento delle opportunità che offre l'apertura normativa all'autonomia negoziale nell'emissione di strumenti finanziari. Per esempio, l'uso degli strumenti partecipativi nella ristrutturazione delle posizioni debitorie offre un'alternativa alla semplice rinuncia ai crediti, specie a opera dei principali creditori, in coerenza con possibili piani di ristrutturazione e recupero; più fisiologicamente gli strumenti finanziari partecipativi o le categorie di titoli o di quote consentono, sia a livello di incentivo al *venture capital*, sia anche in una prospettiva più ampia, di

"personalizzare" l'investimento, esigenza particolarmente avvertita quanto – come l'esperienza insegna – ragioni e natura dell'investimento si rivolgono a realtà economiche di dimensioni ridotte e che espongono l'investitore a un maggior rischio.

6. L'evoluzione, sopra tratteggiata, dei mercati e della disciplina delle categorie di azioni e degli strumenti partecipativi, rinnova e suscita, per il giurista, interrogativi e problemi. Se ne dà di seguito un rapido cenno:

- a) certamente si rafforza, nella scelta del legislatore, l'opzione per la rimozione dei limiti all'autonomia negoziale nella creazione di strumenti finanziari che le società di capitali possono emettere sia per la raccolta del capitale di rischio, sia per la raccolta di capitale di credito. Si rafforza, coerentemente, la regola per cui le limitazioni all'autonomia negoziale vanno considerate dall'interprete quali norme eccezionali da leggere restrittivamente. Questo processo evolutivo della disciplina è destinato a rendere ancor più spinoso, almeno in astratto, il tema di identificazione della fattispecie ai fini applicativi della disciplina, in particolare per quel che riguarda l'art. 2413, co.3, c.c.. Nello stesso tempo l'erosione costante dei limiti di emissione dei titoli obbligazionari è destinata ad attenuare il rilievo concreto della distinzione, proprio mentre le recenti norme in tema di mini-bond accentuano (e anzi valorizzano) l'emissione di obbligazioni (e titoli di debito) che rendano il finanziamento caratterizzato da una disciplina del rimborso che privilegia l'aspetto partecipativo al rischio di impresa in luogo della mera *causa credendi*;
- b) la progressiva riduzione della differenza tipologica fra s.r.l. e s.p.a. con riferimento al ricorso al mercato per la raccolta di capitale di rischio (oltre che di credito) è suscettibile di suggerire un ripensamento dell'approccio alla disciplina delle società di capitali quale delineata dalla riforma societaria. Nel momento in cui, direttamente (portali per le società *start-up*) o indirettamente (tramite FIA), il mercato raccoglie il risparmio *retail* per l'investimento in capitale di rischio di società a responsabilità limitata, forte è la tentazione di prendere atto che la differenza tipologica fra s.r.l. e s.p.a., basata anche sul divieto di offerta al pubblico per tale investimento, è destinata a essere superata da quella intercorrente fra società di capitali in cui tale investimento (tanto più nelle forme sempre più differenziate che la riforma e le sue evoluzioni consentono) raggiunge il mercato diffuso, ovvero non lo raggiunge. Forte è cioè la tentazione di rilevare che con la conquista di territori sempre maggiori da parte del mercato dell'investimento in società non quotate o quotate su mercati non regolamentati, il diritto societario sia destinato a prendere atto di questa realtà e adattarsi. In questo senso, tanto per fare un esempio, può dubitarsi che, con riguardo all'investimento *retail* in s.r.l. *start-up*, il richiamo, pur lodevole, all'educazione del risparmiatore operato dalla Consob con riguardo alla possibilità di utilizzare i pregnanti strumenti di diretto controllo sulla gestione previsti a favore delle s.r.l., possa rivelarsi davvero efficiente per la tutela del risparmio, proprio perché la disciplina della s.r.l. non nasce, programmati-

camente, per soci meri investitori. L'evoluzione dei mercati sembra suggerire un approccio alla tutela dell'investimento del risparmio *retail* basato sulla valorizzazione dei doveri degli attori istituzionali sul mercato. Se già nell'ambito dei mercati regolamentati l'esatta valutazione del rischio dell'investimento rappresenta il nodo centrale della disciplina della tutela degli investitori, il tema diventa ancor più delicato quando l'investimento si rivolge a emittenti non quotate o di ridotta dimensione. Non a caso, per gli strumenti finanziari come i titoli di debito della s.r.l., la tutela dell'investitore *retail* viene cercata nella riduzione del rischio con la responsabilità solidale dell'investitore professionale che li pone in circolazione, secondo un modello rigido che trova anche altre applicazioni (art. 2412, co.2, c.c., o la riserva assoluta di sottoscrizione delle cambiali finanziarie per i soli investitori professionali). E tuttavia per gli strumenti finanziari emessi a fronte di capitale di rischio questa linea non è percorribile, né percorsa e, anzi, tende a essere erosa anche per i titoli di debito se si pensa all'allargamento del rilievo della nozione di mercato ai fini del superamento dei limiti di emissione delle obbligazioni di s.p.a.;

- c) l'esigenza di contemperare la necessità delle società anche non quotate ad accedere a finanziamenti e investimenti a titolo di capitale di rischio con la tutela del risparmio diffuso sembra dunque delinarsi con chiarezza quale uno dei compiti a cui il legislatore, non solo italiano ma anche comunitario, sarà chiamato ad assolvere. Le linee di intervento del legislatore e della disciplina regolamentare sembrano ispirarsi a logiche non sempre chiare. Per accennare, nei limiti di queste prime notazioni, a qualche esempio, la disciplina del c.d. *crowdfunding* a carattere non "benefico" o liberale che caratterizza i portali dedicati alle società start-up sembra creare una soglia quantitativa di investimento (individuale e collettiva, quest'ultima corrispondente alla soglia di esenzione dalla disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio) al di sotto della quale vige una sorta di "autotutela" del risparmiatore, di dubbia efficacia. Solo oltre questa soglia torna ad applicarsi la tutela affidata all'intermediario e alla valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza dell'operazione. Ancora, la valutazione di un investimento nel debito o nel capitale di società di dimensioni ridotte o non sottoposte alle regole sulle società quotate, ovvero quotate su segmenti di mercato dai requisiti meno stringenti, o ancora su sistemi di negoziazione multilaterali, si presenta caratterizzata non solo da un generico aggravamento del rischio, ma anche da caratteristiche di complessità di analisi e di minor liquidabilità che potrebbero consigliare una regolamentazione maggiormente tagliata su tali specificità. Analoghe riflessioni suscita la regolamentazione dell'offerta sul mercato *retail* di quote di FIA che si propongano l'investimento del patrimonio in società non quotate;
- d) collegato con quanto appena detto è l'interrogativo sul ruolo dei gestori di FIA. Infatti mentre molto spesso i gestori di fondi che investono in strumenti finanziari di società quotate – e dunque caratterizzati da un mercato liquido – "tutelano" gli investitori principalmente uscendo dall'investimento, più che esercitando i diritti di partecipazione, l'*exit* risulta certamente meno efficiente rispetto all'investimento effettuato a titolo di *venture capital* dove l'attivismo

endosocietario (o contrattuale in vista dell'investimento) del gestore è decisivo proprio per realizzare il fine dell'investimento, sia con riferimento al singolo strumento finanziario, sia soprattutto, per attenuare il maggior profilo di rischio complessivo dell'investimento. L'investimento in società non quotate – e il collocamento al mercato *retail* delle quote dei fondi che perseguono queste scelte – è molto più sofisticato rispetto a quello effettuato sui mercati di borsa: impone una particolare attenzione nella regolamentazione dei rapporti fra soci, all'attribuzione di diritti legati alla quota a tutela dell'investimento, all'esercizio di un (e al preventivo riconoscimento di poteri di) controllo sulla gestione (se non si giunge a effettuare, come pure è prospettabile, un investimento nella partecipazione di controllo della società). Il dovere del gestore di esercitare nell'interesse degli investitori i diritti amministrativi inerenti gli strumenti finanziari in cui il fondo investe il patrimonio raccolto assume un ruolo, nella regolamentazione volta alla tutela del risparmio, molto più pregnante e richiede un adeguato monitoraggio;

- e) la "personalizzazione" della partecipazione al capitale di rischio che riflette proprio le esigenze tipiche dell'investimento finanziario in piccole e medie imprese (e così, in ipotesi, anche in società a responsabilità limitata) suggerisce all'interprete una lettura delle regole sull'attribuzione di diritti "particolari" ai soci, vuoi sotto forma di categorie di azioni, vuoi sotto forma, appunto di posizioni negoziali *ad personam*, coerente con la funzione dell'investimento. Tali diritti, infatti, conferiscono "valore" all'investimento misurabile sotto il profilo finanziario: ne viene, specie in presenza di investimenti che ricorrano al risparmio diffuso, la necessità di preservare tale valore. Così appare plausibile una lettura delle norme in materia che assicuri circolabilità (e dunque realizzabilità) a tali diritti e la rimozione di ostacoli al contenuto di tale personalizzazione proprio quando essa contribuisca a rendere l'investimento coerente con le finalità perseguite.

Insomma: l'evoluzione dei mercati pone il regolatore societario e dei mercati finanziari di fronte a un questionario molto più ampio e sofisticato di quello – pure complesso – che ha accompagnato la Consob nei suoi primi quarant'anni: un compito regolatorio che si caratterizza per una ancora più marcata interazione fra diritto societario e diritto dei mercati finanziari e che, come si diceva, è suscettibile di porre in crisi antichi postulati dell'uno e dell'altro.



# Nuovi strumenti per il finanziamento delle PMI italiane: *minibond* e garanzie statali

Carlo D. Mottura<sup>(\*)</sup>

## 1 Il contesto di riferimento

### 1.1 Il debito delle PMI italiane

Le imprese italiane hanno, storicamente, un indebitamento elevato e prevalentemente di fonte bancaria. In questo senso si parla spesso di un sistema di finanziamento dell'economia di tipo 'banco centrico'. Alla fine del 2013, le aziende italiane presentavano complessivamente un debito finanziario di quasi 1.300 miliardi di euro (di cui il 64% originato da banche, rispetto a un livello del 46% nell'area euro), un patrimonio netto di 1.600 miliardi e un rapporto di leva del 44% (rispetto al 39% dell'area euro). Come autorevolmente osservato, "l'indebitamento elevato e la dipendenza dal credito bancario sono segnali di vulnerabilità finanziaria per le imprese italiane"<sup>1</sup>. Quanto alle dimensioni delle imprese italiane, in termini di fatturato, dal campione Mediobanca per l'anno 2012, risulta che il 69% delle aziende aveva ricavi inferiori a 80 milioni di euro, il 18% presentava valori compresi tra 80 e 250 milioni, il 6% tra 250 e 500 milioni e il 7% oltre 500 milioni di euro<sup>2</sup>.

A livello europeo, è stato osservato che "le imprese dipendono dal credito bancario molto più di quanto ciò non avvenga negli Stati Uniti" e che la "dipendenza dal credito bancario è ancora più spiccata per le PMI, caratterizzate da maggiore opacità informativa. A differenza delle grandi imprese, le PMI hanno potuto compensare in misura molto limitata la minore disponibilità di credito bancario con l'emissione diretta di obbligazioni e azioni sui mercati finanziari"<sup>3</sup>. Basti pensare che il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari è dell'11% in Italia rispetto al 24% della Francia, al 28% del Regno Unito e al 52% negli USA. In aggiunta, le "indagini congiunturali condotte presso le imprese e quelle presso le banche mostrano che la

(\*) Università degli Studi Roma Tre.

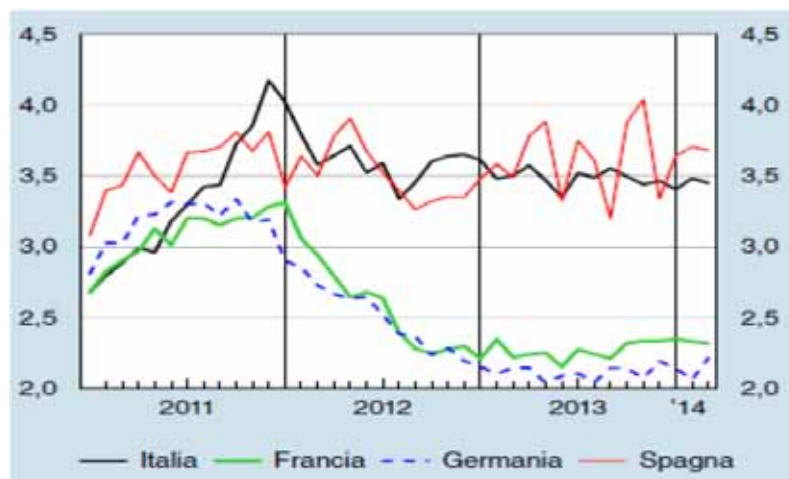
1 Vedi Banca d'Italia, *Considerazioni finali*, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma, 30 maggio 2014 (p. 17).

2 Vedi R&S Mediobanca, *Le principali società italiane e le medie imprese italiane*, dati di bilancio 2012.

3 Vedi GRANDE G., GUAZZAROTTI G., *Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), Banca d'Italia, n. 238, Settembre 2014.

contrazione del credito alle imprese registrata negli ultimi anni è il risultato, oltre che del calo della domanda di finanziamenti, della restrizione delle politiche di offerta da parte degli intermediari [...]. Un fattore importante alla base della riduzione dell'offerta di credito è dato dall'elevata percezione di rischio di credito delle imprese connessa con le incerte prospettive dell'economia, ma vi hanno contribuito anche le difficoltà proprie delle banche"<sup>4</sup>. In termini di confronto con i principali paesi europei, recenti dati sulla riduzione dell'offerta di credito bancario attestano un quota di imprese razionate (rapporto tra imprese che hanno ottenuto solo una parte del credito richiesto e totale delle imprese richiedenti il credito) compresa tra il 25% e il 30% in Italia contro il 5% circa della Germania; in termini di tasso annuo di interesse sui nuovi prestiti concessi alle imprese, risulta che nel primo trimestre 2014 il differenziale di tasso applicato dalle banche italiane rispetto ai tassi applicati in Germania e in Francia è positivo per circa l'1,2% (figura 1).

**Figura 1 – Tassi di interesse su nuovi prestiti bancari nei principali paesi europei**  
(dati in %)



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 30 maggio 2014.

Nella riunione informale Ecofin del 13 settembre 2014 è stato ribadito che "EU economies have traditionally been heavily dependent on bank intermediation for financing investment" e che "in light of deleveraging efforts by banks after the crisis ... bank lending to non-financial corporates has continued to fall in the past six years". In risposta a questa evidenza l'Ecofin ha individuato tre principali tipi di interventi per il finanziamento dell'economia: "(i) Revitalising the market for simple, transparent and robust securitisations ...; (ii) Deepening market-based financing channels – especially for SMEs (e.g. via increased use of equity financing, project bonds, mini-bonds) ...; (iii) Promoting the diversification of the EU financial system through the establishment of a 'Capital Markets Union' – access to capital markets and non-bank financial intermediaries needs to be enhanced in the EU in particular

4 Vedi GRANDE G., GUAZZAROTTI G., *Il finanziamento...* (pag. 10).



for SMEs. Inter alia, this will require improving investors' access to business, credit and financial information on EU SMEs, for instance through greater harmonization of such data along with the creation of a dedicated European platform”<sup>5</sup>.

Si (ri)propone dunque, per fronteggiare le difficoltà di credito emerse con la crisi finanziaria iniziata nel 2007-2008, il tema di una 'nuova' finanza d'impresa, della creazione di un 'sistema' alternativo a quello del credito bancario, con la creazione di un mercato unico europeo per il finanziamento delle imprese non quotate attraverso la creazione di nuovi strumenti e di nuovi intermediari specializzati (credit funds, debt funds).

Lo strumento dei mini bond si inquadra in questa problematica.

## 1.2 Il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI italiane

Il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI (Fondo) rappresenta il principale strumento nazionale a sostegno dell'accesso al credito delle piccole e medie imprese italiane<sup>6</sup>. I soggetti beneficiari finali della garanzia pubblica sono, in particolare, le piccole e medie imprese come definite dalla normativa europea<sup>7</sup>, comprese le imprese artigiane, presenti sul territorio nazionale, economicamente sane e appartenenti a qualsiasi settore, ad esclusione dei settori ritenuti sensibili dall'Unione Europea<sup>8</sup>.

La gestione del Fondo è affidata a due organi, il Comitato di Gestione e il Gestore: il primo ha competenze di carattere generale (sulle condizioni di ammissibilità dello strumento, sull'approvazione della situazione contabile, sulla rendicontazione delle disponibilità, sulle eventuali segnalazioni al Ministero dello sviluppo economico di necessità di integrazione delle risorse del Fondo)<sup>9</sup>; il Gestore, con competenze sulla gestione operativa, è attualmente costituito da un raggruppamento temporaneo di imprese formato da cinque istituti bancari<sup>10</sup>. Il Fondo, di norma, non interviene direttamente nel rapporto banca/impresa, quindi le condizioni finanziarie e contrattuali dei finanziamenti oggetto di garanzia (tasso di

5 Vedi *Promoting investment On-going initiatives and the role of Ecofin*, Informal Ecofin – Breakfast meeting, Milan, 13 September 2014 (in particolare il paragrafo *Finance for growth*), Italian Presidency of the Council of the European Union; vedi anche Rossi S., *Una finanza per lo sviluppo*, Conferenza del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 12 Settembre 2014.

6 Il Fondo è stato istituito dall'articolo 2, comma 100, lettera a), della legge n. 622/96.

7 Vedi i criteri indicati dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003 e nell'allegato 1 al Regolamento GBER.

8 Sono, inoltre, soggetti beneficiari finali i consorzi e le società consortili, costituiti tra piccole e medie imprese di cui gli articoli 17, 18, 19 e 23 della legge 5.01.91 n. 317, e le società consortili miste di cui all'articolo 27 della medesima legge.

9 Il Comitato di gestione è formato da 21 componenti, nominati con Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico, in rappresentanza degli interessi delle Amministrazioni Centrali (Ministero dello Sviluppo Economico, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ministero delle Politiche Agricole e Forestali, Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, Presidenza del Consiglio dei Ministri), locali, di ABI e delle Categorie (Confindustria, Confapi, Confcommercio, Confartigianato, CNA, Casartigiani, Confartigianato/UNATRAS, Confesercenti e Confcooperative).

10 Gli istituti bancari sono: MedioCredito Centrale S.p.A., in qualità di soggetto mandatario capofila; Artigiancassa S.p.A., MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., Mediocredito Italiano S.p.A. e Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A., in qualità di mandanti.

interesse, tipo di rimborso, garanzie aggiuntive) risultano dalla libera contrattazione tra banche e imprese. Peraltro, dal 14 febbraio 2013, con l'approvazione da parte del Comitato di gestione del Piano della trasparenza, il Fondo ha definito una serie di misure a carico del gestore e dei soggetti finanziatori al fine di migliorare il rapporto tra le parti coinvolte, aumentare i benefici della garanzia a favore delle imprese, determinare condizioni più favorevoli in termini di pricing e/o di maggior volume di credito concesso<sup>11</sup>.

L'intervento del Fondo può abbattere il rischio sull'importo garantito fino a 2,5 milioni di euro per singola impresa e per alcune tipologie di operazioni, prevedendo una copertura fino all'80% in funzione del tipo di operazione. L'impresa, per essere garantita, deve essere valutata economicamente e finanziariamente sana. Il meccanismo di funzionamento del Fondo genera un effetto leva, in grado di agire da moltiplicatore delle risorse pubbliche. Secondo i dati del Ministero per lo sviluppo economico, per ogni euro di intervento a titolo di garanzia si attivano circa 16 euro di finanziamenti per le PMI<sup>12</sup>. Il giudizio sull'impresa è basato su modelli di valutazione che utilizzano dati di bilancio o dati desunti dalle dichiarazioni fiscali degli ultimi due esercizi<sup>13</sup>. Il Fondo può operare con tre modalità di intervento: garanzia diretta, se il Fondo concede la garanzia direttamente al soggetto finanziatore (banca o intermediario finanziario vigilato)<sup>14</sup>; controgaranzia, se la garanzia è prestata dal Fondo su operazioni già garantite da altri fondi di garanzia (ad esempio, da confidi); cogaranzia, se la garanzia del Fondo è concessa direttamente ai soggetti finanziatori e congiuntamente ad altri fondi di garanzia.

11 Il Piano prevede obblighi informativi verso le imprese a carico sia dei soggetti che richiedono la garanzia sia del Gestore del Fondo, tra i quali l'obbligo per i soggetti richiedenti di comunicare al Gestore le condizioni economiche applicate all'impresa e di dichiarare il vantaggio riconosciuto all'impresa stessa a seguito della garanzia statale, nonché, a carico del Fondo, la comunicazione al beneficiario finale sullo stato dell'istruttoria e sulle caratteristiche della garanzia concessa (vedi Ministero dello Sviluppo Economico, Comitato di gestione Fondo Centrale di Garanzia PMI, *Le recenti novità sull'operatività del Fondo Centrale*, Firenze, 28 febbraio 2013).

12 L'art. 2 comma 2 del Decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, del 27 dicembre 2013, prevede che a "fronte dell'ammissione alla garanzia del Fondo, la misura dell'accantonamento minimo, a titolo di coefficiente di rischio, non può essere inferiore all'8 per cento dell'importo garantito dal Fondo su ogni operazione finanziaria". Quanto al "moltiplicatore sul finanziamento", questa misura è definita come reciproco del prodotto tra percentuale di accantonamento e percentuale di copertura (vedi Mediocredito Centrale, *Modalità operative del Fondo di garanzia per le PMI*, intervento di Brunozzi P. al convegno 'Progetto Confidi International', Camere di Commercio Lombarde, Milano, 8 febbraio 2013). Ad esempio, se la percentuale di accantonamento è del 9% e la percentuale di copertura è del 70% il moltiplicatore sul finanziamento è uguale a 16 circa (ovviamente, diminuendo la percentuale di copertura, a parità di percentuale di accantonamento, aumenta l'effetto leva del Fondo in termini di importo dei finanziamenti attivabili). La percentuale di accantonamento sarà legata ai tassi di decadimento del Fondo.

13 Le start up sono invece valutate sulla base di piani previsionali. In aggiunta, possono essere garantite le imprese che rispettano i parametri dimensionali PMI: singolarmente o tra loro collegate e/o associate debbono avere meno di 250 occupati; allo stesso tempo, il loro fatturato deve essere inferiore ai 50 milioni di euro o, in alternativa, il totale di bilancio deve essere inferiore a 43 milioni di euro (vedi [www.fondidigaranzia.it](http://www.fondidigaranzia.it)). I criteri di valutazione delle PMI per l'ammissione alla garanzia del Fondo sono stati modificati dall'art. 2 comma 1 del Decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, del 27 dicembre 2013, pubblicato nella G.U. n. 56 dell'8 marzo 2014, attuativo del cosiddetto "Decreto del Fare" (Decreto Legge 21 giugno 2013). I nuovi criteri sono stati aggiornati in funzione del ciclo economico e dell'andamento del mercato finanziario e creditizio, per garantire una maggiore apertura dell'intervento del Fondo nei confronti delle PMI (vedi [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it)).

14 In Toscana, per scelta regionale, non è ammesso l'intervento del Fondo nella forma di garanzia diretta.

La garanzia è richiesta e concessa alla banca finanziatrice o ad altro fondo di garanzia, quindi l'intervento del Fondo, che ha come beneficiario finale la PMI, è sempre intermediato (dalla banca o da altro fondo di garanzia). Durante la recente crisi finanziaria l'operatività dello strumento è stata rafforzata, potenziandone la dotazione e ampliando progressivamente la platea delle imprese beneficiarie<sup>15</sup>. A partire dal 2009 è stata introdotta la garanzia di ultima istanza dello Stato alle garanzie dirette e alle controgaranzie a prima richiesta concesse dal Fondo, permettendo di azzerare l'assorbimento di capitale per i soggetti finanziatori sulla quota di prestito coperta dal Fondo ('ponderazione zero')<sup>16</sup>. A partire dall'8 maggio 2014 il Fondo può concedere garanzie su portafogli di finanziamenti erogati a piccole e medie imprese<sup>17</sup>.

Dalla data di avvio della operatività (anno 2000) al 31 maggio 2012, il Fondo ha garantito più di 208 mila operazioni finanziarie. Il volume dei finanziamenti complessivamente erogati alle imprese che hanno beneficiato della garanzia del Fondo è pari a circa 36 miliardi di euro, per un importo complessivamente garantito dal Fondo pari a circa 19 miliardi di euro. Nel 2013 il Fondo ha garantito prestiti per 11 miliardi ed è stato raggiunto il livello massimo di 77.000 domande accolte (a fronte di complessivi 41 miliardi e 270.000 domande tra il 2009 e il 2013). Recenti analisi attestano che la garanzia concessa dal Fondo ha consentito una crescita dei finanziamenti bancari alle imprese garantite rispetto a quelle non garantite; e che, d'altra parte, poco significativo è stato l'effetto sul tasso di interesse dei prestiti. Quanto alla destinazione, i finanziamenti garantiti dal Fondo sono stati soprattutto utilizzati per rispondere alle esigenze di copertura del capitale circolante<sup>18</sup>.

15 Con l'articolo 39 del Decreto Legge n. 201/2011, il Fondo di Garanzia per le PMI è stato rafforzato, sia sotto il profilo finanziario, con un consistente piano di rifinanziamento dello strumento per il periodo 2012-2014, sia dal punto di vista normativo, con l'introduzione di elementi di maggiore snellezza procedurale e di ulteriori novità: possibilità per il Fondo di intervenire in favore di PMI che vantano crediti nei confronti di Pubbliche Amministrazioni; razionalizzazione delle operazioni finanziarie per consolidamento di passività a breve termine; inclusione, tra i soggetti che possono richiedere la garanzia del Fondo per operazioni di 'capitale di rischio', anche dei fondi comuni di investimento, tramite le SGR. Successivi interventi legislativi hanno ampliato la platea dei beneficiari del Fondo (includendovi, ad esempio, i liberi professionisti) e ne hanno aumentato la dotazione per il triennio 2014-16.

16 Vedi: BARTIOLORO L., CARPINELLI L., FINALDI RUSSO P., PASTORELLI S., *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), Banca d'Italia, Numero 111 – Gennaio 2012; Banca d'Italia, 2013, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre 2013; GOBBI G., *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali. Testimonianza di Giorgio Gobbi*, Camera dei Deputati, 16 ottobre 2013; GOBBI G., *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91*, Senato della Repubblica, 9 luglio 2014.

17 Vedi Decreto del Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze del 24 aprile 2013 recante: '*Modalità di concessione della garanzia del Fondo su portafogli di finanziamenti erogati a piccole e medie imprese*' e successive modificazioni e integrazioni (c.d. 'Decreto portafogli').

18 Vedi Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, Roma, 30 maggio 2014 (pp. 188-190).

## 2 Mini bond e garanzie statali

### 2.1 Lo strumento dei mini bond

I mini bond sono obbligazioni emesse da piccole e medie imprese non quotate<sup>19</sup>. Si tratta, in generale, di titoli emessi per ammontari tra 1 milione e 50 milioni di euro, con scadenza compresa tra 2 e 10 anni, rimborso del capitale in unica soluzione a scadenza (bullet) o con ammortamento (amortizing), dotati di rating e con cedola annua compresa tra il 3% e il 10%<sup>20</sup>. Sono strumenti ammessi alla negoziazione sul mercato non regolamentato 'ExtraMOT PRO' di Borsa Italiana<sup>21</sup>.

Secondo i dati di Borsa Italiana, le operazioni di mini bond fino ad oggi realizzate hanno avuto come soggetti emittenti PMI con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro (nel 58% dei casi), gli ammontari emessi sono stati inferiori a 10 milioni di euro (nel 64% dei casi), e i titoli emessi hanno offerto una cedola annua superiore al 6% (nel 54% dei casi) con una scadenza compresa tra 4 e 7 anni (nel 56% dei casi). Da aprile 2013 a ottobre 2014 sono state emessi 54 mini bond sull'Extramot PRO, per un totale di 520 milioni di euro circa<sup>22</sup>. Con riguardo agli investitori istituzionali attivi su questo strumento, allo stato attuale esistono 22 fondi di 'private debt' con una dotazione di risorse destinate a mini bond di circa 1,1 miliardi di euro, i cui principali investitori sono banche (per il 29,4% delle risorse), assicurazioni (27,4%), società di gestione del risparmio (11,3%) e casse di previdenza (8,6%)<sup>23</sup>.

Gli interventi normativi che si sono succeduti nel tempo per la creazione di questo nuovo tipo di strumento<sup>24</sup> hanno: modificato i vincoli posti dalla normativa civilistica in materia di emissione di titoli di debito da parte di imprese non quotate; introdotto agevolazioni di natura fiscale per emittenti e investitori in mini bond; modificato le norme sulla cartolarizzazione e sui limiti all'investimento per le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. Sostanzialmente si tratta di interventi legislativi che, soddisfatte predeterminate condizioni, tendono ad allineare le condizioni di accesso al mercato finanziario da parte delle imprese non quotate a quelle delle imprese quotate. I principali interventi hanno riguardato:

- 19 Vedi Decreto legge 83/2012, successivamente integrato dal Decreto legge 179/2012 e dalla L. 116/2014.
- 20 Vedi Mediobanca, *I minibond e i Credit Fund*, intervento di IARDELLA M.T. al terzo seminario celebrativo per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le società e la borsa', Consob, 20 ottobre 2014.
- 21 A partire dall'11 febbraio 2013 Borsa Italiana ha attivato, all'interno del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, il nuovo segmento ExtraMOT PRO che si rivolge agli emittenti di mini bond e che ha come destinatari gli investitori professionali.
- 22 Il mese più attivo è stato luglio 2014, con circa 290 milioni di emissioni da parte di 15 società.
- 23 Tra i punti chiave nella decisione dell'impresa di emettere mini bond per finanziarsi figurano i costi dell'emissione rispetto a quelli del finanziamento bancario e la disponibilità di garanzie. Quanto al primo aspetto, si osserva l'ingresso sul mercato di nuove agenzie di rating (ad esempio, Cerved, Crif) che ha consentito di ridurre i costi di emissione di questo strumento rispetto a quelli richiesti dalle agenzie di rating internazionali (Standard's and Poor's, Moodys, Fitch) non compatibili con questo tipo di emissioni di piccolo taglio. Sul secondo punto, assumono rilevanza le garanzie su mini bond che possono essere concesse dal Fondo Centrale di Garanzia per le PMI.
- 24 Il rimando è al D.L. n. 83/2012 del 22 giugno 2012, convertito dalla L. n. 134/2012 e successivamente modificato dal D.L. n. 179/2012, e alla L. 9/2014 del 21 febbraio 2014. Vedi: Mariani R., *Minibond: un canale di finanziamento alle imprese alternativo al sistema bancario*, Diritto bancario, Giugno 2014 ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).

- l'eliminazione del limite di emissione di obbligazioni per le società non quotate, che in precedenza non potevano emettere obbligazioni per un importo eccedente il doppio del patrimonio netto come risultante dall'ultimo bilancio<sup>25</sup> (con la modifica dell'art. 2412 c.c.);
- l'equiparazione del regime fiscale applicabile alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi da società non quotate a quello più favorevole previsto per le società quotate e per le banche, con l'introduzione di agevolazioni fiscali per l'investimento in questo tipo di titoli<sup>26</sup>;
- l'inclusione dei mini bond tra gli attivi oggetto di cartolarizzazione<sup>27</sup>;
- la possibilità per le compagnie di assicurazione e i fondi pensione di ammettere a copertura delle riserve tecniche sia mini bond, sia strumenti finanziari emessi da veicoli di cartolarizzazione aventi mini bond come attivi sottostanti, sia le quote di fondi comuni di investimento che investono in questo tipo di strumenti; ciò al fine di facilitare l'investimento in questi strumenti da parte di assicurazioni e fondi pensione<sup>28</sup>;
- la possibilità per le banche di strutturare covered bond garantiti dai mini bond;
- la possibilità di assistere le emissioni di mini bond con una garanzia concessa dal Fondo Centrale di Garanzia per le PMI.

Secondo un'indagine del Cerved, le imprese italiane potenzialmente interessate allo strumento dei mini bond sarebbero 34.000, con un fatturato compreso fra i 5 e i 250 milioni di euro e un'esposizione nei confronti del sistema bancario di 140 miliardi di euro<sup>29</sup>.

## 2.2 Le garanzie statali sui mini bond

Dal 7 novembre 2014 il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI italiane può concedere garanzie su operazioni di mini bond<sup>30</sup>.

25 Ciò a condizione che i mini bond emessi siano quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o se si tratta di obbligazioni che attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni.

26 Le principali modifiche fiscali per l'emittente riguardano la piena deducibilità dal reddito d'impresa degli interessi passivi pagati sulle obbligazioni fino alla concorrenza degli interessi attivi complessivi (e, per l'eccedenza, nel limite del 30% dell'Ebitda risultante dall'ultimo bilancio approvato). E' stato inoltre esteso agli strumenti non quotati il regime di esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi ed altri proventi se sottoscritti da Oicr istituiti in Italia o in altro paese UE a predeterminate condizioni. I vantaggi fiscali sono stati estesi anche ai mini bond 'subordinati' (i cui detentori, in caso di liquidazione della società emittente, sono postergati nel rimborso del capitale), 'partecipativi' e 'partecipativi subordinati' con scadenza iniziale uguale o superiore a 36 mesi. Nel caso dei mini bond partecipativi – che contengono una clausola di partecipazione composta da una parte fissa e da una variabile ancorata al risultato economico dell'emittente – è previsto che sulla parte variabile, rappresentata da una somma commisurata al risultato economico di esercizio dell'emittente nella percentuale indicata nel regolamento del prestito, è esclusa l'applicabilità della 'legge usura' (n. 108/1996). E' anche prevista la possibilità di emettere strumenti ibridi, che contengano sia clausole di subordinazione sia clausole partecipative.

27 Con la modifica della legge sulla cartolarizzazione dei crediti (L. n. 130/1999).

28 Vedi *Lettera al mercato sul Decreto Destinazione Italia* dell'Ivass del 23 gennaio 2014, e successive modificazioni e integrazioni.

29 Cerved Group, *Esiste un mercato per i minibond in Italia?* Ottobre 2013.

30 Vedi Decreto del Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze del 5 giugno 2014 recante: *'Modalità di concessione della garanzia del Fondo su portafogli di mini bond'* e successive

La garanzia diretta del Fondo può essere richiesta dalle banche, dagli intermediari finanziari e dai gestori<sup>31</sup> (c.d. soggetto richiedente) a fronte di singole operazioni di sottoscrizione di mini bond o su portafogli di mini bond. Ai fini dell'ammissibilità alla garanzia del Fondo, le operazioni di sottoscrizione di mini bond devono riguardare strumenti con le seguenti caratteristiche:

- essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa;
- non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale;
- le date di sottoscrizione e di messa a disposizione delle somme al soggetto beneficiario finale devono essere successive alla data di delibera del Consiglio di gestione di accoglimento della richiesta di garanzia del Fondo;
- avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi<sup>32</sup>;
- non essere assistiti da altre garanzie, reali o assicurative, per la quota coperta dalla garanzia del Fondo.

È previsto che qualora i mini bond prevedano la possibilità di conversione, la garanzia concessa dal Fondo ha efficacia fino alla data dell'eventuale esercizio dell'opzione di conversione; e che la garanzia decada in caso di cessione dei titoli.

Il Fondo può concedere garanzie fino al raggiungimento di un ammontare massimo di risorse impegnate di 50 milioni di euro, ripartite per il 40% su singola operazione di mini bond e per il 60% su operazioni di portafogli di mini bond<sup>33</sup>.

#### *Garanzia del Fondo su singola operazione di sottoscrizione di mini bond –*

La garanzia del Fondo su singola operazione di sottoscrizione di mini bond può essere concessa alle banche, agli intermediari finanziari e ai gestori: fino al 50 per cento del valore nominale del mini bond sottoscritto, se il titolo prevede un piano di ammortamento del capitale (amortising); fino al 30 per cento del valore nominale del mini bond sottoscritto, se il capitale è rimborsato in unica soluzione a scadenza (bullet).

Nel limite delle suddette coperture massime, la garanzia del Fondo copre l'ammontare dell'esposizione per capitale, interessi, contrattuali e di mora, del soggetto richiedente nei confronti del soggetto beneficiario finale. L'importo massimo

modificazioni e integrazioni (c.d. 'Decreto mini bond', attuativo dell'articolo 12, comma 6-bis, del decreto legge n. 145/2013, c.d. 'Destinazione Italia'). Vedi anche: Banca del Mezzogiorno, Mediocredito Centrale SpA, Circolare N. 674 del 23 ottobre 2014; 'Disposizioni operative' del Fondo aggiornate, contenenti le integrazioni relative alla concessione della Garanzia Diretta su singole operazioni di sottoscrizione di mini bond; 'Modalità operative dedicate alla concessione di garanzie su portafogli di mini bond'.

31 I gestori possono essere SGR, Sicav e Sicaf, anche per conto di fondi comuni di investimento.

32 Nel caso di garanzie su portafogli di mini bond, può essere previsto un eventuale periodo di preammortamento di durata non superiore al periodo intercorrente tra la data di sottoscrizione del mini bond e la data di chiusura del portafoglio di mini bond.

33 L'eventuale incremento del limite massimo di risorse impegnabili può essere proposto al Ministero dello sviluppo economico dal Consiglio di gestione del Fondo fino a 100 milioni di euro, e deve essere disposto con decreto del Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze.

garantibile dal Fondo per singolo soggetto beneficiario finale è di 1,5 milioni di euro. Ai fini dell'ammissione alla garanzia del Fondo, i soggetti beneficiari finali sono valutati sulla base dei modelli di scoring previsti dalle 'Disposizioni operative del Fondo'. Entro 30 giorni dalla delibera positiva di concessione della garanzia, i soggetti richiedenti devono pagare al Fondo una commissione di garanzia una tantum nella misura uguale all'1% dell'importo garantito.

*Garanzia del Fondo su portafogli di mini bond* – La garanzia del Fondo su portafogli di mini bond può essere concessa alle banche, agli intermediari finanziari e ai gestori a condizione che le singole operazioni di sottoscrizione di mini bond che compongono il portafoglio soddisfino i requisiti di ammissibilità e siano, ciascuna, di importo non superiore al 3 per cento del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio di mini bond. Ai fini dell'accesso alla garanzia del Fondo, il valore nominale complessivo del portafoglio di mini bond deve essere compreso tra 50 e 300 milioni di euro.

La copertura del Fondo non può essere superiore all'80% della 'tranche junior'<sup>34</sup> del portafoglio di mini bond e non può, in ogni caso, eccedere l'8% del valore nominale del portafoglio<sup>35</sup>. Relativamente alla singola operazione di sottoscrizione di mini bond compresa nel portafoglio garantito, fermo restando il limite di importo massimo garantibile per singolo soggetto beneficiario finale, il Fondo copre, nella misura massima dell'80% la perdita registrata sulla singola operazione fino al raggiungimento dei limiti previsti (nel caso di garanzie su portafogli di mini bond).

Le richieste di garanzia sono presentate al Fondo dai soggetti richiedenti e valutate dal Fondo stesso; d'altra parte, la valutazione di ammissibilità alla garanzia del soggetto beneficiario finale e dell'operazione di sottoscrizione di mini bond da ricomprendere del portafoglio è effettuata dal soggetto richiedente. In particolare, possono essere ammesse alla garanzie imprese con un rating non inferiore alla classe "B-" della scala di valutazione Standard's and Poor's<sup>36</sup>. Anche in questo caso, i soggetti richiedenti, entro 30 giorni dalla data di chiusura del portafoglio, devono pagare al Fondo una commissione di garanzia una tantum nella misura uguale all'1% dell'importo garantito.

34 Ai sensi del Decreto mini bond, la 'tranche junior' è definita come "la quota del portafoglio di mini bond che sopporta le prime perdite registrate dal medesimo portafoglio".

35 Questa misura può essere elevata nel caso in cui l'innalzamento di copertura sia finanziato con risorse apportate al Fondo da regioni o province autonome, o da altri enti od organismi pubblici.

36 Il rating dell'impresa beneficiaria è determinato attraverso il sistema di rating interno del soggetto richiedente se questo applica il metodo Internal Rating Based (IRB), altrimenti il rating è quello attribuito all'impresa da un'agenzia esterna di valutazione del merito di credito riconosciuta dalla Banca d'Italia (ECAI). La corrispondenza con la scala di valutazione Standard's and Poor's è operativamente realizzata con l'utilizzo di tabelle di conversione.



### 3 Alcune considerazioni di natura tecnica

*I rendimenti offerti da 'benchmark' di mercato* – Si è detto che nel caso di garanzia concessa dal Fondo su portafogli di mini bond è previsto che il rating dell'impresa emittente sia non inferiore alla classe "B-" (S&P). Per dare evidenza dei livelli di rendimento offerti da investimenti 'benchmark' nel mercato obbligazionario, è illustrato nel grafico 1 l'andamento del rendimento medio di obbligazioni high yield denominate in euro con rating B e BB.

Grafico 1 – Andamento di rendimenti 'benchmark' sul mercato obbligazionario



Fonte: Mediobanca, ottobre 2014<sup>37</sup>.

Si noti che dal massimo livello di rendimento medio registrato alla fine del 2011 – del 13,6% per il rating B (6 ottobre 2011) e del 10,3% per il rating BB (1 dicembre 2011) – il rendimento medio a settembre 2014 è sceso al 5,5% e al 3,5% per emissioni rispettivamente con rating B e BB.

Tenuto conto che circa la metà delle operazioni in mini bond fino ad oggi realizzate hanno offerto cedole annue minori del 6%, i tassi di rendimento delle obbligazioni high yield denominate in euro – per livelli di rating 'in linea' con quelli previsti nel caso di garanzia del Fondo su portafogli di mini bond – appaiono competitivi, almeno nell'attuale fase di mercato, rispetto a quelli a oggi offerti dai mini bond.

37 Vedi Mediobanca, *I minibond...*, Consob, 20 ottobre 2014.



*Mini bond e 'securitisation market' nell'UE* – Si è detto che i mini bond possono essere inclusi tra gli attivi oggetto di operazioni di cartolarizzazione e tra gli attivi sottostanti di covered bond strutturabili dalle banche. Ciò appare di particolare rilevanza nella nuova fase di interventi non convenzionali di recente annunciata dalla Banca Centrale Europea per stimolare la crescita nell'Unione Europea.

A partire dalla seconda metà del 2014 la BCE ha avviato, congiuntamente con la Banca d'Inghilterra, un'azione istituzionale "for a better functioning securitisation market in the European Union"<sup>38</sup>. Si tratta del piano anti-deflazione, annunciato il 5 giugno 2014, che tra gli strumenti di intervento non convenzionali prevede l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite, del tipo covered bond, e di Asset Backed Securities (ABS) 'derivati' da operazioni di cartolarizzazione. Le due banche centrali promuovono, in sostanza, la nascita di un nuovo 'securitisation market', di origine pubblica, come passo utile al rilancio della crescita economica in Europa. Ciò anche considerato che, allo stato attuale, il mercato delle cartolarizzazioni negli USA vale circa 10 volte quello europeo. Il 'Discussion paper' della BCE e della Banca d'Inghilterra "examines the potential benefits of securitisation and outlines various impediments that may currently be preventing the emergence of a robust securitisation market. It also presents possible policy options authorities could consider in response".

A livello politico, questo 'risk transfer' verso la BCE – i.e. il trasferimento del rischio di credito dei finanziamenti bancari al sistema produttivo europeo dai bilanci delle banche nazionali al bilancio della BCE – può avviare una forma di 'unificazione' del debito privato a livello europeo e anche determinare il possibile allineamento tra costi di raccolta di imprese operanti in Stati 'forti' e in Stati 'deboli' (vedi, ad esempio, la figura 1).

Secondo le dichiarazioni ufficiali, la Banca Centrale Europea è disposta ad acquistare ABS fino a circa 400 miliardi di euro e covered bond bancari fino a 600 miliardi di euro. Quanto agli ABS – i cui primi acquisti sono stati avviati nella seconda metà di novembre 2014 – la banca centrale si è impegnata a comprare la tranche meno rischiosa (c.d. senior), e la tranche intermedia (c.d. mezzanina) solo se coperta da garanzie pubbliche. Le banche dell'eurozona potrebbero dunque sottoscrivere i mini bond emessi dalle PMI, cartolarizzarli secondo i criteri e le regole previste dalla vigilanza – con operazioni 'semplici', 'trasparenti' e 'robuste' – e venderli alla BCE; nonché acquistarli per strutturare covered bond.

Anche considerata la 'scarsità' di sottostante per la creazione di ABS e di covered bond eleggibili a fini di operazioni con la banca centrale, almeno rispetto ai volumi potenziali dichiarati per questo tipo di operatività, i mini bond e le garanzie su (portafogli di) mini bond concesse dal Fondo Centrale di Garanzia si candidano ad essere strumenti appetibili nel nuovo 'securitisation market' europeo di origine pubblica.

38 Vedi Bank of England, European Central Bank, *The case of a better functioning securitisation market in the European Union*, Discussion paper, May 2014.

**Costo e valore della garanzia** – Si è detto che alla data iniziale di concessione della garanzia da parte del Fondo il soggetto richiedente deve pagare al garante una commissione di garanzia una tantum uguale all'1% dell'importo garantito. Lo schema di intermediazione del valore della garanzia è rappresentato nella figura 2.

Figura 2 – Schema di intermediazione del valore della garanzia



In termini economici può essere significativo confrontare, alla data iniziale dell'intervento, il costo ( $C_0$ ), il valore di modello ( $V_0$ ) e il valore di mercato ( $V_0^*$ ) della garanzia concessa dal Fondo. Il primo è il valore ex-lege calcolato secondo la regola prevista dalla norma (uguale all'1% dell'importo garantito), il secondo è il valore teorico iniziale della garanzia determinato utilizzando un modello di valutazione, il terzo è il valore della garanzia stabilito dal mercato. Operativamente, il valore di mercato alla concessione della garanzia può anche essere espresso in termini di spread di tasso, come differenza tra il tasso di rendimento offerto dal mini bond senza garanzia e quello del mini bond con garanzia (ossia in termini di minor rendimento richiesto dal mercato per il titolo garantito rispetto a quello non garantito). Come illustrato nella figura 2, da una parte il 'Mercato' paga al 'Fondo garanzia PMI' il costo  $C_0$  per acquistare la garanzia con valore di modello  $V_0$ . Dall'altra, la 'PMI' emittente i mini bond garantiti paga al 'Mercato' il costo  $C_0$  a fronte della stessa garanzia che sul mercato ha valore iniziale  $V_0^*$ <sup>39</sup>.

39 A livello comunitario in materia di aiuti di Stato, l'intensità dell'intervento pubblico per regimi di aiuto in forma di garanzie – dirette, controgaranzie e cogaranzie – fornite a fronte di prestiti in favore delle PMI è misurata dal c.d. "equivalente sovvenzione lordo" (ESL), definito dalla differenza tra il "costo teorico di mercato della garanzia" concessa nell'ambito del regime e il "costo effettivamente addebitato alla PMI beneficiaria della garanzia" (vedi Ministero dello Sviluppo economico, *Linee guida per l'applicazione del "Metodo nazionale per calcolare l'elemento di aiuto nelle garanzie a favore delle PMI" (N 182/2010) notificato dal Ministero dello Sviluppo economico ed approvato dalla Commissione europea con decisione N. 4505 del 6 luglio 2010*). In particolare, il costo teorico di mercato della garanzia è definito dal prodotto tra l'importo garantito e la somma di tre percentuali: l'importo garantito è calcolato moltiplicando l'importo del finanziamento con la percentuale garantita, che è diversa a seconda delle modalità di intervento del Fondo; le tre percentuali rappresentano tre componenti: un "fattore di rischio" (definito dal rapporto tra perdite nette subite dal Fondo e totale garantito, su base storica) posto uguale allo 0,57% nel caso di garanzie a copertura di prestiti per investimenti e allo 0,65% nel caso di garanzie concesse a copertura di prestiti per il capitale circolante; la componente di "costi amministrativi di gestione della garanzia", posta uguale allo 0,6%; la componente di "remunerazione del capitale", i.e. di remunerazione delle risorse pubbliche impegnate nell'ambito del regime di garanzia, posta uguale allo 0,32% (corrispondente a un tasso del 4% su un capitale impegnato pari all'8% dell'importo garantito). Il "fattore di rischio" è aggiornato con cadenza annuale e distinto per tipo di copertura.

Per dare senso concreto allo schema di intermediazione, è stato analizzato il caso di una garanzia concessa dal Fondo su una singola operazione di mini bond con valore nominale di 1 milione di euro e ammortamento del capitale a scadenza. Utilizzando un impianto valutativo diffuso nella pratica operativa<sup>40</sup>, il valore della garanzia è stato espresso come funzione della probabilità di insolvenza del garante (Fondo), della probabilità di insolvenza del debitore (PMI) e del parametro di correlazione tra i due rischi di insolvenza. Dato il modello, è stato analizzato il valore (di modello) della garanzia al variare della probabilità di insolvenza del debitore e della scadenza della garanzia (uguale alla scadenza dei mini bond garantiti), avendo fissato la probabilità di insolvenza del garante al 2% annuo e il parametro di correlazione al 20%<sup>41</sup>.

I risultati dell'analisi sono illustrati nel grafico 2, in termini di rapporto tra valore di modello della garanzia e valore nominale dell'operazione di mini bond (espresso in forma percentuale).

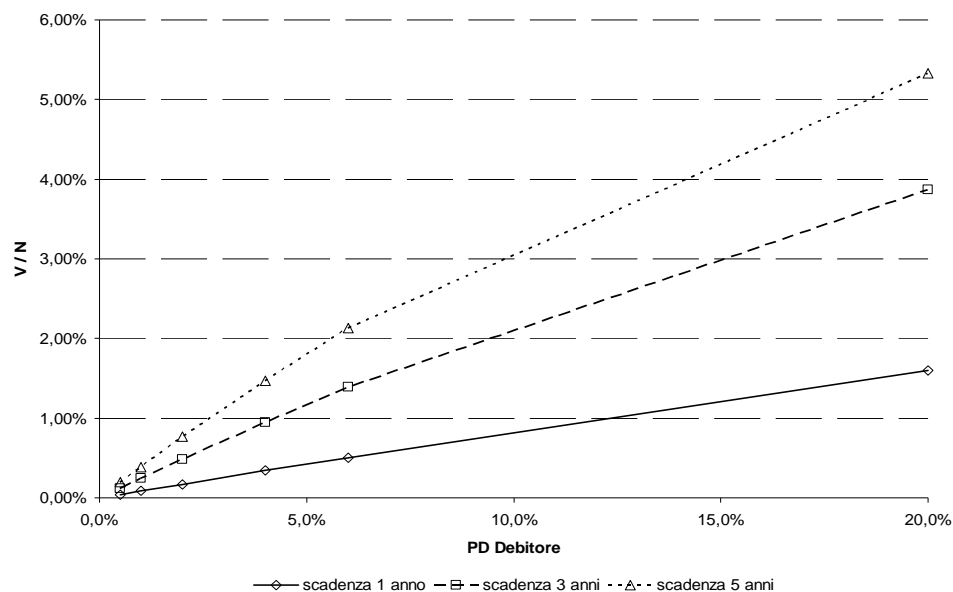
Ad esempio, se la garanzia ha scadenza 3 anni e se la probabilità di insolvenza del debitore è del 4%, il valore di modello della garanzia corrisponde all'1% circa del valore nominale dell'operazione di mini bond; se, invece, la scadenza della garanzia fosse 5 anni (a parità di standing creditizio del debitore), il valore sarebbe uguale all'1,5% del nominale dell'operazione. Ovviamente, al variare della probabilità di insolvenza del garante e del parametro di correlazione (a parità degli altri parametri) cambia il valore della garanzia: in termini generali, il valore della garanzia diminuirà all'aumentare della probabilità di insolvenza del garante e all'aumentare del grado di dipendenza tra rischi del debitore e del garante; così come, al variare del modello di valutazione (adeguato) adottato, varierà il valore della garanzia<sup>42</sup>.

40 La valutazione è stata impostata nel quadro della teoria della finanza neo-classica (vedi, e.g., ROSS A., *Neoclassical Finance*, Princeton University Press, 2005), utilizzando un modello ad intensità di insolvenza costante per descrivere la struttura delle probabilità di insolvenza delle due parti (garante e debitore) e con una copula gaussiana per rappresentare la struttura di dipendenza tra rischi del garante e del debitore (vedi LI, D., *On default correlation: a copula function approach*, Journal of Fixed Income, 2001), assumendo indipendenza tra tassi di insolvenza e tassi di interesse. Tecnicamente, come noto, quando le distribuzioni marginali sono normali univariate il modello di LI corrisponde al modello CreditMetrics (espresso in termini di copula); quest'ultimo modello può essere a sua volta considerato come una possibile estensione del modello di Merton (univariato). Per un'analisi critica e per approfondimenti sulle ben note 'anomalie' del modello di LI nel caso di valutazione di garanzie rischiose vedi: MOTTURA C. D., PASSALACQUA L., *Default dependence structure effects on the valuation of government guarantees*, Università Roma Tre, Collana del Dipartimento di Economia, working paper n. 177, 2013; *Modelling 'interconnections' in a defaultable guarantee contract*, 12° International Conference on Credit Risk Evaluation, Venezia, 2013; *Implicitly default correlation in european government guarantees covering bank debt*, Sapienza Università di Roma, Dipartimento di Scienze Statistiche, Rapporto tecnico, N. 5, 2014.

41 L'ipotesi di una probabilità di insolvenza del garante del 2% annuo corrisponde al valore medio delle probabilità di default implicite nelle quotazioni di CDS con scadenza 5 anni sul rischio dell'Italia nel primo semestre 2014; per un'analisi regolamentare dell'ipotesi adottata sul livello del parametro di correlazione vedi, ad esempio, Basel Committee on Banking Supervision, *An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions*, July 2005.

42 Dal punto di vista tecnico, la natura 'model-dependent' del valore della garanzia statale richiede particolare cautela nell'uso dei diversi modelli di valutazione finanziaria adottabili. Si segnala anche che la dipendenza del valore della garanzia dallo standing creditizio del garante, oltre che dal grado di dipendenza tra garante e debitore, può contribuire a produrre effetti distortivi nella concorrenza tra imprese nazionali se garantite da Stati che, come ad esempio accade tra i paesi dell'eurozona, presentano livelli di affidabilità diversi (almeno nel giudizio del mercato finanziario).

**Grafico 2 – Andamento del valore di modello della garanzia**



Come evidenziato nello schema di intermediazione della garanzia (figura 2), i valori (teorico di modello, di mercato) della garanzia devono essere confrontati con il costo della garanzia calcolato secondo la regola ex-lege. Nel caso considerato, risulta un costo della garanzia uguale allo 0,3% del valore nominale dell'operazione di mini bond. Di conseguenza, nell'esempio sopra discusso, se valore di mercato e valore modello fossero uguali si produrrebbe un beneficio netto per la PMI emittente, in termini di up front positivo alla data iniziale, rispettivamente dello 0,7% e dell'1,2% del valore nominale dell'operazione. Più in generale, la misura del beneficio 'potenziale' per il debitore derivante dall'intervento del Fondo dipenderà dal confronto tra 'valore' e costo della garanzia. In termini di tassi di mercato, il beneficio per la PMI alla data dell'operazione sarà positivo se il costo di raccolta complessivo dell'emissione garantita (rendimento del mini bond garantito più commissione di garanzia espressa in termini di spread di tasso) risulta minore del rendimento offerto dalla stessa emissione se non garantita<sup>43</sup>. Peraltro, potranno ben aversi situazioni in cui la richiesta di garanzia è finalizzata a salvaguardare le possibilità di accesso

43 Nel caso delle obbligazioni bancarie con garanzia pubblica, i risparmi sul costo della raccolta bancaria – in termini di confronto tra rendimenti offerti da emissioni garantite (inclusa la commissione di garanzia) rispetto a corrispondenti emissioni non garantite – sono risultati, almeno in alcuni casi, significativi: "For the six largest US banks ... over the life of the guaranteed bonds (slightly less than 3 years on average), the total saving comes to nearly \$20 billion. ... For UK banks, for which the difference between the guaranteed and non-guaranteed spread at launch is much smaller, the average saving is also less ... Unsurprising as these findings are, they do raise concerns on the efficiency effects of the programmes, which in practice may subsidise large and complex financial institutions, the very ones that some commentators hold responsible for the crisis. Moreover, these banks may be less likely to use the funds they have raised thanks to the guarantees to increase the availability of credit to the real economy" (vedi LEVY A., ZAGHINI A., *The pricing of government-guaranteed bank bonds*, Banca d'Italia, Temi di discussione, Number 753, March 2010). Per un'analisi giuridico-finanziaria delle garanzie statali europee a salvaguardia dell'euro e delle garanzie statali nazionali a favore del sistema del credito (nel contesto europeo), vedi: BASSAN F., MOTTURA C. D., *From Savior to Guarantor: The EU Member States' Economic Intervention during the Financial Crisis*, Roma Tre Business and Finance Collection, Palgrave Macmillan, 2015; *Le garanzie statali nel sistema europeo di assistenza finanziaria agli stati*, in Mercato Concorrenza Regole, Il Mulino, 03/2013.

dell'impresa al mercato finanziario ovvero, come osservato in precedenza, a creare strumenti finanziari utilizzabili come eligible collaterals per operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale.

In ogni caso, posto che la differenza tra 'valore' e costo della garanzia è a carico del Fondo garante e, in ultima istanza, dello Stato, sarà importante avere contezza degli elementi tecnici che caratterizzano lo schema di intermediazione del valore di questo tipo di garanzia statale, per tutelarne adeguatamente l'efficacia come strumento di sostegno pubblico al sistema produttivo delle piccole e medie imprese italiano<sup>44</sup>.

44 A fini di trasparenza, l'art. 6 del Decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, del 27 dicembre 2013, prevede che i soggetti richiedenti la garanzia del Fondo siano tenuti a indicare, in sede di richiesta della garanzia, i vantaggi per la PMI generati dall'intervento del Fondo, pena l'improcedibilità e il rifiuto d'ufficio da parte del Gestore del Fondo della richiesta di garanzia. In particolare: nel caso di garanzia diretta "il soggetto finanziatore indica nel modulo di richiesta le condizioni applicate all'impresa in relazione all'operazione finanziaria oggetto della richiesta di garanzia, esplicitando il differente trattamento nelle due differenti ipotesi di «ammissione» e di «non ammissione» dell'operazione all'intervento del Fondo, in termini di importo del finanziamento concesso, di tasso di interesse applicato, con separata indicazione della componente di spread e del parametro rispetto al quale esso è applicato, e di importo delle altre garanzie reali, assicurative, bancarie e personali richieste all'impresa"; nel caso di controgaranzia, "il confidi, ovvero altro fondo di garanzia, indica nel modulo di richiesta la misura omnicomprensiva e il corrispondente importo della commissione di garanzia richiesta all'impresa, esplicitando il differente trattamento nelle due differenti ipotesi di «ammissione» e di «non ammissione» dell'operazione finanziaria all'intervento del Fondo". Queste informazioni sono quindi comunicate all'impresa beneficiaria dal Gestore del Fondo se l'operazione finanziaria è ammessa alla garanzia statale.



# La regolamentazione e lo sviluppo dei mercati obbligazionari

Federico Cornelli<sup>(\*)</sup>

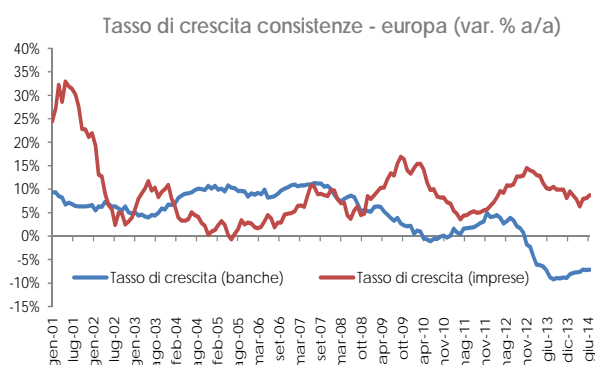
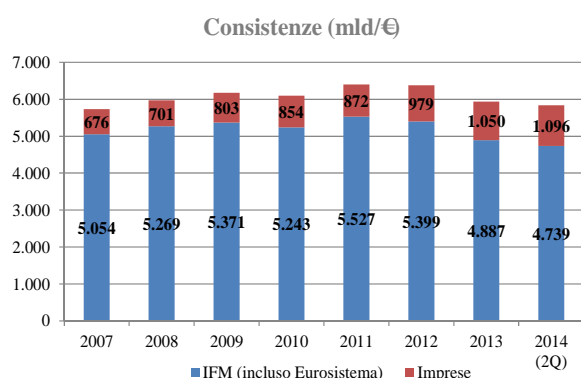
## Introduzione

In questo contributo si intende dare una panoramica generale dell'evoluzione dei mercati obbligazionari corporate e bancari a partire dal 2007, anno di inizio della crisi e di entrata in vigore della normativa MiFID, e delle possibili leve per guidarne lo sviluppo al fine di contribuire alla ripresa degli investimenti reali. Nel periodo di riferimento, infatti, il peggioramento delle condizioni di accesso di finanziamento a medio lungo termine delle imprese e la crisi finanziaria hanno dato impulso al mercato obbligazionario con dinamiche diverse tra segmento bancario e segmento corporate. Il contributo prende spunto da tali dinamiche e prosegue con una visione attuale e prospettica dello scenario macroeconomico e dei tassi di interesse in cui si collocano la domanda e offerta di fondi per imprese e banche. Domanda e offerta che si devono inoltre confrontare con la complessità regolamentare esistente. Vengono quindi sintetizzati alcuni aspetti di interesse nel quadro dell'evoluzione della normativa di riferimento per quanto concerne strumenti, piattaforme di negoziazione e investitori. Alla luce del quadro economico e regolamentare di riferimento si valutano infine le prospettive dei mercati obbligazionari, tenendo conto del possibile effetto di "spiazzamento" generato dalle misure anticrisi sia a livello europeo (T-LTRO, bail-in) sia nazionale (es. la "nuova Sabatini" inclusa nel DL del FARE) sulla domanda e sull'offerta di obbligazioni. Il contributo si conclude con la proposta di leve per lo sviluppo dei mercati obbligazionari. Tale sviluppo passa attraverso provvedimenti normativi che possano incentivare sia la domanda sia l'offerta di questi strumenti nel rispetto del quadro regolamentare europeo in tema di trasparenza e tutela degli investitori.

(\*) Federcasse.

## 1 L'evoluzione dei mercati obbligazionari bancari e corporate in Italia ed Europa dal 2007

In questo paragrafo vengono illustrate le principali dinamiche del mercato obbligazionario europeo ed italiano intervenute tra il 2007 e il primo semestre del 2014, con particolare attenzione all'evoluzione del segmento bancario e corporate. Si evidenzia che mentre in questo periodo la dimensione del mercato è rimasta complessivamente stabile (+1,8%), i due segmenti hanno sperimentato dinamiche differenti come è evidente se si guarda alle consistenze per entrambe le categorie. Il volume delle emissioni lorde delle imprese è cresciuto costantemente a ritmi più o meno elevati (+62,1% nell'intero periodo), mentre le emissioni bancarie, dopo un periodo di crescita iniziale, hanno subito un'inversione di tendenza, complice la nota difficoltà del mercato finanziario europeo, che si è tradotta in una riduzione delle consistenze del 6,2%.

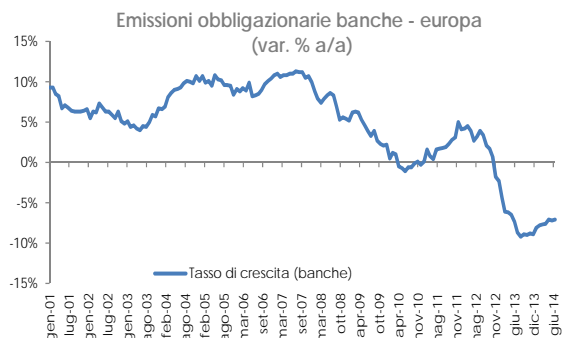
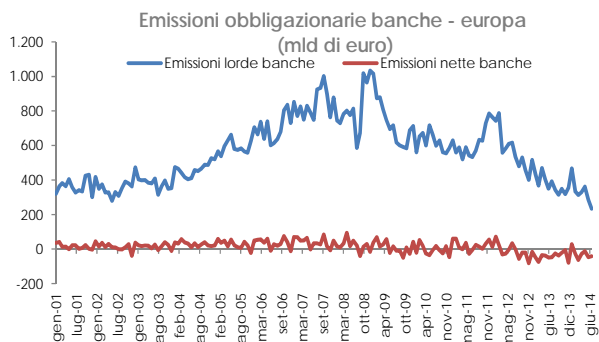


Fonte: elaborazioni Federcasse su dati BCE.

### 1.1 Il mercato obbligazionario bancario

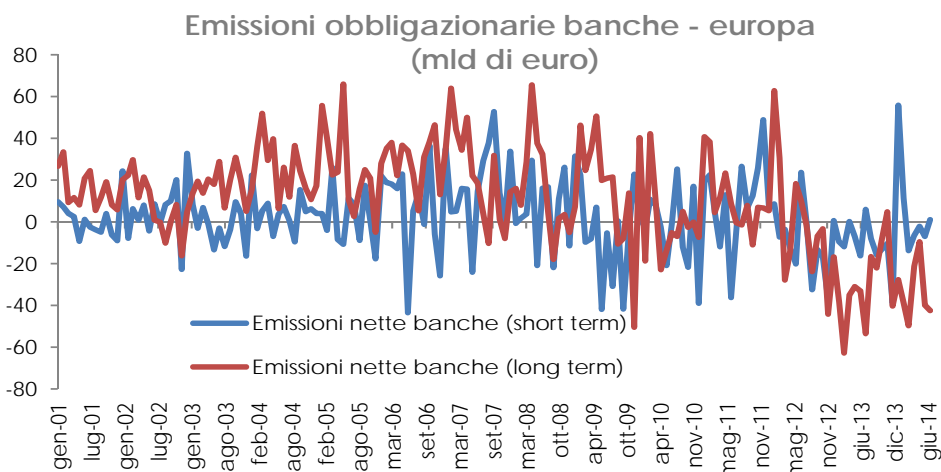
L'andamento del mercato obbligazionario bancario europeo nel periodo in esame può essere diviso in due fasi distinte. La prima fase, relativa al triennio 2007 – 2009, è stata caratterizzata da una rapida espansione del comparto legato alla raccolta obbligazionaria. Le emissioni lorde delle istituzioni bancarie europee sono cresciute in maniera sostanziale. Nel periodo pre – crisi (2001 – 2006), la media mensile del valore delle emissioni lorde si era attestata a circa 473 miliardi di euro. Nel triennio iniziale della crisi tale valore era passato a 752,92 miliardi di euro al mese, un valore quasi raddoppiato. L'accelerazione si è poi arrestata nel biennio 2010 – 2011, per poi subire una vera e propria inversione di trend a partire dai mesi iniziali del 2012, inversione che è proseguita gradualmente fino ai mesi centrali dell'anno in corso. Più nello specifico, il 2013 è stato un anno di sostanziale stagnazione. Le emissioni nette (i.e. emissioni al netto dei rimborsi) sono risultate, in media, negative. Il dato cumulato per l'anno ha mostrato una diminuzione quantificabile in circa 477 miliardi di euro, mentre nel primo trimestre dell'anno in corso le emissioni nette sono risultate pari a -62,7 miliardi di euro.





Fonte: elaborazioni Federcasse su dati BCE. La figura destra riporta il tasso di crescita delle consistenze.

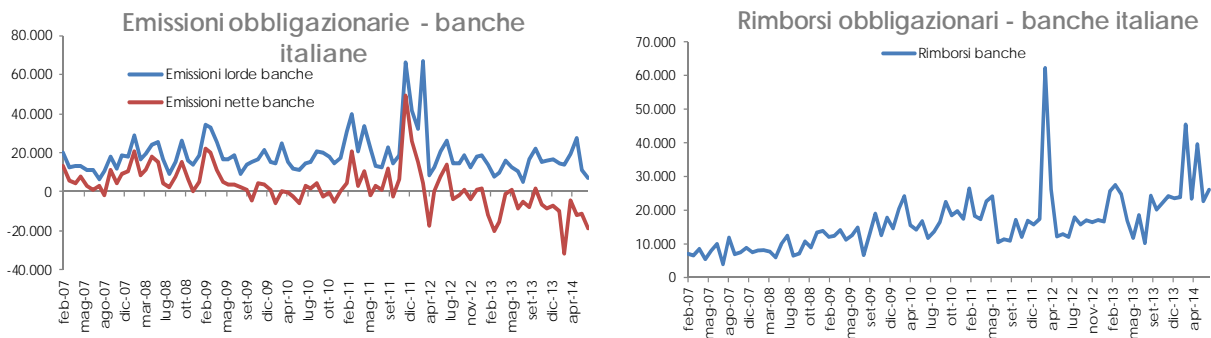
Per quanto riguarda le consistenze, l'ultimo dato disponibile, relativo al mese di giugno 2014, è risultato essere pari a 4.739 miliardi di euro, di cui 515 miliardi con scadenza a breve termine e 4.224 a lungo termine. Tra le obbligazioni bancarie a lungo termine, circa il 60% sono rappresentate da titoli a reddito fisso. Dal grafico a lato si evince come le consistenze abbiano cominciato a diminuire a partire già dalla prima metà del 2012.



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati BCE.

Dalla scomposizione delle emissioni in base alla maturity del titolo, è possibile notare come la riduzione registrata nell'ultimo biennio abbia interessato principalmente i titoli con scadenza a lungo termine, ossia con durata originaria superiore ad un anno, mentre le emissioni di obbligazioni a breve scadenza, con durata originaria pari o inferiore all'anno, sono risultate piuttosto stabili, pur non mostrando gli incrementi che avevano caratterizzato i primi anni della crisi. Nel primo trimestre dell'anno in corso, in particolare, le emissioni nette di obbligazioni a lungo termine hanno fatto registrare un dato medio mensile pari a -38,8 miliardi di euro.

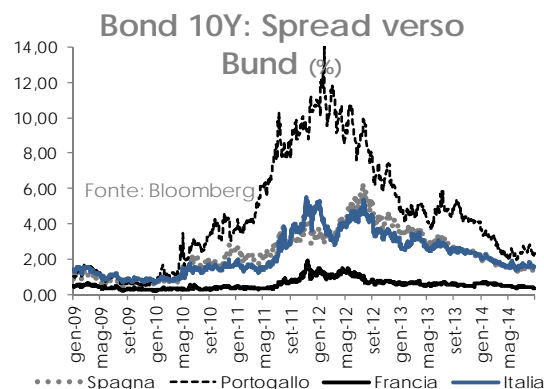
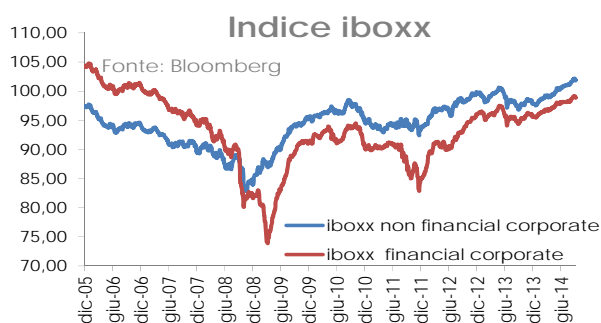
Il mercato obbligazionario bancario italiano ha mostrato una dinamica relativamente simile a quella illustrata per il settore bancario europeo. Nella parte iniziale della crisi, infatti, il ricorso al finanziamento obbligazionario è aumentato, sia in termini lordi che netti, trend che si è arrestato a partire dai mesi finali del 2012, durante i quali sono cominciati una serie di rimborsi via via crescenti. Il dato cumulato sulle emissioni nette nel 2012 ammontava infatti 43,05 miliardi di euro. Nel 2013 il segno si è invertito, con una differenza tra emissioni lorde e rimborsi pari a -79,95 miliardi. Dal grafico sotto è possibile notare come tale trend si sia confermato anche nei primi mesi dell'anno in corso. I dati riferiti al primo trimestre del 2014 hanno infatti segnalato un flusso di emissioni nette negativo pari a 48,60 miliardi di euro.



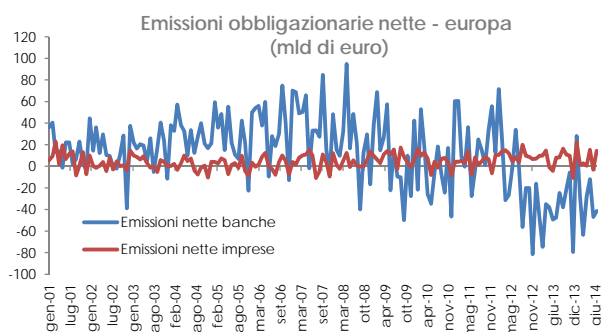
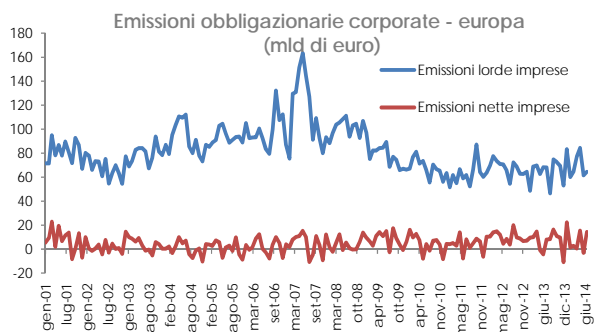
Fonte: elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia.

## 1.2 Il mercato obbligazionario corporate

Il mercato obbligazionario corporate durante la crisi è stato oggetto di un'attenzione sempre più crescente. Con l'avvento della crisi finanziaria, le imprese europee hanno cominciato ad utilizzare in maniera sempre più intensiva il canale di finanziamento obbligazionario. I volumi di obbligazioni emesse sono cresciuti in maniera esponenziale, a fronte di rendimenti decrescenti. Si è registrato un cambiamento strutturale nelle modalità di finanziamento delle imprese europee. I fattori che hanno portato a questo incremento sono molteplici. Da un lato, infatti, la crisi finanziaria ha costretto molti istituti bancari europei ad effettuare un *de-leveraging*, in parte per la scarsità di capitale, in parte per far fronte ai cambiamenti della regolamentazione intercorsi. La stretta creditizia ha dunque modificato la struttura di finanziamento delle imprese, orientandole verso il mercato obbligazionario, nel quale, parallelamente, nel periodo in considerazione si è assistito ad un aumento della domanda di obbligazioni corporate, dovuto principalmente al calo sperimentato dai rendimenti dei titoli di stato governativi, specialmente nella fase finale della crisi.



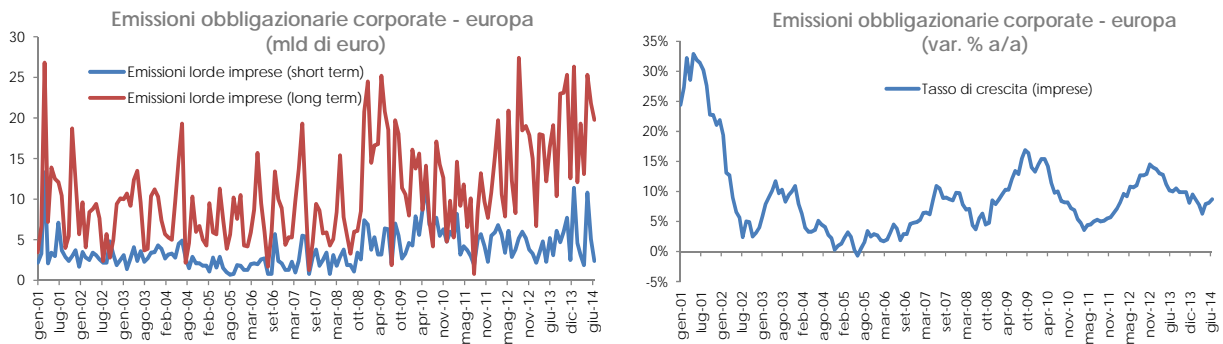
Tale dinamica può essere meglio compresa dall'analisi congiunta dell'andamento dell'indice Iboxx riferito alle quotazioni delle obbligazioni delle società non finanziarie europee e dei rendimenti dei titoli di stato governativi dei principali paesi dell'Eurozona. Dai due grafici sopra si evince che a partire dai mesi finali del 2012, sia i rendimenti che gli spread (nei confronti dei Bund tedeschi) dei paesi periferici della zona euro hanno intrapreso un sentiero decrescente. Parallelamente, l'indice Iboxx a partire ha mostrato un incremento che potrebbe essere interpretato come un aumento della domanda da parte degli investitori non solo per le obbligazioni corporate ma anche per quelle bancarie.



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati BCE.

Dal grafico sopra, è possibile apprezzare come le emissioni lorde delle società non finanziarie europee abbiano raggiunto un picco di 163,7 miliardi di euro nel mese di giugno 2007, nel periodo dunque iniziale della crisi. Se si considerano le emissioni nette (al netto dei rimborsi effettuati nello stesso lasso temporale), si nota come il valore riferito alle emissioni obbligazionarie corporate si sia mantenuto, in media, positivo, in contrasto con lo stesso dato riferito alle emissioni obbligazionarie bancarie, che a partire dai primi mesi del 2012 ha assunto valori negativi (ad esclusione dei mesi finali del 2013).

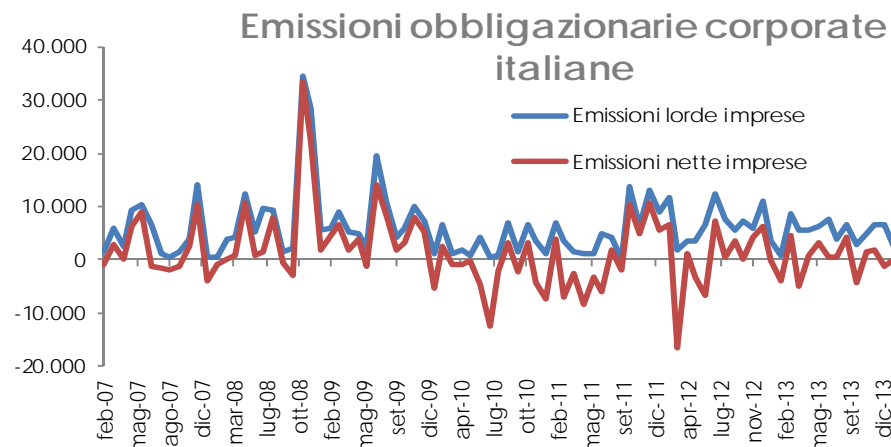
L'effetto domanda è più facilmente apprezzabile se si scompongono le emissioni in base alla maturity delle obbligazioni.



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati BCE. La figura destra riporta il tasso di crescita delle consistenze.

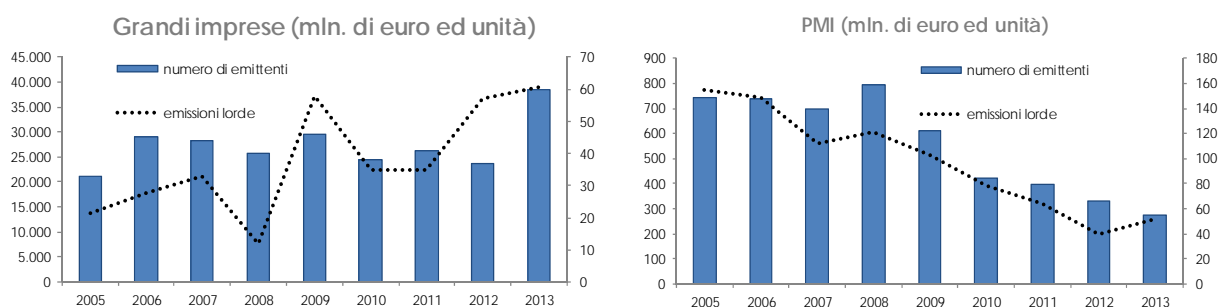
Dal grafico di sinistra, emerge chiaramente un trend crescente delle emissioni a lungo termine a partire dai mesi centrali del 2011, dopo la fiammata del biennio 2008 – 2009 e la successiva normalizzazione nel 2010, mentre le emissioni con scadenza a breve termine, sia in termini lordi che in termini netti, non appaiono aver subito particolari variazioni dal punto di vista dei volumi. Durante il triennio 2008 – 2010, infatti, le obbligazioni delle società non finanziarie europee sono cresciute ad un tasso medio annuo del 10,06%. Nel 2011 il tasso medio di crescita è calato al 5,1%, per poi risalire al 10,19% (medio) annuo nel periodo 2012 – 2014. Nell'ultima rilevazione disponibile fornita dalla BCE, le consistenze in essere di obbligazioni emesse da società non finanziarie europee sono risultate essere pari a 1.096 miliardi di euro (in aumento di 2 miliardi rispetto al dato di maggio) di cui solamente 79 miliardi con scadenza a breve termine (0,7% del totale). Tra i titoli a lungo termine (1.017 miliardi), è emersa una chiara prevalenza degli strumenti a tasso fisso (circa l'89% del totale dei titoli a lungo termine).

Una possibile spiegazione, come accennato in precedenza, potrebbe essere data dalla maggiore appetibilità di tali strumenti in termini di rendimento, specialmente se paragonati ai rendimenti dei titoli di stato dei principali paesi europei, che nel periodo finale della crisi hanno mostrato un andamento decrescente ed in alcuni casi, come per i Bund tedeschi, vicini allo zero.



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia.

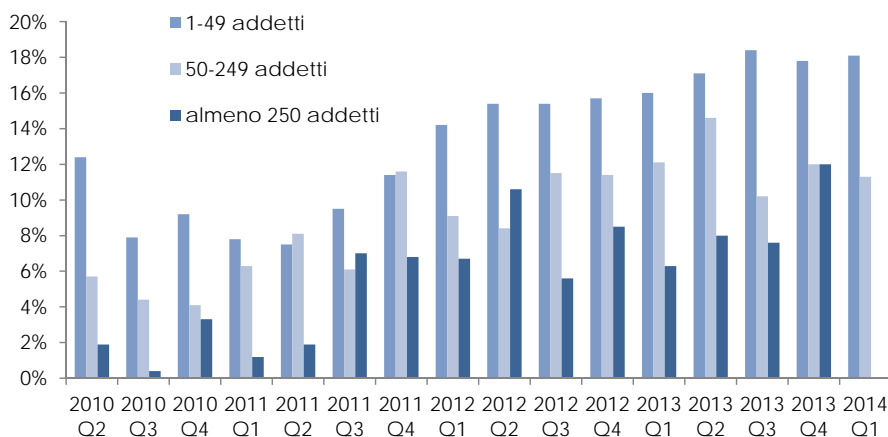
Anche per le società non finanziarie italiane, il ricorso al mercato obbligazionario nel periodo 2007 – 2014 è aumentato. Le emissioni lorde di titoli obbligazionari sono state particolarmente intense nei periodi in cui si sono acuite le difficoltà di accesso al mercato del credito bancario, nel biennio 2008 – 2009 (con una media mensile di 8,4 miliardi di titoli emessi) e nel 2012 (7,15 miliardi di media mensile).



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia.

La crescita delle emissioni ha riguardato esclusivamente le imprese di grandi dimensioni, orientate per lo più ai mercati internazionali. Nel 2013 le emissioni lorde delle imprese di grandi dimensioni hanno infatti raggiunto un picco di 38,89 miliardi di euro, contro i 17,8 miliardi del 2006. Il numero di nuovi emittenti è rimasto invece piuttosto stabile, fatta eccezione per l'impennata sperimentata nel 2013 (60 dai 37 del 2012), a seguito dei benefici della nuova normativa sui titoli di società non quotate (cosiddetti minibond). Le emissioni di titoli obbligazionari da parte delle PMI sembrano invece aver sperimentato una dinamica diametralmente opposta. I collocamenti di quest'ultime, infatti, si sono ridotti sia in termini di valore dei titoli emessi sia in termini di numero di emittenti. Dai 774 milioni di euro del 2006 si è passati a 258 milioni del 2013, con un minimo di 198 milioni registrato nel 2012. Sempre nel 2013, il numero di nuovi emittenti è risultato essere circa un terzo del valore pre - crisi (55 contro i 158 del 2006).

### Difficoltà di accesso al credito



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia e Istat.

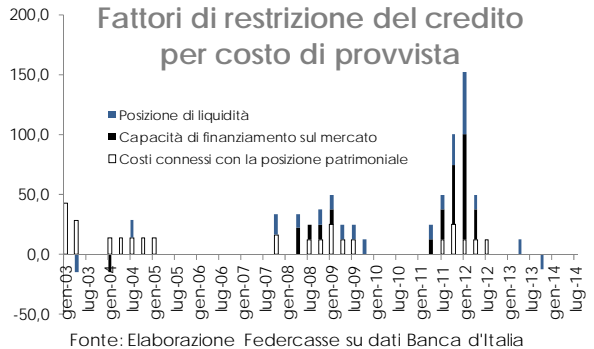
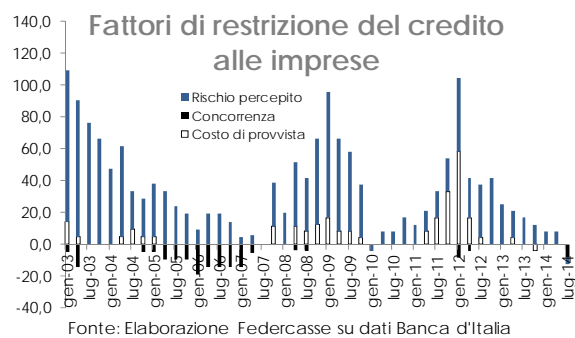
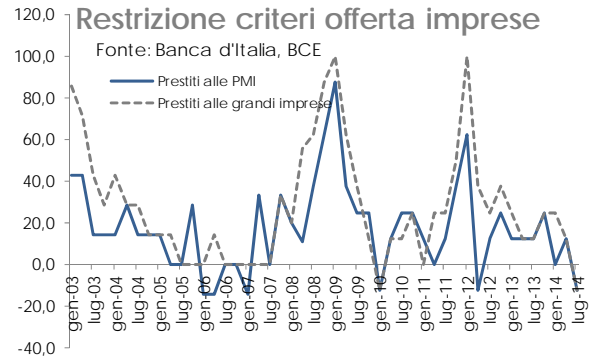
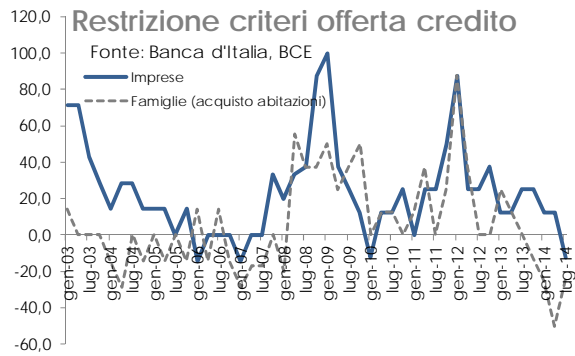
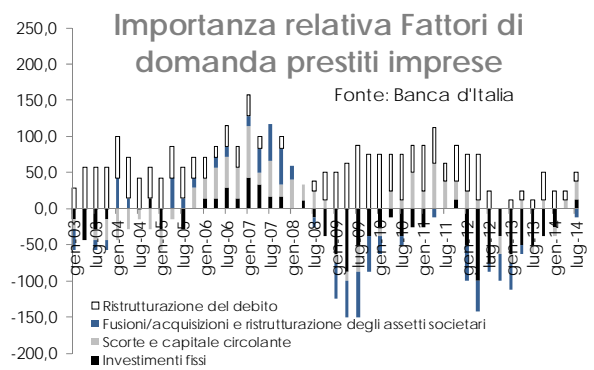
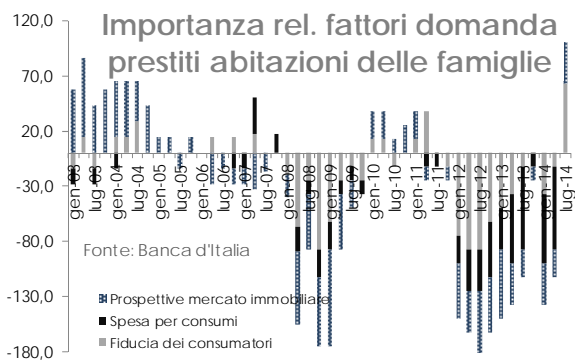
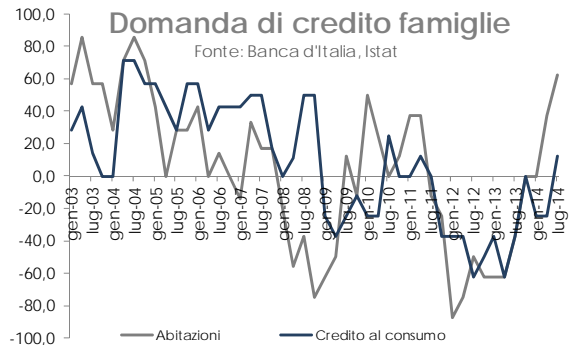
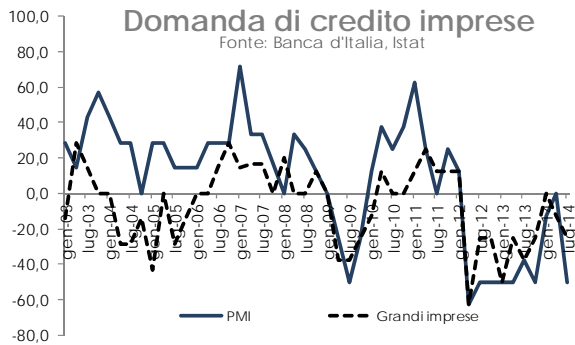
Il numero di emissioni obbligazionarie delle PMI si è ridotto nonostante si siano acuite negli ultimi 4 le difficoltà di accesso al credito. Da un'indagine condotta dell'Istat su un campione di imprese manifatturiere, è emerso che la percentuale di imprese che dichiarano di aver incontrato difficoltà nell'accedere al mercato del credito (quota di imprese manifatturiere che dichiarano di aver richiesto e non ottenuto credito sul totale di quelle che hanno avuto contatti con banche o società finanziarie negli ultimi 3 mesi) è risultata essere in costante crescita soprattutto per le imprese di piccole – medie dimensioni, come è possibile notare dal grafico sopra.

### 1.3 Bank Lending Survey con focus sull'Italia: quale domanda di fondi a medio lungo termine da parte delle imprese

Come accennato nel precedente paragrafo, la restrizione dell'offerta creditizia sembra aver giocato un ruolo importante nella ricomposizione delle fonti di rifinanziamento delle imprese, che a fronte di una crescente difficoltà di accesso ai tradizionali canali di finanziamento bancari, hanno utilizzato più intensamente il canale di finanziamento obbligazionario. I dati raccolti nell'ambito dell'indagine trimestrale condotta della BCE sul credito bancario nell'area Euro (Bank Lending Survey) hanno confermato l'irrigidimento dei criteri di offerta nel periodo 2007 – 2014.

I dati riferiti a imprese e famiglie italiane, mostrano come dal lato della domanda di credito da parte delle imprese e famiglie italiane questa si sia contratta a partire dai mesi iniziali del 2012, anche soprattutto a causa dell'indebolimento del ciclo economico dovuto alla seconda fase della crisi finanziaria internazionale. Il calo della domanda è stato generalizzato e ha colpito sia le grandi che le PMI e si è protratto per tutto il 2013 e per i primi mesi del 2014. I dati prospettici, relativi alle aspettative sul quarto trimestre 2014, hanno tuttavia mostrato una lieve inversione di tendenza per le imprese, già anticipata per le famiglie (sia dal lato del credito al consumo che per l'acquisto di abitazioni). Analizzando i fattori che contribuiscono ad alimentare la domanda di credito, si rileva come l'inversione di tendenza verificata per le famiglie sia riconducibile prevalentemente a un miglioramento della fiducia dei consumatori e, in misura minore, delle prospettive del mercato immobiliare. Dal lato delle imprese è tornata ad avere un contributo positivo quella per investimenti fissi, negativa o nulla dalla fine del 2011.

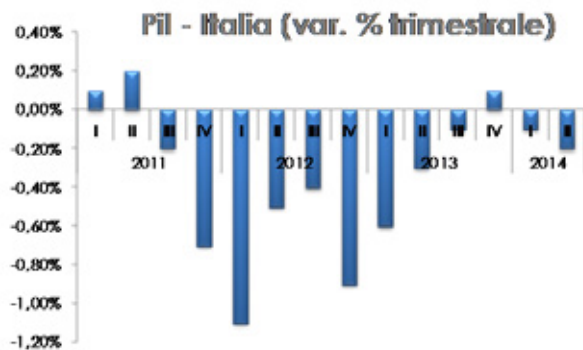
La restrizione dei criteri di offerta, che si era intensificata in concomitanza con lo scoppio della crisi sub prime e con l'acuirsi della crisi dei debiti sovrani in Europa (si veda nel grafico sottostante dove l'aumento dell'indice segnala un peggioramento delle condizioni di accesso al credito nei tre mesi precedenti). La restrizione dei criteri si è concentrata maggiormente sui prestiti a lunga scadenza. L'indagine di luglio 2014 ha evidenziato un marginale miglioramento (il dato relativo ai criteri di offerta riferito al trimestre precedente è risultato negativo, segnalando quindi un miglioramento delle criteri di offerta) sia in riferimento ai prestiti alle grandi imprese sia a quelli alle PMI. Questo fenomeno è stato guidato da una graduale riduzione del rischio di controparte percepito dagli operatori bancari intervistati.



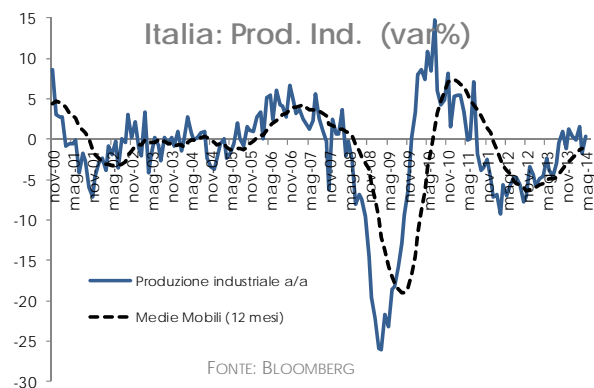
## 2 Il quadro macroeconomico attuale e prospettico

### 2.1 Scenario macroeconomico e previsioni di crescita

Nei primi sei mesi del 2014, si è assistito ad un nuovo rallentamento della congiuntura italiana, dopo i (deboli) segnali di ripresa registrati nella parte finale dello scorso anno. Nell'ultimo trimestre del 2013 infatti, dopo nove semestri consecutivi di crescita negativa, il tasso di variazione del Pil aveva mostrato un'inversione di segno, seppur modesto, pari allo 0,1%, frutto di un arresto della caduta degli investimenti fissi lordi (sospinti dal balzo del 14,2% della componente legata ai mezzi di trasporto e di una ripresa delle esportazioni, che nel semestre in questione erano aumentate dell'1,8%.



Fonte: Istat.

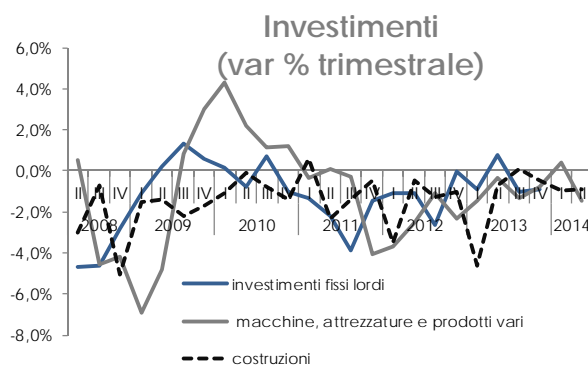
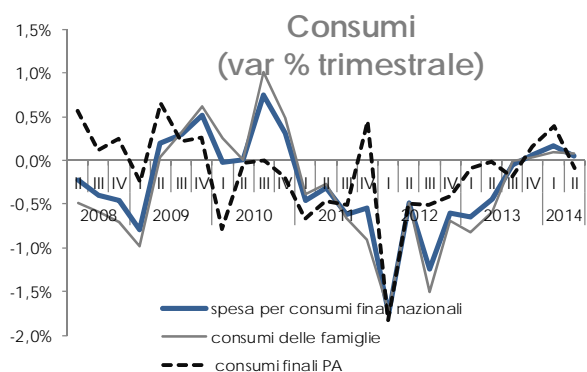


Per l'anno in corso, i dati pubblicati dall'Istat, relativi al primo e secondo trimestre, hanno evidenziato una nuova inversione di tendenza, confermando la recessione tecnica. Nel primo trimestre dell'anno, infatti, il Pil è tornato a diminuire. Su base trimestrale, la contrazione è stata pari allo 0,1%. Come è possibile apprezzare dal grafico sopra, la diminuzione si è trascinata anche nel secondo trimestre, durante il quale il Pil è diminuito dello 0,2%, un dato che si è rivelato peggiore delle attese (l'intervallo previsto dagli analisti era pari a -0,1% - +0,2%). Parallelamente, anche la produzione industriale ha evidenziato segnali di stagnazione, pur non raggiungendo i picchi di caduta del biennio 2012 - 2013. Nei primi sei mesi dell'anno, tale indicatore ha mostrato delle oscillazioni piuttosto ampie, sia in positivo che in negativo. L'ultimo dato disponibile, relativo al mese di giugno, ha indicato un debole aumento su base annua, pari allo 0,4%, dopo la caduta significativa dell'1,7% del mese di maggio.

La prolungata contrazione dei consumi finali nazionali, che aveva caratterizzato le fasi più acute della crisi e che si era già arrestata nei mesi finali del 2013, non è stata replicata nei primi sei mesi dell'anno. Nel primo trimestre, i consumi finali hanno confermato il tasso di crescita positivo già registrato negli ultimi tre mesi del 2013, pari allo 0,2%, grazie all'aumento sia della componente legata ai consumi delle famiglie che delle P.A., che sono aumentati rispettivamente dello 0,1% e dello 0,4%. Nel trimestre successivo, invece, la spesa per consumi finali nazionali ha mostrato una nuova battuta d'arresto, con una crescita nulla rispetto al



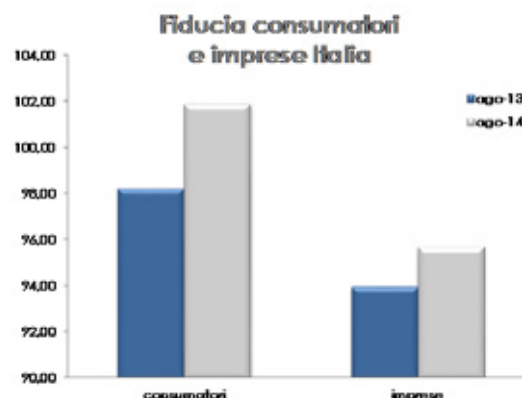
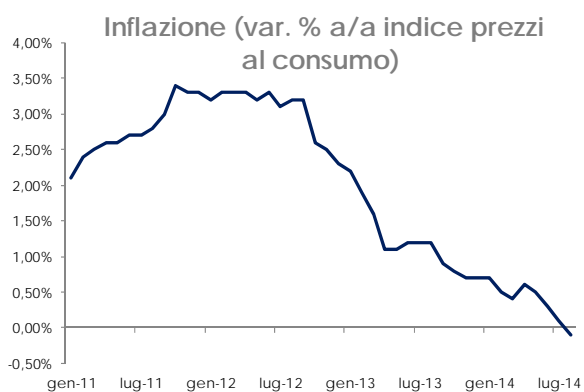
trimestre precedente, a causa della diminuzione dei consumi legati alla P.A. che ha sostanzialmente azzerato l'aumento della spesa delle famiglie.



Fonte: Istat.

L'andamento degli investimenti fissi lordi invece ha confermato come temporaneo l'aumento sperimentato nell'ultimo trimestre del 2013 (che aveva interrotto una serie di 10 diminuzioni consecutive su base trimestrale). Nei primi due trimestri dell'anno infatti, tale componente del Pil è tornata a decrescere, a tassi significativi e pari rispettivamente a -1,0% nel I trimestre e a -0,9% nel II trimestre. Il prolungato stallo del mercato immobiliare ha inevitabilmente pesato sugli investimenti legati alle costruzioni, che sono diminuiti in entrambi i trimestri. La componente legata ai macchinari ed attrezzature ha risentito in maniera particolare dell'ennesimo rallentamento del ciclo economico, come dimostra la contrazione avvenuta nel secondo trimestre dell'anno (-1,5% su base trimestrale).

Nonostante i dati congiunturali non incoraggianti, gli indicatori relativi alla fiducia di consumatori ed imprese hanno evidenziato segnali di miglioramento se paragonati ai dati dei 12 mesi precedenti.



Fonte: Istat.

Per la prima dal 1959, ad agosto i prezzi al consumo sono scesi e l'Italia è entrata in deflazione. Lo spettro della deflazione aveva cominciato a manifestarsi già dai primi mesi dell'anno, quando il tasso d'inflazione era sceso sotto lo 0,5%. Gran parte del rallentamento della crescita dei prezzi al consumo (e della diminuzione di agosto), appare legata alla contrazione dei prezzi dei prodotti alimentari e bevande analcoliche, che da maggio sono diminuiti costantemente, e dei prodotti legati alla comunicazione (con diminuzioni significative dei prezzi legati ai prodotti di telefonia).

In base al peggioramento della congiuntura economica ed in virtù dei vari fattori di incertezza ancora in essere, sia di natura interna che esterna per il 2014 non si prevede il tanto atteso ritorno alla crescita. Per il 2014, infatti, si ipotizza un tasso di crescita del Pil ancora negativo, pari a -0,23%, frutto di una sostanziale stagnazione prevista per il III e IV trimestre dell'anno, che non permetterà di recuperare la contrazione del Pil avvenuta nel primo semestre.

Il ritorno alla crescita è posticipato dunque al 2015, per il quale si prevede un tasso di crescita pari allo 0,83%, frutto dell'inversione di tendenza attesa degli investimenti fissi lordi, che nell'anno in questione torneranno ad aumentare. Tale variabile farà da volano alla crescita nel biennio successivo, per il quale si ipotizza un consolidamento della crescita, seppur su tassi relativamente modesti.

Nel 2016, infatti, il Pil crescerà dell'1,16%, mentre nell'ultimo anno successivo la crescita si assesterà all'1,37%.

L'inversione di tendenza dei consumi finali nazionali avverrà nella seconda metà dell'anno nel quale si prevede avrà effetto il bonus fiscale. Il trascinamento della congiuntura economica negativa potrebbe spingere i consumatori a mantenere un atteggiamento ancora prudentiale, destinando parte dell'aumento previsto del reddito disponibile delle famiglie, che nell'anno in corso aumenterà in termini reali dello 0,94%, a ripristinare il risparmio eroso durante la crisi. La ripresa dei consumi collettivi nel 2015 dovrebbe garantire un tasso di crescita dei consumi finali positivo anche nell'anno successivo, pari allo 0,15 per cento.

L'incremento dei consumi si manterrà su valori ancora compressi nel biennio 2016 - 2017, chiudendo nel 2017 con un aumento su base annua dello 0,67%. Sia la componente legata alle spese delle famiglie, sia quella della P.A., non mostreranno aumenti significativi.

Nei primi sei mesi dell'anno, gli investimenti fissi lordi hanno contribuito in maniera significativa al rallentamento del Pil dei primi 2 semestri. Per l'anno in corso, non si prevede un miglioramento di tale componente nella parte finale dell'anno. La ripresa del mercato immobiliare porterà un'ulteriore contrazione degli investimenti in costruzioni, che scenderanno del 3,57% (-3,14% la stima della sotto componente legata alle abitazioni), annullando l'aumento atteso degli investimenti in macchinari ed attrezzature (+0,84%). Per l'anno in corso, dunque, è prevista ancora una diminuzione degli investimenti fissi lordi, pari a -1,94%.

Come accennato in precedenza, nel 2015 gli investimenti fissi lordi dovrebbero giocare il ruolo fondamentale per la ripresa della crescita. L'inversione di

segno prevista (+1,01%), sarà attribuibile principalmente al balzo degli investimenti in macchinari ed attrezzature, che nello stesso anno cresceranno del 3,52%, a fronte di una crescita ancora prossima allo zero delle costruzioni. Nel 2016 è attesa una ripresa del mercato immobiliare, anche in virtù di una possibile inversione di tendenza della domanda, legata soprattutto al comparto residenziale. Tale dinamica porterà ad una crescita più sostenuta degli investimenti in costruzioni (+2,22%), che andrà a sommarsi all'aumento della componente legata ai macchinari ed attrezzature (+4,39%), portando gli investimenti fissi lordi ad un incremento atteso di circa il 3,8%. Nel 2017 gli investimenti in costruzioni consolideranno la loro crescita (2,96%), al pari della componente legata ai macchinari ed attrezzature.

Nel biennio 2015 – 2016, sia le importazioni che le esportazioni aumenteranno ad un tasso crescente, con le ultime che presenteranno tassi di variazione positivi e costantemente superiori alle prime. I saldi delle partite correnti e merci e servizi si manterranno in avanzo, ma tuttavia decrescenti, a causa dell'effetto prezzo sulle importazioni.

Nonostante il peggioramento della congiuntura, che porterà inevitabilmente a minori entrate fiscali derivanti dalla tassazione diretta, l'andamento decrescente dei tassi d'interesse sui titoli di Stato favorirebbe una minore spesa pubblica per interessi, minor spesa che dovrebbe garantire il rispetto del vincolo del 3% per il rapporto deficit/Pil per l'anno in corso. Il deficit pubblico ammonterà a circa 47,7 miliardi di euro, a fronte di un avanzo primario stimato a 33,2 miliardi. Sempre nell'anno in corso, il rapporto debito / Pil dovrebbe raggiungere il suo massimo e toccare quota 135,83 per cento. L'inversione di tendenza in termini di crescita, prevista nel 2015, dovrebbe generare un miglioramento generale delle finanze pubbliche, con un deficit nell'anno minore di circa 3 miliardi, deficit che subirà una sostanziale diminuzione a partire dal 2016, quando il consolidamento della crescita dovrebbe garantire un avanzo corrente di circa 11,4 miliardi di euro, che unito ad un progressivo aumento dell'avanzo primario a circa 50 miliardi, porterebbe il rapporto debito/Pil su un sentiero decrescente nel biennio 2016 - 2017. Tale riduzione sarebbe frutto di una minore spesa pubblica legata agli interessi, grazie alla normalizzazione dell'andamento dei tassi sui titoli di Stato sia a breve che a lunga scadenza.

Il tasso di crescita dei prezzi al consumo ad agosto per la prima volta dal 1959 ha fatto registrare una diminuzione. Per il 2014 dunque è lecito attendersi un tasso d'inflazione al consumo medio su base annua prossimo allo 0 e pari allo 0,29%. L'inflazione tornerà ad aumentare nel 2015, in concomitanza con la ripresa (attesa) della domanda interna (che nello stesso anno tornerà ad aumentare, ad un tasso pari allo 0,72%). Tuttavia, l'inflazione si manterrà piuttosto contenuta per tutto l'orizzonte temporale, salendo sopra l'1% nel 2016 e chiudendo nel 2017 con un valore pari all'1,39%.

Il tasso di disoccupazione raggiungerebbe nel 2014 il picco del 12,6%. La percentuale di disoccupati inizierebbe a decrescere a partire dal 2015, fino ad arrivare ad un valore inferiore al 12% nel 2017.

## 2.2 Scenario tassi e previsioni

I tassi di interesse ufficiali dei paesi occidentali hanno raggiunto livelli minimi in prospettiva storica.

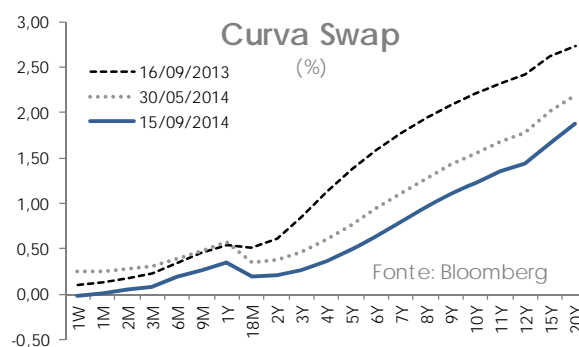
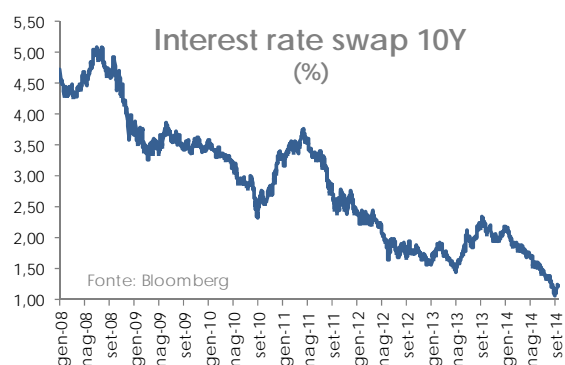
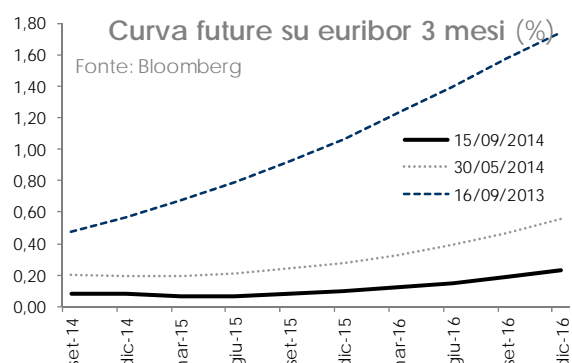
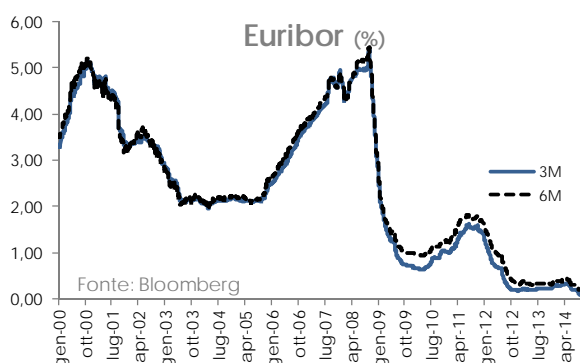
Da un lato, alcune delle misure straordinarie di politica monetaria adottate a livello internazionale hanno iniziato ad essere ritirate. In particolare, negli Stati Uniti è stato consolidato il piano di rientro (tapering) del terzo "quantitative easing" della Federal Reserve. L'ammontare di titoli acquistati mensilmente è gradualmente sceso dagli 85 miliardi di dollari iniziali a 25 e dovrebbe azzerarsi dal mese di ottobre. Il livello dei tassi ufficiali sui Federal Funds, ancora prossimo allo zero, dovrebbe essere mantenuto tale per buona parte del 2015.

Dall'altro, la persistenza della debolezza del ciclo economico della zona euro ha indotto la BCE a effettuare due tagli dei tassi ufficiali nel corso del 2014 (il tasso sui depositi presso l'istituto di Francoforte ha raggiunto un valore addirittura negativo, -0,20%, mentre quello sul tasso relativo alle operazioni di rifinanziamento principali, MRO, ha raggiunto valori prossimi allo zero) e a intraprendere misure di politica monetaria straordinarie. Tra queste, le nuove operazioni di rifinanziamento a 4 anni (TLTRO, Targeted Long Term Refinancing Operations) sono state attivate a partire da settembre 2014 con lo scopo (di qui "targeted") di incentivare gli impieghi al settore privato non finanziario. Gli istituti di credito tra settembre e dicembre 2014 potranno prendere a prestito risorse ad un tasso pari al MRO maggiorato di 10 punti base (attualmente quindi allo 0,15%) per un importo che non ecceda il 7% dei prestiti al settore privato non finanziario erogati alla data del 30 aprile del 2014. L'ammontare complessivo stimato è di circa 400 miliardi di euro. A questo importo si aggiungeranno altre sei tranches trimestrali successive da marzo 2015 a giugno 2016, nelle quali ogni istituto potrà ricevere fino al triplo del totale dei prestiti netti concessi al settore privato non finanziario tra il 30 aprile 2014 e la rispettiva data dell'operazione di riferimento. L'importo complessivo stimato di questa seconda componente delle TLTRO è di circa 600 miliardi. Inoltre, le banche che avranno ricevuto finanziamenti tramite TLTRO e i cui prestiti netti al settore privato risulteranno inferiori al valore di riferimento del periodo compreso tra il 1 maggio 2014 e il 30 aprile 2016 dovranno rimborsare anticipatamente i prestiti ottenuti (settembre 2016). A ottobre 2014, alle TLTRO si aggiungerà un piano di acquisti di Asset Backed Securities (ABS), sempre con l'obiettivo di stimolare il credito.

Nella prima tranche di settembre di TLTRO 255 banche europee hanno chiesto fondi per soli 82,6 miliardi di euro, 23 miliardi per gli 11 Istituti di credito italiano, mentre le attese erano di arrivare almeno a 100 miliardi. Tuttavia, per valutare il successo dell'operazione, si dovrà attendere la tranche di dicembre 2014. A quella data, infatti, le Banche avranno un'idea più chiara delle proprie necessità di fondi e delle proprie strategie di finanziamento dell'economia reale in quanto saranno noti i risultati dell'asset quality review e degli stress test e sarà completata la pianificazione del budget 2015.

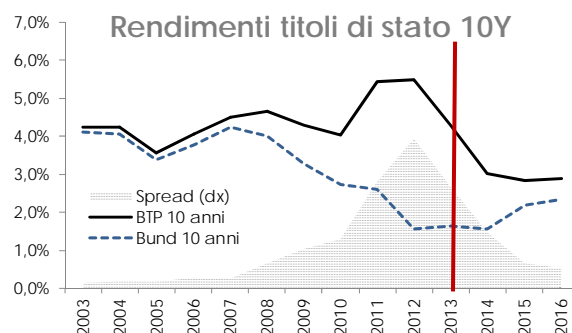
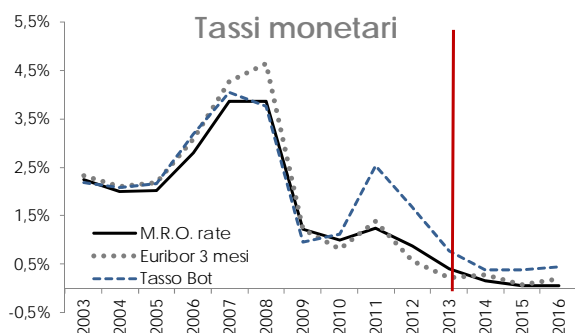
La congiuntura tuttora debole nella zona euro, ha dunque alimentato attese di politica monetaria accomodante lungo un orizzonte temporale ancora lungo.

Questo ha contribuito ad esercitare una pressione al ribasso non solo sui tassi correnti del mercato interbancario ma anche sulle aspettative. Il fenomeno è evidenziato dall'appiattimento della curva futures sull'Euribor a 3 mesi e della curva swap, ben visibile nei grafici sottostanti che mettono a confronto la curva futures sull'Euribor a 3 mesi e la curva swap di metà settembre con quelle di prima dell'estate 2014 e di un anno prima.



Fonte: elaborazioni Federcasse su dati Bce, Bloomberg, Banca d'Italia.

La congiuntura tuttora debole nella zona euro lascia ipotizzare che la politica monetaria espansiva della BCE rimanga tale lungo tutto l'orizzonte di previsione, mentre la Federal Reserve rialzerebbe i tassi di interesse nel secondo semestre del 2015. L'Euribor a tre mesi rimarrebbe di conseguenza compreso su valori significativamente inferiori all'1,0 per cento almeno fino al 2016.



Fonte: Previsioni Federcasse su dati Bce, Bloomberg, Banca d'Italia.

Valori percentuali (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
M.R.O. rate	0,88%	0,40%	0,16%	0,05%	0,05%	0,44%
Euribor 3 mesi	0,57%	0,21%	0,28%	0,08%	0,19%	0,52%
Tasso Bot 6 mesi	1,67%	0,78%	0,37%	0,39%	0,45%	0,73%
Tasso BTP 10 anni	5,50%	4,29%	3,03%	2,84%	2,88%	3,01%
Tasso Bund 10 anni	1,56%	1,63%	1,56%	2,17%	2,35%	2,41%
Spread Btp Bund 10 anni	3,93%	2,66%	1,47%	0,66%	0,53%	0,60%

Fonte: Previsioni Federcasse su dati Bce, Bloomberg, Banca d'Italia.

### 3 La recente evoluzione della regolamentazione dei mercati obbligazionari: piattaforme di negoziazione, strumenti e investitori

Come visto in precedenza per valutare le prospettive di sviluppo del mercato delle obbligazioni bancarie e corporate non si può prescindere dal considerare il quadro macroeconomico di riferimento che fornisce indicazioni sulle condizioni di domanda e di offerta di fondi a medio-lungo termine. Domanda e offerta che tuttavia si devono confrontare con la complessità regolamentare esistente ed in via di applicazione. In questo paragrafo si sintetizzano gli aspetti salienti della normativa di riferimento per quanto concerne strumenti, piattaforme di negoziazione e investitori nell'ambito dei mercati obbligazionari con particolare riferimento alle seguenti discipline: CRD IV, BRRD, MiFID II e MAD 2.

#### 3.1 Strumenti

Il contesto di mercato e regolamentare ha generato una moltiplicazione di strumenti di tipo obbligazionario a supporto degli investimenti e a rafforzamento del capitale di rischio di banche e imprese. In generale ci si è spinti lungo due direttrici, la prima ha l'obiettivo di migliorare la qualità delle emissioni e ridurre il costo attraverso il meccanismo della collateralizzazione, la seconda di avvicinare il concetto di capitale di debito a quello di capitale di rischio creando un continuum tra obbligazioni *plain vanilla* e capitale di rischio. Queste dinamiche hanno interessato sia il segmento corporate sia quello bancario. In questo paragrafo si approfondiscono alcuni strumenti obbligazionari bancari che risultano di particolare interesse alla luce della nuova normativa prudenziale (Basilea 3, CRR-CRD IV) e di prevenzione e risoluzione delle crisi bancarie (BRRD, SRM). I tradizionali prestiti obbligazionari subordinati il cui rimborso è, per l'appunto, contrattualmente subordinato all'integrale rimborso di tutti i creditori non egualmente subordinati in caso di liquidazione o fallimento del debitore, sono stati infatti affiancati da una serie di strumenti ibridi di patrimonializzazione che possono essere convertiti in capitale di rischio anche prima che si arrivi al fallimento dell'emittente, i cosiddetti CoCos (contingent convertible

capital instruments). La nuova disciplina di prevenzione e risoluzione delle crisi, inoltre, ha introdotto un nuovo concetto, il *bail in*, che comporta la conversione in capitale di rischio anche di passività che contrattualmente non prevedono tale conversione (ad es. i depositi oltre la quota garantita). Da questa disciplina sono esclusi una categoria particolare di obbligazioni, le obbligazioni bancarie garantite (OBG) o covered bond.

### 3.1.1. *Contingent convertible capital instruments*

I CoCos sono strumenti di debito subordinato che a determinate condizioni, in virtù di un meccanismo contrattuale, si convertono in equity e/o sono cancellati parzialmente. L'obiettivo dei CoCos è dunque quello di fornire all'emittente capitali freschi (convertendo il debito) o di ridurre il livello di debito durante periodi di crisi. Sono, quindi, strumenti di debito che in situazione di stress (i.e. prima che l'azienda vada in default) possono essere utilizzati per assorbire le perdite, ridurre il livello di debito e/o rafforzare il patrimonio dell'istituto bancario. I CoCos sono quindi classificati a seconda di tre caratteristiche: i) *trigger* di conversione espressi in termini di capitalizzazione di mercato o di capitale di qualità primaria (CET 1) che possono attivarsi in maniera automatica o a discrezione del regolatore; ii) meccanismo di assorbimento delle perdite che va dalla conversione in *equity* alla cancellazione di tutto o parte del debito sottostante; iii) tasso di conversione del debito in capitale che può essere a un prezzo fisso, o di mercato, o una combinazione dei due.

Secondo il *framework* di Basilea 3, nel rispetto di determinati requisiti, i CoCos possono qualificarsi come *Additional Tier 1* (AT1) oppure *Tier 2* (T2). Il Regolamento (EU) n. 575/2013 (cd. CRR), che ha recepito nell'ordinamento comunitario il *framework* di Basilea 3, contempla limitatamente agli AT1 solo i titoli che rispettino il requisito di *going-concern contingent capital* (GCCN) posto ad un valore almeno pari al 5,125% in termini di CET1/RWA.<sup>1</sup> Da quanto sopra consegue che maggiore è l'assimilabilità a capitale di rischio – e la computabilità tra gli elementi di capitale regolamentare della banca – più costosa sarà l'emissione.

La dimensione del mercato dei CoCos è tuttora modesta ma in fase di crescita e con aspettative di ulteriore crescita nei prossimi anni. Negli ultimi anni, infatti, la necessità di soddisfare requisiti di capitale sempre più elevati (per esigenze regolamentarie e di mercato) ha spinto le banche ad emettere CoCos, anche con trigger points pari o superiori al minimo prefissato per soddisfare il requisito di GCCN ed essere così ammessi al capitale AT1. Lo sviluppo del mercato dei CoCos è stato limitato anche dall'incertezza in merito al loro trattamento fiscale che, ovviamente, è suscettibile di influire significativamente sul costo degli strumenti per le banche emittenti. In Italia, con la Legge n. 147/2013 è stato sancito che le variazioni di valore che derivano dalla attuazione di specifiche previsioni contrattuali degli strumenti finanziari rilevanti in materia di adeguatezza patrimoniale ai sensi della

1 Nell'aprile 2014 la BCE ha stabilito che i CoCos possono essere utilizzati per colmare eventuali deficit patrimoniale che risultino dal Comprehensive Assessment. In particolare, gli strumenti AT1 con un trigger superiore al 7% potranno essere usati dalle banche per rafforzare il capitale sino all'1% dei loro RWA.

normativa comunitaria e delle discipline prudenziali nazionali non concorrono alla formazione del reddito imponibile degli emittenti. Con tale provvedimento legislativo è stato rimosso uno stato di incertezza che penalizzava la capacità del settore bancario italiano di ricorrere al mercato per rafforzare la propria posizione patrimoniale.

La prima emissione di CoCos è stata quella di Lloyds nel 2009. Successivamente ci sono state le emissioni di Credit Suisse, Rabobank, Barclays, UBS. Le banche inglesi e quelle svizzere, anche per effetto del nuovo regime regolamentare, sono state le più attive. Secondo stime di Barclays, nel primo trimestre 2014 il mercato dei CoCos è cresciuto del 25% su base annua.

UniCredit e Intesa San Paolo sono state le prime banche italiane a fare ricorso a questi strumenti rispettivamente, nel luglio e settembre 2010. Nel Marzo 2014 Unicredit si è riproposta sul mercato con l'emissione del primo hybrid bond ibrido di tipo AT1 in Italia (obbligazione perpetua in dollari, callable dopo il decimo anno con un trigger al 5.125% di CET1).

### 3.1.2. *Bail-in e impatti prospettici sui mercati obbligazionari*

Come si è accennato in precedenza, il quadro normativo sulla gestione e la risoluzione delle crisi bancarie nella UE ha introdotto un dispositivo di portata più generale, estendo oltre il perimetro dei CoCos la convertibilità di uno strumento di debito in strumento patrimoniale. Tale dispositivo, noto come meccanismo di *bail-in*, scatta al raggiungimento del cosiddetto PONV – Point of Non-viability – e con provvedimento di messa in stato di risoluzione da parte dell'Autorità.

Il *bail-in*, introdotto dalla Direttiva sulla gestione delle crisi<sup>2</sup>, è di portata generale – Statutory approach – in quanto gli strumenti del passivo bancario sono convertibili in equity (con riduzione forzata e/o cancellazione del valore faciale del titolo di debito) su decisione dell'Autorità di risoluzione anche in assenza di clausole contrattuali esplicite come nel caso dei CoCos. Tuttavia, mentre la convertibilità dei CoCos può attivarsi in situazione di *going-concern*, il *bail-in* che colpisce gli altri strumenti del passivo può scattare solo una volta l'emittente è stato posto in stato di risoluzione. Il potere di svalutazione e di conversione delle passività di una banca in dissesto o a rischio dissesto è esercitato col fine di ricapitalizzare l'istituto e/o comunque di ridurre le perdite che altrimenti, verrebbero coperte da fondi obbligatori (fondo di risoluzione e DGS) e/o da un intervento pubblico. Va segnalato che, fatte salve le passività espressamente escluse dall'ambito di applicazione (depositi garantiti fino a 100.000€, passività garantite come ad esempio i Covered Bonds e pochissime altre), il *bail-in* è applicabile a tutti gli strumenti del passivo bancario. In particolare, l'obbligazione bancaria ordinaria/semplice è assoggettabile al *bail-in*.

Esiste certamente una gerarchia dei creditori in base alla quale un CoCo è colpito prima di un bond plain vanilla il quale a sua volta, è colpito prima di un

2 Per definizione, il *bail-in* è un "meccanismo per l'esercizio da parte di un'autorità di risoluzione, dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione" (BRRD, Art. 2, Par. 1 (57)).



certificato di deposito per la parte eccedente 100.000 €. Tuttavia, la portata generale del *bail-in* rende meno rigido il confine fra la posizione privilegiata dell'obbligazionista e la posizione residuale dell'azionista. Il *bail-in* è destinato a modificare in modi non chiari al momento, i mercati delle obbligazioni bancarie. Tuttavia, l'impatto del *bail-in* è valutabile rispetto ai seguenti ambiti:

- Modificazione del comportamento degli investitori e pricing dei titoli obbligazionari: la maggiore esposizione alle perdite anche in assenza di un fallimento formale dell'emittente potrebbe spingere gli investitori a richiedere una maggiore remunerazione. Sul piano teorico, l'assoggettamento di una obbligazione al *bail-in* non modifica il rischio intrinseco dell'emittente. Tuttavia, il *bail-in* con statutory approach rende quasi certo l'esercizio dell'opzione di convertibilità da parte degli azionisti rispetto ai creditori.
- Segmentazione e caratterizzazione delle categorie d'investitori nei mercati obbligazionari: gli investitori retail poco propensi al rischio potrebbero ritirarsi significativamente dai mercati obbligazionari bancari, anche in ragione delle disposizioni della MiFID sulla protezione da assicurare a questa categoria di investitori. In altri termini, i mercati obbligazionari bancari rimarrebbero aperti quasi esclusivamente agli investitori istituzionali. Inoltre, anche se l'obbligazione ordinaria ha precedenza rispetto ad un CoCo nella gerarchia dei creditori, la sua *bail-in*abilità in presenza di provvedimento di risoluzione da una parte potrebbe ridurre la sua appetibilità per gli investitori retail. Dall'altra parte, se confrontata ad un CoCo potrebbe venire meno la sua convenienza per gli investitori istituzionali (rende meno in tempi normali ed è comunque aggredibile in caso di crisi). Da queste considerazioni, è possibile ipotizzare impatti negativi per gli emittenti di piccola dimensione i quali finora si sono rivolti soprattutto alla clientela retail.
- Differenziazione strutturale dei mercati obbligazionari bancari rispetto a quelli corporate: in ragione dello strumento del *bail-in*, i detentori di obbligazioni bancarie sono meno protetti rispetto agli obbligazionisti corporate. Ciò potrebbe contribuire a rendere di fatto le obbligazioni corporate più appetibili, a parità di altri fattori.

### 3.1.3. *Obbligazioni bancarie garantite*

Come è stato detto, le obbligazioni bancarie garantite (OBG) o covered bond sono escluse dal perimetro di applicazioni del *bail-in*. Anche in ragione di altri privilegi regolamentari e prudenziali, la loro convenienza sia per gli emittenti che per gli investitori poco propensi al rischio, potrebbe spingere a sviluppi significativi di tale segmento e forse compensare almeno in parte, le ricadute negative derivanti dall'introduzione del *bail-in*.

I covered bond sono titoli di debito emessi da banche che beneficiano di una doppia garanzia a tutela degli investitori: il patrimonio dell'emittente (la garanzia generica) e il patrimonio separato composto da attività (cover assets) di primaria

qualità (la garanzia specifica, caratterizzata da una bassissima probabilità di default). Gli attivi (che, come già detto, sono di elevata qualità, essenzialmente mutui ipotecari e crediti agli enti locali) possono essere costituiti in garanzia permanendo giuridicamente nel patrimonio dell'emittente o fuoriuscendo dallo stesso. Il basso profilo di rischio, testimoniato dai rating solitamente assegnati a questo tipo di obbligazioni, l'alta standardizzazione e l'elevata liquidità, cui si aggiungono i privilegi regolamentari riconosciuti a livello comunitario, in particolare in termini di trattamento prudenziale favorevole, contribuiscono a rendere i covered bond, uno strumento finanziario molto appetibile per gli investitori istituzionali. I medesimi fattori sono alla base dei vantaggi per le banche emittenti in quanto consentono di migliorare il profilo della raccolta delle banche – in termini di riduzione dei relativi costi, allungamento della durata media delle passività, e mobilitazione di attivi altrimenti illiquidi – e rappresentano uno dei più affidabili strumenti di finanziamento anche in fase di tensione sui mercati finanziari.

In particolare, dal punto di vista prudenziale, tali strumenti rappresentano per le banche investitrici un investimento che: i) gode di un trattamento di favore in termini di requisiti patrimoniali; ii) è computabile, nel rispetto di determinate condizioni, ai fini del Liquidity Coverage Ratio (LCR); iii) gode di una ponderazione preferenziale nell'ambito del Net Stable Funding Ratio (NSFR).

In Europa, ad oggi, ci sono strutture giuridiche finalizzate all'emissione di covered bond in 26 Stati. In aggiunta, ci sono almeno 7 altri paesi europei che sono in procinto di adottare una legislazione in materia.

Nella maggior parte di questi Paesi l'emissione è regolata da legislazioni specifiche, le quali stabiliscono gli standard per la protezione dei portatori di obbligazioni, i criteri di identificazione degli attivi idonei ed altre caratteristiche specifiche. In Italia, i covered bond – formalmente definiti Obbligazioni bancarie garantite (OBG), sono disciplinate dagli artt. 7-bis e 7-ter della Legge n. 130/ 1999, dal D.M. Economia e Finanze n. 310/2006 e dalle Disposizioni di Vigilanza per le banche della Banca n. 285/2013 (Parte Terza, Capitalo 3). La disciplina italiana dei covered bond prevede una serie di vincoli in termini di requisiti delle banche emittenti e delle cedenti, limiti nell'individuazione degli attivi cedibili, limiti alla cessione degli attivi, vincoli nel rispetto del rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute e vincoli nella separazione patrimoniale.

Lo scorso giugno la Banca d'Italia ha emanato un provvedimento con il quale sono state modificate le disposizioni di vigilanza in materia di OBG al fine di allineare la disciplina nazionale di tali strumenti alla CRR. Inoltre, è stata ampliata la platea dei potenziali emittenti consentendo l'ingresso di intermediari attualmente esclusi dalla possibilità di emissione, pur mantenendo uno stretto collegamento tra capacità operative e grado di patrimonializzazione degli emittenti. In particolare, il requisito minimo in termini di Fondi Propri per le banche emittenti è stato ridotto da 500 milioni a 250 milioni di Euro ed è stato previsto che le banche aventi a livello individuale Fondi Propri inferiori a 250 milioni possono mettere a disposizione propri attivi a garanzia di OBG emesse da banche aderenti al medesimo sistema di tutela

istituzionale (IPS) riconosciuto dalla Banca d'Italia, purché l'emittente rispetti i requisiti per l'emissione a livello individuale o consolidato.

Alla fine del 2013 il volume di OBG in circolazione nei mercati dei capitali europei ammontava a circa 2,81 trilioni di euro. I principali emittenti risiedono nei seguenti paesi: Germania, Spagna, Danimarca, Francia e Svezia. In Italia la diffusione delle OBG risale all'ultimo decennio con un incremento significativo a partire dal 2010; rispetto ad altri paesi europei lo stock di titoli emessi risulta significativamente più contenuto. In dettaglio, utilizzando gli ultimi dati disponibili dallo European Covered Bond Council (ECBC), a dicembre 2012 l'ammontare emesso da banche italiane è pari a 126 mld di euro contro i circa 362 mld in Francia, 525 mld in Germania e 440 mld in Spagna. In Italia la crescita di questi strumenti è andata di pari passo con la crescita della platea di emittenti ed è stata guidata da emissioni prevalentemente coperte da crediti ipotecari, nel 2011 e 2012 le emissioni sono state rispettivamente pari a 35,1 e 70,8 mld di euro. In particolare, nel 2012 le emissioni sono state garantite esclusivamente da crediti ipotecari e per l'84,4% hanno riguardato OBG a tasso variabile.

Tra il 2013 e i primi mesi del 2014 si registrano in Italia emissioni benchmark pubbliche in prevalenza a tasso fisso e di durata compresa tra i 5 e i 12 anni. Il successo di questi collocamenti è testimoniato dagli elevati tassi di copertura, che misurano il rapporto tra ammontare richiesto dal mercato ed ammontare emesso. Il tasso di copertura, infatti è sempre superiore a 1 e raggiunge valori molto alti anche per emittenti più rischiosi; ad esempio MPS il 10 aprile scorso ha collocato un miliardo di covered bond a 7 anni e cedola 2,875% a fronte di una domanda pari a 4 miliardi (tasso di copertura pari a 4). Si consideri che solo il giorno successivo la Repubblica italiana ha collocato un BTP a 7 anni con cedola pari al 3,75% e tasso di copertura 1,47.

### 3.2 Mercati finanziari: MiFID II

Dopo un lungo processo di approvazione, le nuove disposizioni di revisione del quadro normativo in materia di mercati, strumenti e servizi finanziari sono state pubblicate, il 12 giugno 2014, nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. La nuova disciplina, che si applicherà a partire dal 3 gennaio 2017<sup>3</sup>, si compone di una Direttiva (MiFID II), ampiamente revisionata rispetto alla previgente normativa, e di un Regolamento (MiFIR).

La nuova disciplina non solo innalza il livello di protezione degli investitori ma interviene anche sulla struttura e i requisiti dei mercati. Infatti, con MiFID II il legislatore europeo prende atto dell'emergere a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati che dovrebbero essere soggetti a obblighi atti a preservare il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari. Pertanto, vanno a completare il novero delle "sedi di negoziazione" (c.d. trading venues), oltre i Mercati regolamentati e i Sistemi di negoziazione

3 Il recepimento da parte degli Stati Membri dovrà avvenire entro il 3 luglio 2016.

multilaterale (MTF) i nuovi Sistemi organizzati di negoziazione, c.d. OTF - Organized Trading Facilities. Ed è proprio sulle trading venues che il legislatore ha dispiegato maggiormente il plesso regolamentare perseguendo il massimo livellamento della disciplina, per un maggiore dettaglio sulle "sedi di negoziazione" si rimanda al Box 1.

Tuttavia, se da una parte è immaginabile un innalzamento del livello di trasparenza dei mercati, dall'altra si rischia un'eccessiva frammentazione degli scambi che potrebbe comportare una perdita di efficienza dei mercati stessi. Infatti, già con MiFID I e l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi presso i mercati regolamentati, si è assistito ad un rapido moltiplicarsi delle sedi di negoziazione che ha prodotto, certamente, una buona dose di competizione tra mercati nel rispetto del principio della "best execution". Il rischio, domani, è che la competizione tra sedi di negoziazione diventi sterile frammentazione.

La disciplina delle OTF rappresenta un'importante novità e in tale ottica, la ratio del legislatore è chiara: far emergere – e quindi rendere trasparente – un'operatività multilaterale "over the counter" che oggi sfugge, nell'attuale disciplina, alle regole dei mercati. E probabilmente l'intenzione è quella di attrarre alle regole dei mercati i c.d. "dark pool", cioè quei sistemi tipicamente "crossing network" che incrociano gli ordini in assenza di trasparenza. Tuttavia, i due tratti caratteristici delle OTF, negoziazione di prodotti "non equity" e discrezionalità nell'esecuzione degli ordini, legittimano un'ipotesi di utilizzo di tale trading venue per lo sviluppo del mercato secondario delle obbligazioni (corporate e bancarie).

Altra novità di rilievo riguarda i cosiddetti Internalizzatori Sistemati, che grazie alla nuova disciplina possono intervenire anche su strumenti diversi dalle azioni. Tra gli obiettivi della revisione della MiFID, infatti, si rileva la necessità di far emergere l'attività di internalizzazione sistematica nell'ambito delle imprese di investimento e di far sviluppare tale figura all'interno dell'Unione Europea, estendendo tale attività agli strumenti "non equity" e attribuendo un ruolo rilevante nell'applicazione delle norme di riferimento alle Autorità competenti. I criteri quantitativi saranno disciplinati nell'ambito degli standard tecnici di regolamentazione/implementazione di futura emanazione e si baseranno sui criteri di frequenza, sistematicità e sostanzialità delle negoziazioni<sup>4</sup>.

Si precisa, tuttavia, che in Italia, in considerazione della particolare connotazione del mercato obbligazionario, già con MiFID I il ruolo degli Internalizzatori era stato esteso a tale comparto, riscontrando una certa diffusione tra le banche (Cfr. Tabella 3.1) che in questo modo garantiscono maggiore liquidità al mercato delle proprie obbligazioni.

4 Cfr. ESMA/2014/549 del 22 maggio 2014. Consultation Paper, MiFID II/MiFIR.

**Tabella 3.1 – Internalizzatori Sistematici italiani**

Internalizzatori Sistematici su strumenti finanziari diversi da azioni	Internalizzatori Sistematici su azioni
BANCA CARIME *	FINECO BANK
BANCA AKROS	
BANCA DELLE MARCHE	
BANCA DI VALLE CAMONICA *	
BANCA IMI	
BANCA MEDIOLANUM	
BANCA POPOLARE COMMERCIO E INDUSTRIA *	
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	
BANCA POPOLARE DI ANCONA *	
BANCA POPOLARE DI BERGAMO *	
BANCA REGIONALE EUROPEA *	
BANCO DI BRESCIA *	
CASSA DI RISPARMIO DI LORETO SPA - CARILO	
INVEST BANCA	
MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE	
UBI BANCA PRIVATE INVESTMENT *	
UNIPOL BANCA	

\* Gruppo UBI Fonte: Consob.

La liquidità del mercato incide, altresì, sulla disciplina delle quotazioni. Infatti, per i prodotti "non-equity" per i quali esiste un mercato liquido, la MiFIR stabilisce che gli Internalizzatori Sistematici sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili quando sono soddisfatte le seguenti condizioni: i) un cliente sollecita una quotazione; ii) l'Internalizzatore Sistematico accetta di pubblicare una quotazione. In tal caso, gli Internalizzatori Sistematici rendono disponibili agli altri loro clienti le quotazioni irrevocabili pubblicate. In assenza di un mercato liquido, gli Internalizzatori Sistematici si "limitano" a comunicare su richiesta le quotazioni alla clientela se accettano di fornirne una quotazione. La definizione di mercato liquido è attualmente in consultazione nel Livello 2 delle discipline. L'ESMA propone una serie di criteri tra i quali: la frequenza e la dimensione delle transazioni, il numero dei partecipanti al mercato, gli spread rilevabili.

## Box 1

### La disciplina sui mercati degli strumenti finanziari – MiFID II

Se da un lato, con MiFID II, le OTF entrano a far parte della categoria delle trading venues, dall'altra non ne sono più annoverati gli Internalizzatori Sistemati. Tale scelta è attribuibile ad una razionalizzazione delle regole che vede, nei fatti, una bipartizione dei "mercati" – intesi in senso lato come sede di esecuzione degli ordini – tra sedi "multilaterali" e sedi "bilaterali", assegnando solamente alle prime la qualifica di trading venues.

Con MiFID II si rafforza il grado di specularità tra le diverse sedi di negoziazione, soprattutto per quanto riguarda i Mercati regolamentati e gli MTF, con particolare riferimento al regime di trasparenza pre e post-negoziazione e alla presenza di regole di funzionamento chiare e trasparenti basate su criteri oggettivi, che disciplinano l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni e l'accesso degli operatori ai mercati.

L'obiettivo del "level playing field" tra le sedi di negoziazione "multilaterali" si evince chiaramente dalla Tabella 1, dove si lascia esclusivamente alle OTF la discrezionalità nelle regole di esecuzione degli ordini.

Tabella 1 – Requisiti delle diverse sedi di esecuzione degli ordini

Sede di esecuzione / Requisiti	Mercati Regolamentati	MTF	OTF	Internalizzatore Sistemato	OTC
	Sede di negoziazione "multilaterale"			Negoziazione "bilaterale"	
Trasparenza pre-trade	✓	✓	✓	✓	
Trasparenza post-trade	✓	✓	✓	✓	✓
Esecuzione non discriminatoria	✓	✓		✓	
Condizioni trasparenti	✓	✓	✓	✓	
Sorveglianza dei mercati	✓	✓	✓		
Regole di condotta			✓	✓	✓

Fonte: Commissione Europea.

#### Mercati Regolamentati

La MiFID II mantiene la stessa definizione di Mercato regolamentato adottata nel 2004.

"Mercato regolamentato": sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente al titolo III della direttiva<sup>5</sup>.

Nonostante la MiFID II realizzi, come visto, un maggiore "level playing field" tra sedi multilaterali, non si può negare che i Mercati regolamentari assumono un ruolo centrale nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari. Ruolo che giustifica una particolare attenzione del legislatore su diversi aspetti, tra i quali:

- l'autorizzazione del mercato;
- i requisiti interni all'organo di gestione di un gestore di mercato;
- i requisiti organizzativi;
- la resilienza dei sistemi;
- l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione;
- la sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari dalla negoziazione;
- l'accesso al mercato;
- la proprietà dei mercati.

Ad oggi sono autorizzati 105 Mercati Regolamentati nell'Unione Europea<sup>6</sup>, 9 dei quali presenti in Italia (cfr. Tabella 2).

Tabella 2 – Elenco dei Mercati Regolamentati italiani

Società	Denominazione "mercato"
BORSA ITALIANA	Mercato Telematico Azionario ("MTA")
	Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC ("ETFplus")
	Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT")
	Mercato telematico dei securitised derivatives ("SeDeX")
	Mercato telematico degli investment vehicles ("MIV")
	Mercato degli strumenti derivati ("IDEM")
MTS	Mercato Telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato ("MTS")
	Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato
	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da Organismi Internazionali partecipati da Stati ("MTS Corporate")

Fonte: Consob.

5 Cfr. Art. 4, comma 1, punto 21).

6 Cfr. <http://mifidatabase.esma.europa.eu>.

## Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF)

Come per i Mercati Regolamentati, la MiFID II mantiene la definizione di MTF adottata nel 2004.

"Sistema multilaterale di negoziazione": sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della direttiva<sup>7</sup>.

Dal testo letterale della norma emerge una sostanziale coincidenza dei contenuti definitivi tra gli MTF e i Mercati regolamentati. Evidentemente, le differenze devono essere colte nell'ambito dei requisiti e degli adempimenti ai quali devono attenersi le due tipologie di *trading venues*. Peraltro, le norme, laddove previste per entrambi i mercati, possono atteggiarsi con modalità e profondità differenti.

In particolare, per gli MTF sono disciplinati i seguenti principali aspetti:

- regole trasparenti per la negoziazione;
- regole trasparenti, non discriminatorie e oggettive per l'accesso al sistema;
- resilienza dei sistemi;
- regole non discrezionali per l'esecuzione degli ordini.

Con riferimento alle imprese di investimento e ai gestori del mercato che gestiscono un MTF, la direttiva stabilisce specifici requisiti, in termini di:

- adeguatezza nella gestione dei rischi;
- dotazione di dispositivi efficaci;
- risorse finanziarie sufficienti.

Ulteriore caratteristica degli MTF, è il divieto alle imprese di investimento e ai gestori del mercato di eseguire gli ordini in conto proprio, nonché di effettuare negoziazioni c.d. "*matched principal*"<sup>8</sup>.

Ad oggi sono autorizzati 151 MTF<sup>9</sup> nell'Unione Europea, 9 dei quali presenti in Italia (cfr. Tabella 3).

Nell'ambito degli MTF, la MiFID II introduce la possibilità di registrare tale *trading venue* come un "mercato di crescita delle PMI". Infatti, uno degli obiettivi della revisione della disciplina è quello di facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese

7 Cfr. Art. 4, comma 1, punto 22).

8 Per negoziazione «*matched principal*» si intende, ai sensi del Art. 4, comma 1, punto 38): "una negoziazione in cui l'intermediario si interpone nella transazione tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione della transazione, con le due parti della transazione eseguite simultaneamente, e la transazione è conclusa ad un prezzo al quale l'intermediario non realizza né utili né perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese della transazione comunicati precedentemente".

9 Cfr. <http://mifidatabase.esma.europa.eu>.



agevolando lo sviluppo dei mercati specializzati a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti<sup>10</sup>.

Per essere registrato come "mercato di crescita delle PMI" un MTF deve soddisfare le seguenti condizioni:

- almeno il 50% degli emittenti ammessi alle negoziazioni sono PMI;
- sono stabiliti criteri appropriati per l'ammissione alla negoziazione;
- sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di decidere con cognizione di causa;
- sul mercato esiste un'adeguata informativa finanziaria periodica;
- gli emittenti rispettano i requisiti loro applicabili in tema di abusi di mercato;
- le informazioni sulla regolamentazione riguardanti gli emittenti sono conservate e divulgate pubblicamente;
- esistono sistemi e controlli efficaci intesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato.

Tabella 3 – Elenco dei Sistemi Multilaterali di Negoziazione italiani

Società	Denominazione "MTF"
E-MID SIM	E-MIDER
	E-MID Repo
EuroTLX SIM	EUROTLX
HI-MTF SIM	HI-MTF
	HI-MTF "Order Driven"
BORSA ITALIANA	AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE
	EXTRAMOT
	BORSA ITALIANA TRADING AFTER HOURS
MTS	BOND VISION CORPORATE

Fonte: Consob.

### Sistemi di negoziazione organizzati (OTF)

Per OTF si intende un sistema multilaterale, diverso da un mercato regolamentato o MTF, che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti<sup>11</sup>.

10 Cfr. Considerando 132 della MiFID 2.

11 Cfr. Art. 4, comma 1, punto 23).

Pertanto, le OTF possono negoziare esclusivamente prodotti "*non equity*" così come sopra elencati.

La definizione di OTF ha carattere volutamente ampio, affinché essa – ora e in futuro – sia in grado di ricomprendere tutte le tipologie di "*esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione*" che non corrispondono alle funzionalità delle o alle specifiche regolamentari previste per le attuali categorie di *trading venues*<sup>12</sup>.

Già la direttiva MiFID I aveva comportato una "liberalizzazione delle negoziazioni", contribuendo di fatto ulteriormente all'ampliamento dei mercati e dei soggetti che organizzano e gestiscono i sistemi di negoziazione. Infatti, dal 2007 è stata riconosciuta e istituzionalizzata la presenza di luoghi alternativi di negoziazione: gli MTF e gli Internalizzatori Sistemati, che ha comportato, tra le altre cose, l'abrogazione in Italia dei Sistemi di scambio organizzato (SSO)<sup>13</sup>.

Mentre i Mercati regolamentati e i Sistemi multilaterali di negoziazione sono caratterizzati da norme non discrezionali per l'esecuzione delle operazioni, il gestore di un OTF potrà effettuare l'esecuzione degli ordini su base discrezionale fatti salvi, qualora applicabili, i requisiti di trasparenza pre-negoziazione e l'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

Tale potere discrezionale si può esplicitare su due livelli:

- nella decisione di inserire un ordine in un OTF o di ritirarlo una volta inserito;
- nella decisione di non abbinare uno specifico ordine con gli ordini disponibili nel sistema in un dato momento.

Al fine di evitare potenziali conflitti di interessi ovvero comportamenti opportunistici tra sedi di esecuzione degli ordini, la gestione di un OTF e di un Internalizzatore Sistemato non può avvenire nell'ambito della stessa entità giuridica.

Similmente a quanto previsto per gli MTF, è fatto divieto alle imprese di investimento e ai gestori del mercato che gestiscono un OTF di eseguire gli ordini in conto proprio. Tuttavia, diversamente dagli MTF e al fine di agevolare l'esecuzione degli ordini dei clienti in strumenti "*non equity*" le OTF possono effettuare negoziazioni "*matched principal*"<sup>14</sup>.

### Internalizzatori Sistemati

Partendo dalla constatazione che, dall'entrata in vigore di MiFID I, il numero degli Internalizzatori Sistemati è stato inferiore rispetto alle aspettative, MiFID II/MiFIR ampliano il ruolo di tali soggetti, rispetto all'attuale previsione che li circonda alle sole azioni.

12 Cfr. Considerando 8 MiFIR.

13 Cfr. Art. 78 Testo Unico della Finanza (previgente alla MiFID) e Delibera Consob n. 14035 del 17 aprile 2003.

14 Il *Matched Principal Trading* non è ammesso per gli strumenti sottoposti all'obbligo di clearing ai sensi del Regolamento (UE) N. 648/2012 (c.d. EMIR).

La MiFIR modifica la disciplina degli Internalizzatori Sistemati sostanzialmente sotto due aspetti: l'ambito di applicazione e la definizione. Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, questo viene ampliato sia in termini "tipologia di prodotto": aggiungendo gli strumenti "equity-like" e, come detto, gli strumenti "non-equity"; sia in termini di "mercati di negoziazione": aggiungendo gli strumenti negoziati su MTF e OTF.

Le imprese di investimento che non ricadranno nella nuova definizione di Internalizzazione Sistemato potranno comunque scegliere di dichiararsi come tali (c.d. "opt-in").

La definizione di Internalizzatore Sistemato si arricchisce, inoltre, del riferimento alla "sostanzialità" dell'attività per qualificarsi come tale. Pertanto, in MiFID II, si definisce Internalizzatore Sistemato *"un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale"*<sup>15</sup>.

Il modo "frequente e sistematico" si misura per numero di negoziazioni OTC su strumenti finanziari effettuate dall'impresa di investimento per proprio conto mediante esecuzione degli ordini dei clienti. Il modo "sostanziale" si misura sia per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni dell'impresa di investimento sullo strumento finanziario specifico, oppure per dimensioni delle negoziazioni OTC svolta dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni nell'Unione sullo strumento finanziario specifico.

Al fine di determinare se un'impresa di investimento è un Internalizzatore Sistemato, le Autorità competenti potranno richiedere informazioni dalle stesse "trading venues", nonché dai soggetti autorizzati alla diffusione delle informazioni<sup>16</sup>.

In relazione ai prodotti "non-equity" per i quali esiste un mercato liquido, la MiFIR stabilisce che gli Internalizzatori Sistemati sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili quando sono soddisfatte le seguenti condizioni:

- un cliente sollecita una quotazione;
- l'Internalizzatore Sistemato accetta di pubblicare una quotazione.

In tal caso, gli Internalizzatori Sistemati rendono disponibili agli altri loro clienti le quotazioni irrevocabili pubblicate.

In assenza di un mercato liquido, gli Internalizzatori Sistemati si "limitano" a comunicare su richiesta le quotazioni alla clientela se accettano di fornirne una quotazione.

15 Cfr. Art. 4, comma 1, punto 20).

16 APA, Approved Publication Arrangement e CTP, Consolidated Tape Providers.

### 3.3 La disciplina sulla Market Abuse – MAD 2

Il recente processo di revisione della regolamentazione finanziaria ha avuto ad oggetto anche la disciplina sugli abusi di mercato che ora trova contenuto sia in una Direttiva (MAD) che in un Regolamento (MAR), quest'ultimo, come noto, direttamente applicabile nei singoli Stati Membri. Tale disciplina potrebbe avere un impatto non irrilevante sulle scelte di finanziamento delle PMI italiane. In generale, i principali obiettivi della revisione della disciplina sugli abusi di mercato sono:

- una maggiore armonizzazione della disciplina tra i diversi Stati Membri e un rafforzamento degli strumenti di contrasto delle operazioni di "abuso informazioni privilegiate" e "manipolazione del mercato";
- allineamento con la nuova MiFID (ad es. introduzione delle *Organised Trading Facilities*);
- estensione del perimetro della Market Abuse anche agli strumenti negoziati su MTF e alle operazioni OTC (anche in derivati) che possono influenzare i prezzi degli strumenti sottostanti quotati (es. CDS) ;
- obblighi informative al mercato (disclosure) più dettagliati.

A tale riguardo, si può evidenziare che la disciplina di contrasto agli abusi di mercato parte dal presupposto che il compimento di determinate azioni - ritenute scorrette e quindi sanzionabili (quali ad esempio le "manipolazioni del mercato") - siano suscettibili di incidere sul prezzo degli strumenti finanziari oggetto di tutela. Nella revisione della Direttiva, il legislatore europeo ha ritenuto che tutti gli strumenti finanziari negoziati sulle varie "trading venues" (i.e. Mercati Regolamentati, MTF e le nuove OTF) dovessero essere meritevoli di tutela nel presupposto sopra richiamato, senza operare distinzioni tra tipologie di mercato e categorie di strumenti finanziari.

Si ritiene che le disposizioni in materia attengano funzionalmente al mercato azionario, particolarmente volatile, con prezzi degli strumenti finanziari soggetti maggiormente all'influenza dell'informativa societaria.

Ciò considerato, l'estensione degli obblighi di comunicazione al pubblico dell'informativa societaria nel continuo agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni negli MTF potrebbe creare un effetto "deterrente" sugli emittenti che negoziano esclusivamente le proprie obbligazioni su tali piattaforme. Infatti, si evidenzia che la negoziazione su un MTF è frequentemente utilizzata dagli emittenti bancari al fine di garantire agli investitori la liquidità degli strumenti finanziari collocati<sup>17</sup>.

In tal senso, gli oneri aggiuntivi derivanti dagli adempimenti informativi, potrebbero risultare – oltre che poco adatti nel caso di prodotti "non equity" – particolarmente gravosi per gli emittenti di ridotte dimensioni e quindi disincentivare

17 Cfr. "Linee Guida ABI-ASSOSIM-FEDERCASSE per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi" del 5 agosto 2009.

la negoziazione su un MTF comportando nei fatti una riduzione delle soluzioni funzionali all'attività di rafforzamento della liquidità degli strumenti finanziari, che altrimenti non avrebbero o avrebbero in forme meno efficaci.

A ciò si aggiunga che nell'ambito del processo di consultazione sul Livello 2 della disciplina sulla *market abuse*, in tema diffusione delle informazioni, si sta delineando concretamente l'ipotesi di estendere agli emittenti su MTF (e OTF) la normativa prevista per gli emittenti "quotati" su mercati regolamentati dalla Direttiva Transparency<sup>18</sup>. Se tale proposta fosse confermata, tra i requisiti applicabili vi sarebbe, tra gli altri, l'uso da parte degli emittenti di un supporto che consente la diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea.

In questa sede ci si limita ad osservare, qualora le regole di Livello 2 fossero confermate, una mancata applicazione del "principio di proporzionalità", considerato che la disciplina Transparency si rivolge ad emittenti quotati, tipicamente molto distanti – per dimensioni, operatività e modelli di business – dagli emittenti con sole obbligazioni ammesse alla negoziazione su un MTF. Laddove questi ultimi sono generalmente soggetti di ridotte dimensioni con un ambito territoriale circoscritto.

## 4 Le prospettive di sviluppo dei mercati obbligazionari

La crisi iniziata nel 2007 ha avuto importanti riflessi sull'andamento del mercato obbligazionario italiano ed europeo, con dinamiche diverse per quanto concerne il segmento bancario e corporate. Come dettagliato nel primo paragrafo, infatti, mentre all'inizio della crisi la riduzione della liquidità seguita dal blocco dei canali istituzionali ha dato impulso alle emissioni di obbligazioni bancarie, la successiva politica accomodante della BCE e il rallentamento dell'economia hanno portato a emissioni nette negative che si sono tradotte in una contrazione delle consistenze del 6,2% tra gennaio 2007 e giugno 2014. Al contrario, dal punto di vista delle imprese si è visto un costante incremento nel ricorso al finanziamento obbligazionario a causa della stretta creditizia e dell'aumento della domanda di titoli corporate da parte degli investitori in cerca di maggiori rendimenti. La combinazione dei due effetti si è tradotta in un aumento delle consistenze del 62,2% nel periodo in esame che ha più che compensato la contrazione delle consistenze di obbligazioni bancarie. Si evidenzia, tuttavia, che il mercato obbligazionario corporate in Italia è stato sostenuto dalle grandi imprese, mentre il mercato delle PMI ha visto ridursi in maniera preoccupante il numero di emittenti e le quantità emesse a un terzo dei livelli pre-crisi. Per valutare lo sviluppo dei mercati obbligazionari, quindi, non si può prescindere dal percorso che seguirà lo scenario macroeconomico e gli impatti della normativa europea sui mercati domestici.

Le attuali prospettive di crescita economica sono deboli: la BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per i prossimi anni (0,9% nel 2014, 1,6% nel 2015 e 1,9% nel 2016), l'economia italiana è caratterizzata da recessione (-0,4% nel 2014

18 Cfr. Direttiva 2004/109/CE così come modificata dalla Direttiva 2013/50/UE.

secondo l'OCSE) e deflazione, la disoccupazione resta alta, la domanda di investimenti fatica a riprendersi e il contesto geopolitico mondiale tende all'instabilità. Tutto ciò si traduce in tassi di interesse particolarmente compressi su tutta la curva: si prevede un Euribor a tre mesi su valori significativamente inferiori all'1,0% e tassi sul BTP a 10 anni intorno al 3% almeno fino al 2016.

Come evidenziato più volte dal Governatore della BCE Mario Draghi per stimolare l'economia, portare l'inflazione in prossimità dei livelli auspicati e ridurre la disoccupazione è essenziale un deciso incremento degli investimenti. Ad esempio, in Italia tra il 2007 ed il 2013 gli investimenti privati si sono ridotti del 25% e quelli pubblici del 30%.<sup>19</sup> La domanda di investimenti langue a causa delle incertezze sulla domanda futura ma anche a causa delle difficoltà di accesso al credito. Nonostante, secondo gli ultimi dati della *European Banking Survey*, nel secondo trimestre del 2014 le condizioni di accesso al credito siano migliorate per la prima volta rispetto al 2007, restano tuttavia più stringenti rispetto ai livelli pre-crisi. Per il biennio 2015-2016 è prevista una ripresa degli investimenti lordi e delle esportazioni, ripresa che necessita di adeguato finanziamento.

Lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi a quello bancario è ritenuto fondamentale da policy maker e Autorità di Vigilanza. Tuttavia, il citato appiattimento verso il basso della curva dei tassi, che dovrebbe favorire gli investimenti a medio termine, si traduce in rendimenti poco attraenti per gli investitori. La situazione, inoltre, è resa più complessa dal fatto che l'offerta di fondi supera la domanda.

Sotto il profilo regolamentare negli ultimi anni si sono moltiplicati gli strumenti finanziari di matrice obbligazionaria a supporto degli investimenti delle imprese e del rafforzamento del capitale delle banche. In linea generale ci si è spinti lungo due direttrici, la prima ha l'obiettivo di migliorare la qualità delle emissioni e ridurre il costo inserendo delle garanzie per gli investitori (ABS, obbligazioni bancarie garantite – OBG, obbligazioni collateralizzate, ...), la seconda quello di avvicinare emittenti e investitori creando una maggiore condivisione del rischio di impresa (obbligazioni subordinate, irredimibili, ...) e offrendo rendimenti più interessanti per gli investitori. Lo sviluppo di tali strumenti dipende fortemente dalla normativa nazionale ed europea, che a volte assume una complessità non proporzionata alla dimensione dell'emittente, come ad esempio nel caso della disciplina su abusi di mercato (MAD). Oltre al moltiplicarsi degli strumenti, a partire dall'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi presso mercati regolamentati, si sono moltiplicate anche le sedi di negoziazione; ciò ha prodotto una buona dose di competizione tra mercati nel rispetto del principio della "best execution" con il rischio però che a tendere la competizione tra sedi di negoziazione diventi sterile frammentazione. Come visto MiFID II prosegue in questa direzione e introduce una nuova sede di negoziazione per le obbligazioni, gli OTF. La caratteristica di discrezionalità nell'esecuzione degli ordini legittima l'ipotesi che gli OTF

19 Intervento I. Visco " How to react to the fragmentation and the slowdown of the EU economy?", The Eurofi Financial Forum 2014, Milano 11 settembre 2014.

contribuiranno allo sviluppo del mercato obbligazionario. A tutto ciò si deve sommare la disciplina fiscale, che spesso si pone come ago della bilancia rispetto al successo o meno di una tipologia di strumento rispetto ad un altro (ad es. DL Destinazione Italia per i minibond).

La valutazione delle prospettive di sviluppo dei mercati obbligazionari deve tener conto, inoltre, del possibile effetto di "spiazzamento" generato dalle misure anticrisi a livello europeo e nazionale. Dal punto di vista dell'offerta oggi banche e imprese possono trovare meno conveniente l'emissione di obbligazioni per finanziarsi a medio-lungo termine come peraltro testimoniato dai dati riportati in precedenza. Ad esempio, come visto nei paragrafi precedenti, le misure straordinarie di stimolo della BCE puntano al ripristino di una corretta trasmissione della politica monetaria all'economia reale tramite operazioni miranti a favorire il credito bancario a medio lungo termine alle imprese (T-LTRO), e le capacità di finanziamento delle banche in generale (programmi di riacquisto di ABS e OBG). Per quanto concerne le obbligazioni bancarie, inoltre, la disciplina prudenziale ha introdotto il concetto di bail-in, ossia di trasformazione di strumenti di debito in strumenti di capitale in caso di necessità di ricapitalizzazione di un Istituto bancario. Tale previsione potrebbe portare ad una riduzione della domanda di strumenti obbligazionari sia semplici sia complessi a favore, ad esempio, di OBG che ne sono escluse e in ogni caso ne innalza il costo poiché l'emittente è costretto a versare un premio al rischio aggiuntivo agli investitori. A livello nazionale, si cerca da un lato di favorire il rilancio degli investimenti delle imprese attraverso la creazione di plafond ad hoc da affiancare al credito bancario, ad esempio quello previsto dalla Nuova Sabatini (art. 2 decreto-legge n. 69/2013) presso Cassa Depositi e Prestiti per 2,5 mld/€ per il finanziamento di beni strumentali di impresa affiancato da un contributo in conto interessi da parte del Ministero dello Sviluppo Economico. Dall'altro si valuta la possibilità di allargamento della platea di investitori in strumenti innovativi per lo sviluppo dell'economia.

Il mercato delle obbligazioni nell'attuale contesto normativo e di mercato, quindi, rischia di diventare marginale per il segmento bancario e rappresentare "un'occasione persa" per le PMI italiane. Le Banche possono, infatti, finanziarsi presso la BCE e sul mercato istituzionale emettendo OBG, mentre le grandi imprese e possono accedere al canale bancario e ai fondi BEI e Cassa Depositi e Prestiti. Anche analizzando il fenomeno dal lato della domanda appare evidente una mancanza di livellamento del campo di gioco a favore dei grandi emittenti corporate e bancari: per grandi imprese e banche è aperta la possibilità di emettere obbligazioni più o meno strutturate da collocare presso investitori istituzionali e retail e spesso accedendo anche a mercati esteri; le piccole e medie imprese hanno la possibilità di emettere mini bond da collocare presso investitori istituzionali prevalentemente nei mercati domestici. L'introduzione dei minibond da parte del Decreto Sviluppo sembra aver prodotto risultati più efficaci per le imprese di dimensione maggiore, in alcuni casi quotate, che, verosimilmente, sono più strutturate per sostenere i costi di emissione e gestione di tali strumenti. Si consideri tuttavia, che non sempre i minibond sono

finalizzati a finanziare progetti di sviluppo ma piuttosto rappresentano un mezzo per la ristrutturazione del debito esistente. Una recente ricerca<sup>20</sup>, infatti, ha evidenziato come degli 1,2 mld/€ di minibond emessi tra febbraio e agosto 2014 il 68% sia servito a rifinanziare debito bancario e solo il 13% sia stato destinato a progetti di sviluppo.

Emittenti	Strumenti	Investitori	Mercati
Grandi imprese Banche	obbligazioni plain vanilla o strutturate	istituzionali retail	esteri domestici
Medie imprese	mini bond	istituzionali	domestici
Piccole imprese	mini bond	istituzionali	domestici

#### 4.1 Leve per lo sviluppo

Da quanto detto emerge chiaramente come per favorire lo sviluppo dei mercati obbligazionari sia necessario agire su più fronti. Da un lato si dovrebbe puntare all'allargamento della platea di investitori, sia istituzionali sia retail; dall'altro si dovrebbe "facilitare" l'offerta favorendo il principio di proporzionalità in tema di adempimenti per i piccoli emittenti, pur nel rispetto della normativa sulla trasparenza a tutela degli investitori. La partita, inoltre, si dovrà giocare sia sul fronte nazionale sia su quello europeo.

Lo stesso Governatore della BCE ha recentemente evidenziato che l'integrazione dei mercati azionari e delle obbligazioni societarie "è essenziale per superare l'attuale frammentazione nell'area dell'euro e conferire maggiore vigore ai flussi di prestiti e investimenti transfrontalieri. A questo fine dovremo ridurre le differenze fra i paesi, ad esempio nella tutela giuridica dei diritti di prestatori e mutuatari nonché nell'imposizione fiscale e nelle procedure di insolvenza a livello nazionale".

Di seguito si presentano alcune iniziative per lo sviluppo.

##### *Ampliare la platea di investitori/accedere a nuovi mercati*

Nel 2011 l'equiparazione della tassazione delle rendite finanziarie derivanti da strumenti finanziari a breve termine rispetto a quelli a medio-lungo termine si è tradotta in una ricalibrazione dei portafogli degli investitori. Il fenomeno è evidente se si considera lo spostamento della clientela bancaria dalle obbligazioni a prodotti più liquidi quali ad esempio i certificati di deposito. Analogamente per le imprese si è ridotto il rendimento netto offerto agli investitori. Al fine di incentivare il finanziamento stabile a medio lungo termine delle imprese da parte dei risparmiatori si potrebbe reintrodurre una tassazione di favore, in particolare si potrebbe pensare ad una aliquota agevolata per i detentori retail di titoli in portafoglio fino a scadenza o per una certa durata.

20 Effettuata dalla società di consulenza Cse Crescendo.



Le PMI sono caratterizzate da limiti strutturali e dalla presenza di asimmetrie informative tali da impedire la diffusione di obbligazioni proprie presso investitori retail. Si potrebbe però agire per limitare il problema informativo e favorire al contempo l'accesso ai mercati internazionali tramite controparti riconosciute. Una possibile soluzione è rappresentata dalla creazione da parte di operatori specializzati di portafogli di emissioni obbligazionarie corporate. L'intervento di uno sponsor istituzionale, quale ad esempio il Fondo italiano d'investimento potrebbe dare forza a tale prassi.

*Agevolare gli emittenti di minori dimensioni: migliore informazione, sfruttare le reti di impresa, semplificare gli adempimenti*

Ad oggi la piccola impresa che volesse emettere un titolo obbligazionario si troverebbe a dover scegliere tra una quantità consistente di strumenti più o meno complessi e a fronteggiare previsioni normative molto spesso "prese in prestito" dalla disciplina delle imprese quotate. Nonché a sostenere costi di emissione non indifferenti. Tutto questo contribuisce al minor ricorso ai mercati obbligazionari da parte delle PMI. Esistono già diverse esperienze di tutoraggio per l'accesso ai mercati dei capitali che in alcuni casi forniscono assistenza anche per la quotazione di strumenti obbligazionari, ad esempio il progetto Elite di Borsa Italiana. Il rafforzamento di iniziative di questo genere rappresenta un'opportunità importante per contribuire alla diversificazione delle forme di finanziamento delle imprese.

Dal punto di vista degli emittenti si potrebbe, inoltre, favorire la creazione di sistemi di contro garanzia nell'ambito di reti di impresa, come ad esempio il Fondo di Garanzia degli Obbligazionisti del Credito Cooperativo (FGO). Il FGO è stato costituito su base consortile volontaria tra le Banche di Credito Cooperativo e Casse Rurali italiane con l'obiettivo di tutelare il diritto di credito degli obbligazionisti delle stesse aziende. L'acquisto di "Obbligazioni Garantite" (che sono contrassegnate da un apposito marchio e dalla codifica ISIN) consente ai risparmiatori clienti delle BCC – senza alcun aggravio di costo – di ottenere garanzia personale entro il limite massimo di €103.291,38 in caso di insolvenza della Banca emittente, sempre che risulti soddisfatto il requisito del possesso ininterrotto per un periodo di almeno tre mesi. Tecnicamente, alle Banche aderenti al Consorzio non viene chiesto di versare somme, ma di tenerle a disposizione in caso di necessità. L'estensione di tale sistema a reti di imprese non finanziarie potrebbe portare miglioramenti in termini di liquidità e qualità dei titoli e potrebbe anche giustificare una semplificazione delle norme di quotazione e scambio di tali strumenti. Semplificazione che sarebbe in ogni caso auspicabile per il rispetto del principio di proporzionalità, ma che al momento rischia di non rientrare nei programmi del Legislatore europeo: come visto in precedenza la consultazione sul Livello 2 della disciplina su *market abuse*, in tema diffusione delle informazioni, ipotizza di estendere agli emittenti su MTF (e OTF) la normativa prevista per gli emittenti "quotati" su mercati regolamentati dalla Direttiva Transparency. Per ovviare a tali difficoltà si potrebbero, infine, prevedere misure di supporto alle PMI con riferimento all'ottenimento e mantenimento del rating, ad esempio attraverso un rimborso spese o uno sgravio fiscale.

*Una suggestione: strumenti obbligazionari per la ricerca o University bond*

Per favorire il finanziamento della ricerca scientifica applicata potrebbe essere interessante valutare la creazione di un nuovo strumento finanziario sotto il diretto controllo delle Università, il c.d. University bond o U-bond. L'Università si affiancherebbe, quindi, a banche e imprese sul mercato delle obbligazioni emettendo strumenti che vadano a finanziare la ricerca effettuata al proprio interno. Lo schema sarebbe il seguente: l'Università emette titoli di tipo *bullet* e durata di 5-7-10 anni. Con i fondi raccolti si finanziano progetti di ricerca finalizzati all'ottenimento di brevetti industriali. I proventi ottenuti dai brevetti registrati o dalla vendita degli stessi serviranno per rimborsare le obbligazioni. Per rendere più appetibili sul mercato tali strumenti potrebbero essere controgarantiti dal Fondo Centrale di Garanzia o da Cassa Depositi e Prestiti e collegare ad essi un incentivo di tipo fiscale.

\*\*\*

In conclusione, si ritiene che lo sviluppo dei mercati obbligazionari possa concorrere all'inversione dell'attuale fase recessiva contribuendo al finanziamento a medio-lungo termine degli investimenti delle imprese. Tale sviluppo passa attraverso provvedimenti normativi che possano incentivare sia la domanda sia l'offerta di questi strumenti. Il ricorso al mercato obbligazionario deve, infatti, rappresentare una valida alternativa al canale bancario e un'opportunità di sviluppo per le imprese e il sistema Paese nel rispetto del quadro regolamentare europeo in tema di trasparenza e tutela degli investitori.

# I minibond e i credit fund

Maria Teresa Iardella<sup>(\*)</sup>

Lo strumento dei "Minibond" in Italia si è diffuso dopo le modifiche normative (decreto 83/2012, integrato dal decreto 179/2012 e dalla legge 116/2014) che hanno equiparato dal punto di vista civilistico e fiscale le emissioni obbligazionarie delle società non quotate a quelle delle società quotate. In realtà ci sono state molte società non quotate di grosse dimensioni che si sono avvalse della nuova normativa, mentre le emissioni da parte di società più piccole sono limitate come numero e totale emesso. Alla data odierna risultano 54 emissioni con taglio massimo Euro 50 milioni, per un totale emesso di Euro 520 milioni. Il 58% delle emissioni sono relative a società con fatturato inferiore a Euro 50 milioni, il 65% si riferisce ad operazioni inferiori ad Euro 10 milioni; le scadenze sono comprese tra 4 e 7 anni nella maggior parte dei casi, con cedole superiori al 6%.

Al momento risultano 22 fondi di debito destinati ad investire in operazioni italiane; sulla carta le risorse raccolte o in fase di raccolta risultano superiori a Euro 1 miliardo ma ad oggi i fondi già operativi sono pochi e le risorse utilizzabili inferiori a questa cifra. La raccolta presso investitori istituzionali per questo tipo di strumento è iniziata tra il 2012 ed il 2013, momento in cui le banche stavano attraversando una fase delicata, caratterizzata da riduzione degli impieghi per far fronte alle normative regolamentari che richiedono maggiori indici di capitalizzazione. In quella fase, il rendimento richiesto per questi strumenti (6-8%), seppure elevato, costituiva una fonte interessante di diversificazione per le aziende. Tra i primi fondi che hanno terminato la raccolta ci sono alcuni di emanazione bancaria (per le quali si pongono potenzialmente temi di conflitto di interesse) ed alcuni indipendenti che hanno raccolto fondi soprattutto presso assicurazioni; minore il contributo delle società di gestione, delle casse di previdenza, dei fondi pensione e delle fondazioni. Nel frattempo il contesto italiano è cambiato: i tassi di interesse sono ai minimi storici e le banche, grazie ai fondi messi a disposizione della BCE, sono tornate a finanziare le aziende di buona qualità.

(\*) Mediobanca.

Ne emergono alcune criticità per lo strumento in esame:

- 1) Lato raccolta fondi: non è facile attrarre investimenti in uno strumento illiquido e senza track record, seppure i rendimenti attesi sono significativamente superiori ai titoli di stato liquidi. Chi ha già investito in uno o più dei fondi già attivi sta inoltre aspettando di valutare i primi investimenti che, in alcuni casi, tardano ad essere effettuati. Gli investitori devono valutare attentamente il team di gestione e la tipologia di investimenti che si propone di fare (aziende target/importo emissione); considerato il tipo di analisi ed i costi del processo, risulta poco efficiente investire in operazioni inferiori a Euro 5/10 milioni, ne risulta che i fondi potrebbero essere investiti in un numero limitato di operazioni che devono andare tutte bene (non si ha infatti l'upside dell'investimento in equity che in parte può compensare eventuali investimenti andati male)
- 2) Lato investimenti: non si può pensare che le perdite sofferte fino adesso dal sistema bancario si trasferiscano sul mercato obbligazionario; ne consegue che i target per emissioni di minibond non possono essere aziende che hanno difficoltà a finanziarsi con il sistema bancario (che li ha storicamente seguiti) perché caratterizzate da sotto capitalizzazione, dimensione ridotta, poca diversificazione geografica nei ricavi o elevati indici di indebitamento, ma devono essere aziende che colgono l'opportunità di diversificazione dello strumento, che offre anche un importante elemento di "pubblicità" sul mercato. Altro vantaggio del Minibond è che le aziende non sono costrette a dare "cross-selling" alle banche che li finanziano e si trovano una documentazione in termini di impegni e vincoli più snella rispetto ai prestiti bancari. E' importante però che le aziende siano pronte ad interloquire con soggetti diversi dal ceto bancario, fornendo dei business plan, bilanci certificati e ad ottenere un rating (generalmente fornito da Cerved o Crif).

Le potenziali aziende emittenti devono anche considerare i seguenti elementi:

- 1) Natura dell'investitore finale: considerato che la documentazione contiene delle clausole di protezione che limitano l'attività della società al superamento di determinate soglie di parametri finanziari, è fondamentale sapere chi sono gli investitori nel caso in cui si renda necessario, durante la vita dell'operazione, fare delle modifiche. Questo tipo di clausole è infatti tipica dei "private placement", ovvero emissioni sottoscritte da uno numero limitato di soggetti ma non del mercato pubblico che, neppure nel mondo high yield, utilizza covenant cosiddetti di "mantenimento".
- 2) Rischio di rifinanziamento: a scadenza potrebbero non esserci fondi di "minibond" attivi e disponibili a sottoscrivere una nuova emissione. E' quindi fondamentale tenere almeno una parte del passivo verso il sistema bancario e concordare un piano di ammortamento del titolo che limiti il rischio di rifinanziamento considerando la futura generazione di flussi di cassa.

# Capitale di debito, *minibond* e informazione "imperfetta" del mercato

Marco Maugeri<sup>(\*)</sup>

1. Non è agevole rassegnare le conclusioni di una sessione di lavoro così ricca di spunti e indicazioni sul tema della raccolta di capitale «di debito». E non lo è a maggior ragione se si considera che essa è stata preceduta da una sessione altrettanto intensa dedicata alla raccolta del capitale «di rischio». Un modo per evitare che tali conclusioni si risolvano in una mera formula di stile potrebbe tuttavia risiedere nell'interrogarsi sul senso stesso della distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito.

Non intendo ovviamente riferirmi al notissimo teorema di Modigliani e Miller secondo cui, in un contesto di mercati completi, efficienti e pienamente informati e nell'assenza di arbitraggi fiscali, la distinzione tra capitale proprio e capitale di debito è del tutto irrilevante dal punto di vista finanziario, nel senso che il valore (di mercato) dell'impresa non dipende dalla relazione esistente tra mezzi propri e indebitamento (né dalla politica di distribuzione dei dividendi) bensì unicamente dai flussi di cassa generati dall'esercizio dell'impresa<sup>1</sup>. Una tesi, questa, che ha comunque avuto il merito di sottolineare come la creazione di valore – per servirsi di uno slogan abusato – dipenda essenzialmente dalla gestione dell'*attivo*, più che dalla struttura del *passivo*: ove l'impresa si trovasse infatti a selezionare progetti con *net present value* (NPV) negativo, il rendimento del capitale investito in quell'impresa finirebbe con il diminuire indipendentemente dalla composizione delle sue fonti di finanziamento<sup>2</sup>.

Intendo piuttosto dire che, nella mia prospettiva – che è quella del giurista – è fondato interrogarsi sulla stessa attualità della contrapposizione tra capitale di rischio e capitale di debito delle imprese organizzate in forma capitalistica alla luce della riforma organica del 2003. Al riguardo si è osservato, infatti, come nella

(\*) Università Europea di Roma.

1 Cfr., naturalmente, F. MODIGLIANI-M.H.MILLER, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital – A Correction*, in *Am. Econ. Review*, 53 (1963), 433 ss. E v. anche la sintesi recente di R.S.HARRIS-D.CHAPLINSKY, *Capital Structure Theory: A Current Perspective*, 2008 (il cui *abstract* è reperibile su <http://ssrn.com/abstract=1278892>).

2 E, specularmente, il valore di un'impresa che selezionasse progetti dal NPV positivo aumenterebbe anche qualora la sua struttura finanziaria non fosse "ottimale": A.DAMORADAN-O.ROGGI, *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo, 2011, 442.

prospettiva dell'investitore sia oggi possibile «creare situazioni in buona parte equivalenti, per esempio e in particolare per quanto concerne il rischio assunto con l'investimento»<sup>3</sup> e come, principalmente in situazioni di crisi, «la differenza tra azioni e obbligazioni, anziché brillare, tende a scomparire»<sup>4</sup>. E, su un piano più generale, si è sostenuto che la partizione tipologica tra azioni e obbligazioni scolorirebbe ormai nella più generale nozione di strumento finanziario e richiederebbe, pertanto, una presa d'atto anche a livello normativo<sup>5</sup>.

Aggiungerei, inoltre, che la raccolta del capitale di debito *dipende* necessariamente dal livello di patrimonializzazione dell'impresa e quindi dalla misura della raccolta di capitale di rischio: si può discutere della "efficienza" dell'istituto del capitale nominale nel proteggere le ragioni dei creditori sociali<sup>6</sup>, non invece della rilevanza che questi ultimi annettono al livello di mezzi propri di cui dispone l'impresa sovvenzionata<sup>7</sup>.

Dinanzi a questo scenario, mi chiedo allora se un ruolo per quella distinzione non possa tuttora conservarsi ragionando intorno alle *funzioni* che la raccolta di capitale di debito svolge nel sistema degli incentivi dei soci e degli amministratori. Il che equivale a chiedersi, al vertice, *perché* le piccole e medie imprese ricorrono al debito e *quale* sia poi al riguardo il nesso tra finanziamento bancario ed emissione obbligazionaria.

Avverto sin d'ora che, a meri fini stipulativi, utilizzerò: (i) la locuzione «capitale di debito» in senso *tipologico* e quindi come espressiva delle sole obbligazioni (o pretese similari) qualificate dal diritto incondizionato e non subordinato alla restituzione del capitale erogato (anche se non necessariamente assistito da garanzie reali o personali) e al pagamento di un interesse in misura fissa<sup>8</sup>;

3 C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, p. 495.

4 A.MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, I, Milano, 2007, p. 549.

5 Così, nella stimolante relazione tenuta in occasione del convegno celebrato per festeggiare un compleanno anch'esso illustre – quello dei 40 anni di Giurisprudenza Commerciale – M. STELLA RICHTER JR, *Strumenti finanziari e società per azioni*, dattiloscritto consultato per la cortesia dell'Autore (il quale, sottolineata – e dimostrata – l'esigenza di un coordinamento tra le disposizioni contenute nei due ultimi commi degli artt. 2346 e 2411 c.c., avanza la proposta di introdurre una «unica disciplina per tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni»). Quella della polisemia e intersecabilità delle forme giuridiche di investimento nell'impresa capitalistica è, del resto, constatazione rinvenibile anche nella prospettiva del diritto societario e tributario comparato: si v. l'ampia ricognizione operata da W. SCHÖN, *Eigenkapital und Fremdkapital – eine steuerpolitische Analyse*, in W.Schön (Hrsg.), *Eigenkapital und Fremdkapital. Steuerrecht – Gesellschaftsrecht – Rechtsvergleich – Rechtspolitik*, Heidelberg-Dordrecht-London-New York, 2013, pp. 1 ss.

6 E v. le sempre attuali pagine di F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 489 ss.

7 Con particolare chiarezza v. M.C.JENSEN-W.H.MECKLING, *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), 305 ss. (disponibile in forma di paper su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) da cui si cita) («Potential creditors will not loan \$100,000,000 to a firm in which the entrepreneur has an investment of \$10,000»: p. 41); e H.EIDENMÜLLER-A.ENGERT, *Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft*, in *AG*, 2005, 105: «[P]oiché non i creditori ma gli azionisti e gli organi da essi nominati determinano la politica imprenditoriale della società, nessuno concederà credito a una società priva di mezzi propri». Si tratta, è banale osservarlo, di rilevanza attestata anche dalla pratica di inserire nei contratti di finanziamento *covenants* concernenti, tra l'altro, proprio il *debt-to-equity ratio*.

8 V., sulla distinzione tra concetto «tipologico» e concetto «normativo» di obbligazione dopo la riforma del diritto societario, G.FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, pp. 805 ss.; per una sistemazione dei tratti distintivi che separano, sul piano tipologico, la categoria del «capitale proprio» da quella del

(ii) la locuzione «piccola e media» impresa nell'accezione positiva contenuta nell'allegato alla Raccomandazione n. 2003/361/CE della Commissione europea del 6 maggio 2003<sup>9</sup>; (iii) la locuzione «struttura finanziaria» quale indicazione sinteticamente riassuntiva di tutte le poste del passivo reale e ideale, con l'eccezione dei fondi rischi e oneri (tra le voci del passivo reale) e delle appostazioni rettificative dell'attivo (tra le voci del passivo ideale: ad es., la riserva azioni proprie)<sup>10</sup>.

2. Tralasciando i benefici di natura fiscale – che ovviamente costituiscono uno degli elementi (e probabilmente il principale) di cui gli amministratori tengono conto nella definizione della struttura finanziaria dell'impresa ma che da soli non forniscono una spiegazione esaustiva della complessità di quelle scelte<sup>11</sup> – una prima funzione del ricorso all'indebitamento obbligazionario da parte delle imprese "private" è che esso consente di evitare il rischio di una diluizione del socio di controllo.

Tale vantaggio, però, non può essere enfatizzato.

Il ricorso eccessivo al debito aumenta, infatti, il pericolo di insolvenza dell'impresa e quindi il rischio non solo di distruzione dell'investimento in capitale umano effettuato dagli amministratori ma anche di un trasferimento del controllo ai creditori sociali a seguito di una procedura (concordata o meno) di sistemazione della crisi<sup>12</sup>.

capitale «di debito», v. H.WIEDEMANN, *Eigenkapital und Fremdkapital. Eine gesellschaftsrechtliche Zwischenbilanz*, in *Festschrift für K.Beusch*, Berlin-New York, 1993, pp. 893 ss.

9 Che è poi la nozione rilevante ai fini della disciplina dei c.d. "Minibond": cfr. il rinvio a tale Raccomandazione operato dal comma 19 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 7 agosto 2012, n. 134.

10 Non ci si nasconde il carattere arbitrario di tale delimitazione (in primo luogo per i fondi rischi e oneri frutto di accantonamenti che, comprimendo l'utile di esercizio, riducono l'ammontare disponibile per le distribuzioni ai soci e assolvono, quindi, una funzione di finanziamento in senso lato dell'impresa). Tuttavia, ai (circostritti) scopi perseguiti dal presente lavoro, quella delimitazione appare plausibile perché consente di riferirsi, sia pure in modo grossolano, a valori finanziari concretamente immessi nell'attività produttiva (passivo reale) o affetti da un vincolo più o meno stabile di destinazione al suo esercizio (passivo ideale). Del resto, anche nella letteratura statunitense la locuzione «struttura finanziaria» non manifesta un significato univoco, essendo anzi consueto distinguere tra l'espressione «*capital structure*» e quella di «*financial structure*»: la prima impiegata per designare «gli importi dei vari tipi di pretese finanziarie [*financial claims*] permanenti e di lungo-termine di un'impresa», la seconda più ampia e riferibile «a tutte le pretese nei confronti di un'impresa» (*all of the claims in an enterprise*), ivi incluso, dunque, il debito fruttifero a breve termine: così, e in luogo di molti, W.A.KLEIN, J.C.COFFEE JR-F.PARTNOY, *Business Organization and Finance*, 11ª ed., New York, 2010, p. 352, testo nt. 7.

11 Ciò se non altro in quanto quei benefici non spiegano perché le imprese non ricorrano al capitale di debito «il più possibile» e comunque non danno conto della ragione per la quale alcune imprese si indebitano più di altre, o più a breve/lungo termine, etc.: per questa osservazione v. S.C.MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, 5 (1977), p. 147.

12 E v. ovviamente B.LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 327 ss. e ora in *Scritti giuridici*, II, Milano, 2013, pp. 853 ss.; A.MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp. 543 ss. Il pericolo segnalato nel testo verrebbe ulteriormente amplificato ove gli intermediari cui si deve la individuazione delle imprese potenzialmente candidate alla emissione obbligazionaria (intermediari cui spetta, nel gergo dei pratici, la qualifica di "originator"), in violazione dei loro obblighi di correttezza e diligenza e al solo fine di maturare elevati regimi commissionali, sollecitassero le ridette imprese a contrarre debito obbligazionario "superfluo" in quanto ben superiore a quello necessario a soddisfare le loro reali esigenze finanziarie: e v., per questa notazione formulata con riguardo al mercato tedesco delle *Mittelstandsanleihen*, l'articolo dal titolo "Home is where the capital is", nell'*Economist* del 4 ottobre 2014, p. 76.

3. Una seconda funzione che può ascriversi al capitale di debito attiene al piano del governo della condotta dei gestori dell'impresa, cioè alla minimizzazione dei costi di agenzia inerenti al rapporto tra soci e amministratori. L'esistenza di un obbligo di effettuare pagamenti a scadenze predeterminate – per interessi e, ove sia previsto un piano di ammortamento, anche del capitale mutuato – è idonea, infatti, a *disciplinare* le decisioni degli amministratori, imponendo loro una programmazione finanziaria efficiente volta a creare la liquidità necessaria a far fronte ai debiti pecuniari volta a volta esigibili<sup>13</sup>. Il capitale di debito impedisce, in particolar modo, che gli amministratori possano "sprecare" i flussi di cassa liberi originati dall'esercizio dell'impresa<sup>14</sup>, ad es., in investimenti non lucrativi o perseguendo privilegi e posizioni di potere personali (*empire building, fringe benefits, etc.*), anziché distribuirli ai soci sotto forma di dividendi<sup>15</sup>.

Anche il rilievo di questa funzione dell'indebitamento obbligazionario, tuttavia, non può essere sopravvalutato ai fini del discorso che si va svolgendo.

Da un lato, esso non si distingue dalla esposizione debitoria nei confronti delle banche, cui si suole intestare tradizionalmente un ruolo di "monitoraggio" dell'impresa sovvenzionata<sup>16</sup>.

Dall'altro, nel caso della piccola e media impresa vi è normale coincidenza tra soci e amministratori (v. ad es. le possibilità aperte, nel tipo della s.r.l., dall'art. 2468, comma 3, c.c.) e un conseguente naturale allineamento di interessi anche in ordine alle scelte pertinenti alla destinazione del saldo attivo generato dalla gestione.

4. Il ricorso all'emissione "obbligazionaria" da parte dell'impresa può essere allora essenzialmente motivata dall'esigenza di ridurre l'esposizione nei confronti del sistema bancario, di realizzare cioè un effetto di "sostituzione" nella composizione del passivo di bilancio (dal debito bancario al debito verso il mercato intermedio da fondi pensione e società di gestione del risparmio). Di qui, il problema del giudizio di valore/disvalore che l'ordinamento è chiamato a esprimere rispetto a un simile esito.

È chiaro, infatti, che, immaginando costante il livello di indebitamento complessivo dell'impresa, l'attivazione del canale obbligazionario si tradurrà nella destinazione dei proventi così ottenuti al rimborso delle passività esistenti nei

13 Sulla funzione disciplinare del capitale di debito il quale, ove caratterizzato dall'obbligazione di pagamento di interessi in misura fissa e a scadenze interinali predeterminate, costringe l'impresa a generare flussi di cassa adeguati a far fronte a quella obbligazione o a sottoporsi nuovamente al giudizio del mercato per raccogliere le risorse a tal fine, v. F.H.EASTERBROOK-D.R.FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p. 46.

14 Per tali dovendosi intendere i flussi di cassa in eccesso rispetto a quanto richiesto per finanziare tutti i progetti di investimento che hanno valori attuali netti positivi: v., per questa definizione di "free cash flow", M.C.JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Rev.*, 1986, vol. 76, pp. 323 ss. (disponibile anche sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)).

15 E v., per questo tipo di problema, ancora M.C.JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow*, cit.

16 Se non di vera e propria sua eterodirezione: e v. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, spec. pp. 14 ss.



confronti delle banche<sup>17</sup>: con la conseguenza, sul piano economico, dell'impossibilità di destinare quelle risorse al finanziamento di nuovi progetti di investimento (come si suol dire: al finanziamento della "crescita") e, sul piano tecnico-giuridico, dell'insorgenza di conflitti di interesse in capo alla banca (la quale potrebbe essere, e il più delle volte sarà, anche l'*originator* dell'emissione dei Minibond da parte dell'impresa sua debitrice)<sup>18</sup>.

Che si tratti di eventualità ben presente sia ai "regolatori" che alla prassi di mercato è circostanza ricavabile: sotto il primo profilo, da quanto previsto nel recente d.m. del 5 giugno 2014 (recante "*Attuazione dell'art. 12, comma 6-bis, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, relativo all'estensione degli interventi del Fondo di garanzia per le PMI alle operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o titoli simili emessi da piccole e medie imprese*") il cui art. 3, comma 2, lett. b) subordina l'intervento del Fondo di garanzia a favore dell'intermediario (banca, intermediario finanziario, gestore), tra l'altro, alla circostanza che i Minibond non abbiano ad oggetto, appunto, "*la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale*"; sotto il secondo profilo, dalla presenza sul mercato di regolamenti di emissione di Minibond i quali prevedono che il ricavato della emissione non possa essere utilizzato nel quadro di operazioni di ristrutturazione/consolidamento del debito preesistente<sup>19</sup>.

Il problema non è ovviamente nuovo, costituendo conferma dell'osservazione secondo cui i costi di agenzia indotti dal ricorso al capitale di debito attengono non solo al rapporto tra debitore e creditori, ma anche ai rapporti dei creditori tra loro e alla possibilità che quelli più informati o muniti di maggior potere negoziale possano (tentare di) realizzare il proprio diritto con pregiudizio delle possibilità di altrui soddisfacimento<sup>20</sup>.

Un approccio "restrittivo" alla sua soluzione, dunque, è certamente comprensibile (anche alla luce della non troppo remota vicenda dei bond Cirio e Parmalat). Tuttavia ci si può chiedere quanto esso renda ragione dei benefici che quell'effetto di sostituzione può produrre nella struttura del passivo dell'impresa. Studi di oltreoceano dimostrano, infatti, che l'utilizzo dei proventi obbligazionari per

17 Questo è, appunto, quanto sembrerebbe accadere, al momento, anche nella prassi del mercato italiano dei Minibond se si considera che, secondo uno studio recente, su un campione di 36 emissioni collocate in Italia tra il 14 febbraio e il 31 agosto 2014, appena il 13% del volume di raccolta sia stato utilizzato per finanziare nuovi progetti di sviluppo, mentre il 68% delle emissioni (per 818 milioni di euro complessivi) sarebbe stato invece destinato all'esclusivo rifinanziamento del debito bancario (traggo tale dato dalla sezione FinancialLounge del sito [www.repubblica.it/economia/](http://www.repubblica.it/economia/)).

18 Non può escludersi, anzi, che l'emissione di Minibond venga deliberata proprio nella fase in cui, per il declino del rendimento generato dalla gestione caratteristica, l'impresa rischia di violare i parametri (*covenants*) previsti nel finanziamento bancario: per questa osservazione con riguardo al mercato americano, S.C.GILSON-J.B.WARNER, *Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth*, 1997, paper disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

19 Si legga, ad es., il documento di ammissione dei Minibond emessi da Molinari S.p.A. il cui regolamento contempla, tra gli impegni dell'emittente, quello di "fare in modo che i fondi rivenienti dall'emissione delle Obbligazioni siano riservati esclusivamente a nuovi investimenti (ad eccezione di quelli aventi natura speculativa) ed al finanziamento del circolante e a non consentire l'utilizzo degli stessi per il rifinanziamento e/o rimborso di alcun Indebitamento Finanziario dell'Emittente, né per la concessione di finanziamenti *intercompany*".

20 E v. ancora F.DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, cit., pp. 492 e 494; nonché H.EIDENMÜLLER-A.ENGERT, *Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft*, cit., pp. 106 s.

rimborsare il debito bancario aumenta significativamente la *flessibilità finanziaria* dell'impresa – intesa come possibilità di cogliere le nuove opportunità di investimento minimizzando i costi transattivi – e le permette una sorta di rinegoziazione della esposizione debitoria a condizioni più vantaggiose<sup>21</sup>.

Non sono ancora disponibili dati numerici per stabilire se un simile assunto sia predicabile con riguardo alla esperienza italiana dei Minibond, in quanto ciò implicherebbe uno studio specifico che confrontasse le condizioni praticate dalle banche e quelle contemplate nel regolamento del prestito obbligazionario in termini di tasso di interesse, di articolazione dei *covenants* e di garanzie. E si dovrebbe anche considerare la possibilità – nient'affatto peregrina – che alla scadenza del prestito si verifichi il fenomeno di sostituzione *inverso* (cioè che l'impresa ricorra questa volta al prestito bancario per rimborsare i Minibond che vengono a maturazione).

**5.** Certo è che il passaggio dal debito bancario a quello obbligazionario dà luogo a un diverso problema di agenzia: quello creato dalla strutturale e ineliminabile *asimmetria informativa* esistente tra il debitore e i creditori *esterni* i quali non sono in condizione di valutare attendibilmente il grado di solvibilità della impresa che emette il prestito obbligazionario (a differenza della banca originariamente creditrice la quale, in ragione del rapporto ormai instaurato con l'impresa e delle comunicazioni "periodiche" con essa scambiate, è senz'altro in grado di stimarne con ragionevole affidabilità il merito di credito).

Questa transizione da una struttura finanziaria in cui vi è spazio solo per *insiders* (soci/amministratori e creditore bancario) a una struttura contraddistinta dall'ingresso di *outsiders* – in ordine alla quale è coerente assumere che i primi dispongano di informazioni non solo simmetriche ma altresì superiori a quelle invece accessibili ai potenziali sottoscrittori del prestito obbligazionario<sup>22</sup> – genera il pericolo che si inneschi un processo di *selezione avversa* analogo a quello descritto da Akerlof nel suo celebre saggio sul "mercato dei limoni"<sup>23</sup>.

In vero, l'investitore in obbligazioni, non essendo in grado di individuare l'impresa di elevata qualità e temendo accordi "segreti" tra *insiders* volti a redistribuire tra loro l'utilità derivante dalla emissione del prestito<sup>24</sup>, si limiterà ad "adeguare" il prezzo che è disposto a versare in sede di sottoscrizione all'ipotesi in cui sul mercato siano presenti solo imprese di cattiva qualità e/o con accordi segreti tra soci e creditore bancario<sup>25</sup>: con conseguente pericolo di contrazione, e eventuale collasso, del relativo mercato. E, nel caso dei Minibond, il problema non può certo

21 V., ampiamente, S.C.GILSON-J.B.WARNER, *Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth*, cit.

22 E v. J.TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton-Oxford, 2006, p. 239, nt. 3.

23 Un mercato caratterizzato, cioè, dalla presenza di venditori che dispongono di migliori informazioni sul prodotto rispetto ai compratori: G.A.AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970), pp. 488 ss.

24 E v. nuovamente J.TIROLE, *op. loc. ultt. citt.*

25 Accordi aventi a oggetto, evidentemente, il rimborso prioritario del finanziamento, nella (condivisa) consapevolezza della incipiente difficoltà/crisi dell'impresa.

dirsi risolto mettendo capo alla natura professionale dell'investitore cui essi sono normalmente destinati<sup>26</sup>, se è vero che uno dei fattori di criticità del nostro mercato del credito risiede nella esigenza di aumentare la «qualità del rapporto banca-impresa» e «lo spessore informativo delle relazioni e della capacità di valutare e monitorare i rischi» da parte della banca<sup>27</sup>.

Dinanzi a questo scenario di incertezza, il problema centrale per l'impresa emittente Minibond che abbia elevate prospettive di sviluppo diviene quello di segnalare al mercato tale sua *qualità* e così distinguersi dalle imprese con minori possibilità di crescita (se non a rischio di squilibrio) nel futuro. E, come insegna l'economia dell'informazione, la tecnica migliore per inviare quel segnale al mercato consiste nell'adottare regole organizzative o di condotta la cui osservanza comporti comunque un costo in termini di *compliance*<sup>28</sup>. In caso contrario, infatti, anche le imprese di minore qualità avrebbero interesse ad adottare quelle regole e l'esito sarebbe l'instaurarsi di un c.d. "equilibrio associativo" (*pooling equilibrium*) in virtù del quale il segnale derivante dalla regola perderebbe ogni e qualsiasi valenza selettiva<sup>29</sup>.

In questo contesto, si inseriscono almeno due recenti scelte normative le quali si spiegano, a mio avviso, proprio in funzione "segnaletica", con l'esigenza cioè di porre l'impresa emittente Minibond in condizione di colmare, o comunque attenuare, la descritta asimmetria informativa (e evitare il contagio dei "limoni").

Per un verso, la modifica recata dall'art. 20, comma 2, lett. a) del d.l. n. 91/2014 all'art. 4, comma 6, del d.lgs. n. 38/2005 rende attuale anche per le PMI la possibilità di optare in favore dei principi contabili internazionali<sup>30</sup>. Si tratta di una soluzione certamente *costosa*<sup>31</sup> ma che, rendendo comparabili i bilanci della PMI a

26 Va osservato che, sul piano della disciplina societaria e a differenza di quanto predicato dall'art. 2483 c.c. per i titoli di debito di una s.r.l., le obbligazioni emesse da una s.p.a. (anche ove utilizzata per organizzare l'esercizio di una piccola o media impresa) non conoscono una destinazione vincolata a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali: questa colorazione soggettiva rilevando, infatti, solo ai fini del superamento del limite alla emissione ai sensi del secondo comma dell'art. 2412 c.c. In concreto, però, è essenzialmente a tale categoria di investitori che si volgono le emissioni di Minibond, anche in ragione del beneficio fiscale previsto dall'art. 32, comma 8, del d.l. n. 83/2012. Sul trattamento tributario riservato da tale decreto legge alle obbligazioni e ai titoli simili delle piccole e medie imprese si v. ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013, pp.39 ss.

27 G.FORESTIERI, I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio, in *Bancaria*, 2014, 6.

28 J.TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., pp. 238 s. e 249 ss. il quale menziona, come esempi di "dissipative signals" la decisione di rivolgersi a un controllore esterno per ottenere una certificazione di qualità del proprio debito (agenzia di rating, revisore, banca d'affari), la prestazione di garanzie, il ricorso a forme di finanziamento a breve termine (che dovrebbero segnalare la fiducia dell'impresa nella propria capacità di rifinanziare alla scadenza il debito, ossia di generare reddito in misura sufficiente a consentirle di sottoporsi a breve nuovamente alla valutazione del mercato).

29 E v., su questo concetto, E.M.IACOBUCCI, *Toward a Signaling Explanation of the Private Choice of Corporate Law*, in *American Law and Economics Review*, 6 (2004), pp. 334.

30 Il d.l. n. 91/2014 ha eliso, infatti, il riferimento inizialmente contenuto nell'art. 4 d.lgs. n. 38/2005 all'emanando decreto ministeriale e ha così aperto alla possibilità di redigere il bilancio di esercizio ai sensi dei principi contabili internazionali alle società di cui all'art. 2, lett. g) d.lgs. n. 38/2005, e quindi anche alle "PMI" ("*diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, ai sensi dell'art. 2435-bis del codice civile*").

31 Come attesta uno sguardo all'esperienza tedesca dove l'opzione aperta dal § 315a HGB alle imprese controllanti (non quotate e non vigilate) di redigere il bilancio consolidato secondo gli IAS è rimasta pressoché inesplorata:

quelli di società che fanno tipicamente ricorso al mercato dei capitali di rischio, potrebbe influenzare positivamente il giudizio delle agenzie di rating, accrescere l'interesse dei fondi di *private equity* e, soprattutto, migliorare le condizioni di finanziamento presso banche e investitori "terzi"<sup>32</sup>. In altri termini: con l'adozione degli IFRS le imprese "lontane" dal mercato hanno la possibilità di incrementare il livello di trasparenza dei propri dati contabili, ponendo i finanziatori non abituali (*non relationship lenders*) in condizione di stimare più accuratamente la qualità dell'impresa che hanno di fronte e di ridurre i costi di monitoraggio da sostenere successivamente alla erogazione del finanziamento/sottoscrizione delle obbligazioni<sup>33</sup>.

Per altro verso, è stato rimosso il limite quantitativo alla emissione di obbligazioni «destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione»<sup>34</sup>. In questo modo, l'impresa di qualità può trasmettere una precisa informazione ai terzi aumentando l'entità dell'indebitamento rappresentato da titoli di massa e segnalando così il convincimento di poter generare flussi di cassa sufficienti a coprire il relativo onere finanziario (e quindi, al vertice, la adeguatezza del proprio assetto organizzativo e patrimoniale): un convincimento (e un livello di indebitamento) evidentemente precluso a imprese di minore qualità<sup>35</sup>.

**6.** Naturalmente il segnale, per assolvere il proprio compito, deve essere *credibile* perché solo in tal caso ha senso per l'investitore esterno annettergli importanza nella valutazione della solvibilità dell'impresa emittente<sup>36</sup>. A questo proposito soccorre, su un piano assai più generale, l'ulteriore principio normativo ricavabile dall'art. 2411

J.WÜSTEMANN-J.BISCHOF, *Eigenkapital im nationalen und internationalen Bilanzrecht: Eine ökonomische Analyse*, in *ZHR*, 175 (2011), pp. 235 s.

32 Cfr. ancora J.WÜSTEMANN-J.BISCHOF, *op. cit.*, 234 s. E v. la Relazione al d.l. n. 91/2014 stando alla quale «la previsione della facoltà per le «società chiuse» di utilizzare gli IAS/IFRS favorisce il percorso di conoscibilità e visibilità internazionale delle società che intendano, o anche solo non escludano, accedere al mercato dei capitali di rischio, e il loro graduale adeguamento allo *status* di emittente quotato».

33 V. M.BASSEMIR, *Why Do Private Firms Adopt IFRS?*, October 2012, paper disponibile sul sito [www.ssm.com](http://www.ssm.com). Nella nostra dottrina la connessione esistente tra l'applicazione degli IAS/IFRS e un livello di informazione idoneo a consentire scelte razionali di investimento, e quindi uno sviluppo dei mercati finanziari, è ben sottolineata da R.SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi*, II, Milano, 2007, 1125 ss., spec. 1130 ss.

Ci si potrebbe anche chiedere, nella prospettiva di cui al testo, se sia compatibile con l'incentivo dell'impresa "di qualità" a disporre di standard elevati di disclosure il regime di ammissione a negoziazione dei Minibond sull'ExtraMOT: un regime il quale appare per giunta destinato a incorrere nella contraddizione di fondo secondo cui all'attuale "sinteticità" sul piano informativo del documento di ammissione a negoziazione dei Minibond farà da contraltare la soggezione alla penetrante disciplina in materia di abusi di mercato (come noto, infatti, il Regolamento UE n. 596 del 16 aprile 2014 estende l'ambito di applicazione delle regole comunitarie sull'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato ai sistemi multilaterali di negoziazione).

34 Cfr. il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c., come emendato dall'art. 32, comma 26, del d.l. n. 83/2012.

35 Sulla funzione segnaletica della raccolta di capitale di debito da parte degli amministratori, in particolare per ciò che attiene alla fiducia sulle possibilità di futuro adempimento dell'emittente, v. S.A.ROSS, *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, in *The Bell Journal of Economics*, 8 (1977), 23 ss.

36 Per la rilevanza di questo aspetto v., nella letteratura finanziaria, H.E.LELAND-D.H.PYLE, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, in *The Journal of Finance* 32 (1977), 383; in quella giuridica, K.HEINE-K.RÖPKE, *Die Rolle von Qualitätssignalen – eine ökonomische und juristische Analyse am Beispiel der deutschen Kapitalschutzvorschriften*, in *Rebels Zeitschrift*, 70 (2006), 154.

c.c. in termini di ampia "libertà" dei privati nella conformazione del contenuto e dei diritti inerenti al titolo obbligazionario. Ciò permette, infatti, all'impresa di qualità che sia intenzionata a *distinguersi* sul mercato dei titoli di debito di articolare quel contenuto e quei diritti in modo da rafforzare i vantaggi patrimoniali riservati agli obbligazionisti e da sottoporsi a vincoli contrattuali assai stringenti in punto di garanzie o di *covenants* finanziari: il costo derivante dalla riduzione di flessibilità patrimoniale venendo allora compensato dal beneficio del segnale così immesso nel mercato<sup>37</sup>.

Si tratterebbe ovviamente, in tale prospettiva, di verificare se possa realmente istituirsi una correlazione positiva tra contenuto dei vincoli assunti volontariamente dall'impresa e (minore) probabilità di una sua insolvenza futura. Sebbene vi sia motivo di dubitare che l'adozione di *qualsiasi segnale dissipativo* da parte dell'impresa sia idoneo a rivelarne l'elevata qualità<sup>38</sup>, analisi empiriche condotte con riguardo all'esperienza di altri ordinamenti – e segnatamente a quella delle *Mittelstandsanleihen* germaniche – sembrerebbero attestare l'esistenza di una simile correlazione<sup>39</sup>.

37 L'approccio descritto nel testo parrebbe, a prima vista, smentito dalla ambigua figura delle «obbligazioni subordinate partecipative» analiticamente regolate dai commi 19 ss. dell'art. 32 del d.l. n. 83/2012. Ambigua perché non è chiaro se la norma aspiri a introdurre una "nuova" fattispecie obbligazionaria con partecipazione diretta agli utili la cui emissione non sarebbe (stata) allora in precedenza consentita alle s.p.a. (in questo senso parrebbe la lettura di A.GIANNELLI, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 833 s.). Il che, all'evidenza, contrasterebbe con una interpretazione "liberale" della fattispecie obbligazionaria tratteggiata dall'art. 2411 c.c. Una siffatta interpretazione, tuttavia, non appare condivisibile perché contraria: (i) al dato testuale dell'art. 2411, comma 2, c.c. (sufficientemente ampio da includere pure le obbligazioni con partecipazione diretta agli utili), nonché a quello dello stesso art. 32, comma 19, del d.l. n. 83/2012 (che, da un lato, attribuisce rilievo alla clausola di "subordinazione", certamente ammessa dall'art. 2411 c.c., mentre dall'altro individua il termine di riferimento della natura "partecipativa" dell'obbligazione negli «utili d'impresa», anziché in quelli «della società»: per la centralità di questa distinzione v. G.FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 817); (ii) al dato della coerenza sistematica, dovendosi altrimenti pervenire alla ingiustificata conclusione secondo cui l'emissione di siffatte obbligazioni "partecipative" non sarebbe consentita agli emittenti quotati (cui l'art. 32 non si applica e che continuerebbero ad essere soggetti al regime del "solo" art. 2411 c.c.); (iii) con il dato teleologico (non risultando comprensibile *quali interessi* indisponibili proteggerebbe il supposto divieto di emettere obbligazioni subordinate o con partecipazione "diretta" agli utili aventi caratteristiche diverse da quelle menzionate nei commi 19 ss. dell'art. 32). Gli è, in realtà, che con tale previsione il legislatore si è limitato a specificare le caratteristiche che il titolo obbligazionario deve possedere per usufruire del regime fiscale di favore riservato ai Minibond (per una lettura di questo tipo v. anche P.CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, pp. 183 ss., spec. pp. 187 ss.). Per un puntuale inserimento di tali obbligazioni "partecipative" nella prospettiva del diritto societario comune v. nuovamente M.STELLA RICHTER jr, *Strumenti finanziari e società per azioni*, cit., § 7 del dattiloscritto, il quale osserva giustamente come ci si trovi al cospetto «pur sempre di emissioni obbligazionarie soggette alla relativa complessiva disciplina».

38 Si pensi, così, alla decisione di emettere obbligazioni con elevato *spread* rispetto al tasso di interesse applicato dal mercato sul capitale di debito esente da rischio. In tal caso, l'impresa potrebbe essere incline a indebitarsi a quel tasso proprio perché consapevole di non riuscire a rimborsare successivamente il capitale mutuato. E v., per tale osservazione, J.E.STIGLITZ-A.WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The Amer. Econ. Rev.* 71 (1981), p. 393 i quali sottolineano come un incremento nel livello del tasso di interesse applicato dalla banca possa produrre sia l'effetto di selezione avversa indicato nel testo, sia l'effetto di innalzare il livello complessivo di rischiosità del portafoglio crediti della banca (inducendo le imprese sovvenute a spostarsi, per mantenere invariata la propria redditività marginale, verso progetti di investimento più remunerativi, ma proprio per questo più rischiosi e quindi assistiti da minori probabilità di successo).

39 V., con riferimento alle 94 emissioni obbligazionarie di medie imprese tedesche realizzate tra il marzo 2010 e la fine di giugno 2013, A.SCHÜLER-P.KAUFMANN, *Zur Ausgestaltung von Mittelstandsanleihen: Eine kritische Bestandsaufnahme zu Ratings, Spreads, Covenants und Sicherheiten*, in *ZBB/JBB*, 2014, 69 ss. i quali attestano l'esistenza di un nesso tra carenza di protezioni negoziali per gli obbligazionisti e successivo *default* dell'impresa (nel senso che i regolamenti dei prestiti emessi da imprese poi dichiarate insolventi contemplavano un minore

**7.** In conclusione: il passaggio dall'indebitamento bancario alla raccolta di capitale di debito in veste obbligazionaria da parte delle imprese di medie dimensioni sollecita il problema giuridico di inquadrare e neutralizzare non solo il conflitto di interessi in cui incorre la banca creditrice che funga da *originator* del prestito ma anche, e in prospettiva forse più moderna soprattutto, l'esigenza di attenuare l'asimmetria informativa esistente tra *insiders* (soci e amministratori dell'impresa, banca creditrice) e *outsiders* (investitori destinatari dell'offerta obbligazionaria).

L'ordinamento reagisce a tale problema offrendo all'impresa finanziariamente in equilibrio (anche prospettico) diverse "tecniche" giuridiche per manifestare all'esterno tale sua qualità. Manca tuttavia, al momento, uno studio quantitativo sull'andamento del mercato dei Minibond che consenta di valutare la fondatezza di una interpretazione in chiave segnaletica delle scelte di autonomia privata (e, prima ancora, l'efficienza di norme e istituti che consentano quelle scelte).

Non resta, pertanto, che attendere un siffatto studio anche per il nostro Paese e auspicare che se ne possa dibattere in un futuro seminario su questo stesso tema.

utilizzo di *covenants* e di garanzie). Il che denoterebbe l'esistenza di una valenza segnaletica positiva di garanzie e *covenants* per quel mercato.

# Nuove tendenze in materia di informazione finanziaria e tutela degli investitori

Roma, 28 novembre 2014







# Eccesso di informazione e tutela degli investitori

Andrea Zoppini<sup>(\*)</sup>

## 1 Inquadramento dell'eccesso informativo

Il mercato dei prodotti finanziari concerne, come è comunemente noto, beni non fisicamente e materialmente identificabili, ma il cui valore e la cui utilità può percepirsi utilmente solo se si abbia contezza delle realtà sottostanti.

Ciò implica che, al fine di garantire agli investitori un'ottimale capacità di scelta, sia necessario predisporre oneri informativi, gravanti sugli operatori, ordinati al principio della trasparenza e della completezza. Come intuibile dal dato normativo europeo e domestico - primario e secondario -, si raccorda all'elemento informativo una posizione precipua nelle relazioni contrattuali in materia di servizi finanziari e d'investimento. La ragione parrebbe risiedere nella tutela dei processi decisionali degli investitori, prendendo in considerazione non solo la trasmissione, ma anche il significato e la comprensione delle notizie. Tale impostazione, in linea con i principi di correttezza e trasparenza, risulta essere volta ad assicurare un'attività di elaborazione e di conoscenza di dati informativi esaurienti. L'informazione diviene un fattore con cui ridurre le asimmetrie e neutralizzare gli squilibri contrattuali tipici del mercato finanziario.

Si rileva che razionalità, preferenze ed utilità rappresentano le determinanti decisionali proprie di ogni investitore cui gli ordinamenti giuridici apprestano protezione. Alla loro tutela corrisponde il soddisfacimento dell'esigenza di assicurare che informazioni corrette e complete innervino con regolarità il processo cognitivo nonché la fase decisionale. Questo nel convincimento che, la maggior parte delle volte, le scelte degli investitori non siano ancorate al contratto che si stipula, bensì al risultato che viene atteso dall'attività negoziale sottostante.

A questo punto, occorre chiedersi se una disciplina degli obblighi informativi dettagliata, estremamente puntuale e precisa sia effettivamente idonea a garantire un'effettiva tutela degli investitori, oppure se, come scrive R. Rordorf, "il vessillo dell'informazione non si sia viceversa in qualche misura trasformato in poco più che un idolo del foro".

(\*) Università degli Studi di Roma Tre.

Uno dei profili più rischiosi che il mercato finanziario conosca attiene al pericolo che la compiutezza informativa, da onere e "dogma" comportamentale, traligni in eccesso ed esubero di comunicazioni. Ancora, è necessario riflettere su quali siano concretamente i rischi connessi a grandi quantità di dati e nozioni, chiuse in moduli e formulari, che giungono agli investitori e di cui questi non sono in grado di cogliere l'esatta portata. La cognizione limitata ad alcuni punti, magari i più intelligibili, condiziona la scelta e riestende le maglie dell'asimmetria informativa e degli squilibri contrattuali.

L'eccesso informativo, pertanto, risulterebbe avere una funzione di disturbo poiché l'abbondanza di dati, nozioni e controindicazioni può allontanare l'investitore dal cogliere gli elementi essenziali dei prodotti finanziari, con eventuali ripercussioni negative sul piano economico. L'efficienza informativa, oggettivamente legata all'incremento quantitativo e qualitativo dei livelli di conoscenza, non può essere realizzata mediante l'ipertrofia delle comunicazioni. La condotta sinora indicata conduce ad una alterazione della percezione della realtà e, come tale, alimenta un tipico caso di disinformazione indotta. L'eccesso informativo evidenzerebbe un comportamento subdolo del contraente che si nasconde dietro ad una tecnica informativa apparentemente innocua ma che, in realtà, vizia il consenso dell'investitore. L'eccesso porta con sé un momento di disordine: una vasta gamma di informazioni rapsodiche e disorganiche tende a favorire l'occultamento dei dati essenziali e significativi.

Al presente, gli investitori (risparmiatori) sono immersi in un ambiente contraddistinto dalla pluralità delle fonti di informazione, dalla frequenza della loro produzione e dalla facilità del loro reperimento. Questo scenario condurrebbe a, come indica V. Lemma, "una realtà che allontana il momento cognitivo (che è alla base delle determinazioni relative alle scelte di investimento) dalla fase delle trattative commerciali e da quella contrattuale (e, quindi, dal singolo rapporto economico-giuridico di riferimento)". Pertanto, soprattutto nel mercato finanziario, occorrono soluzioni legislative che prevengano la cattiva e ridondante informazione poiché la corretta conoscenza dei dati è strumentale (ed essenziale) al superamento della cronica posizione di debolezza dell'investitore rispetto all'impresa finanziaria e, quindi, correlata al regolare funzionamento dei meccanismi allocativi del mercato. Di tal fatta, prendendo in considerazione il bene informazione come elemento centrale, si supera il solo riferimento alla regolarità delle operazioni di mercato, per assicurare non solo la legittimità dei rapporti bilaterali, ma anche la tutela di interessi generali, quali le libertà economiche e la salvaguardia dell'utilità sociale, riconosciuti a livello costituzionale. In buona sostanza, il sistema normativo in materia di informazione finanziaria deve porre i presupposti per una relazione contrattuale in cui la parte informata non approfitti, in alcun modo, del vantaggio conoscitivo in danno dell'altra.

## 2 Analisi del dato normativo e giurisprudenziale

La disciplina del dovere di informazione sugli strumenti finanziari risulta essere costruita su regole dal tenore ampio, che rinvengono il proprio baricentro nell'obiettivo principale di assicurare la consapevolezza dell'investitore nell'allocazione finanziaria delle risorse e nell'assunzione dei relativi rischi.

In questo luogo si muove anzitutto la direttiva MIFID 2004/39/CE che, al *Considerando* 44, "nel duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari" enuclea l'esigenza di garantire all'investitore informazioni dettagliate per "valutare in qualsiasi momento le condizioni di un'operazione su azioni da loro presa in considerazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali è stata conclusa". L'art. 19, successivamente, divisa che ogni informazione debba essere ispirata ai criteri di chiarezza, correttezza e trasparenza, nonché grava sull'operatore finanziario l'onere di far giungere le informazioni in modo che esse facilitino la comprensione dell'investitore.

In questa direzione milita anche l'art. 21 del TUF che, a livello normativo primario, rappresenta il cardine dell'obbligo di informazione sugli strumenti finanziari. Nella prestazione dei servizi di investimento gli intermediari finanziari devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". Tali oneri professionali non sono soltanto intesi strumentalmente alla tutela degli investitori ma, anche, in relazione allo svolgimento dell'attività economica, ovvero come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato (in questa direzione si muovono alcune pronunce di merito: Trib. Catania, 21 ottobre 2005; Trib. Teramo, 18 maggio 2006; Trib. Firenze, 18 gennaio 2007; App. Torino, 27 novembre 2009). Particolarmente rilevante, ai fini del tema in esame, appare la stretta connessione tra i canoni di correttezza e trasparenza e la fattispecie dell'eccesso informativo. La correttezza implica per l'intermediario il dovere di fornire informazioni esatte, complete ed adeguate. L'esatto opposto di una situazione di abuso informativo. Sul fronte della trasparenza, dalla giurisprudenza è stato precisato che il dovere in questione si specifica anche mediante la presentazione di un documento informativo, idoneo a porre l'utente in condizioni di trarre dalla semplice consultazione gli elementi necessari per l'eventuale consenso validamente formato (così, Trib. Brindisi, 18 agosto 2006; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005; Trib. Trapani, 30 agosto 2007). Il requisito della trasparenza potrebbe costituire il referente normativo del divieto di eccesso informativo. La trasparenza, riguardando sia l'elemento contenutistico che l'elemento trasmissivo della comunicazione, si pone in antitesi con informazioni eccessive che frustrano chiarezza ed intelligibilità.

Indicazioni sull'obbligo informativo possono, anche, desumersi dal Regolamento Consob n. 16190/07 (in particolare art. 27, comma 1). Le informazioni

devono sempre essere "corrette, chiare e non fuorvianti", in modo che siano "con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio [...]". A livello contenutistico l'art. 27, comma 2, precisa che l'intermediario deve fornire ai clienti "informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole". Il successivo art. 31, comma 1, fa discendere sull'intermediario il dovere di fornire una descrizione dei relativi strumenti finanziari che illustri "le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate".

Il ricorso alla fissazione di *standard*, se da un lato ha ancorato l'onere informativo esigibile dall'intermediario alle circostanze delle singole operazioni finanziarie, dall'altro ha condotto a letture giurisprudenziali di segno talvolta differente. In alcuni casi, l'onere informativo è stato ritenuto assolto tramite la precisazione di avvertenze dei rischi anche sommaria (interpretazione riduttivo-formalistica, così Trib. Modena, 8 febbraio 2006), in altri il dovere di informazione è stato identificato nella comunicazione di dati tecnici e dettagliati (Trib. Catania, 8 febbraio 2007). Il primo filone interpretativo, suggerendo una lettura 'di maniera' dell'onere informativo, potrebbe apparire non del tutto in linea con l'esigenza normativa di assicurare una reale consapevolezza degli investitori circa le conseguenze patrimoniali degli investimenti operati. Al contempo, anche il secondo orientamento, fondato sulla necessità del dettaglio informativo, alimenta il rischio di una somministrazione ipertrofica di informazioni con conseguenze negative sui limiti cognitivi degli investitori. Di tal fatta, viene ad essere posto in subordine il ruolo degli intermediari tenuti all'elaborazione di informazioni complesse disponibili al mercato, ma anche la funzione "pedagogica" ad essi conferita dalle diverse discipline positive.

Accanto a queste linee interpretative, una terza soluzione viene suggerita in un pronunciamento del Tribunale di Torino, 20 febbraio 2008. Il Collegio ha rimarcato la necessità che le clausole normative generali sugli strumenti finanziari vengano informate al principio di ragionevolezza. In guisa che le informazioni finanziarie "da un lato siano necessari[e] a consentire una consapevole decisione di investimento e dall'altro non superino il limite della sufficienza al raggiungimento di tale scopo al fine di non determinare un'obbligazione eccessivamente onerosa, se non inesigibile, agli investitori istituzionali". La lettura pretoria pare individuare il *core* del dovere informativo nella decodificazione dei dati finanziari e nella rappresentazione degli stessi, idonea a garantire la reale percezione del contesto. Un uso abbondante e soverchio di informazioni non sarebbe in linea con il ruolo di informatore finanziario tratteggiato a livello normativo poiché, come sottolineato ancora in giurisprudenza, gli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario possono dirsi assolti solo quando l'investitore abbia effettivamente compreso le caratteristiche dell'operazione ai fini della formazione e dell'esplicazione del consenso informato (App. Torino, 27 novembre 2009).

### 3 Tutele e profili rimediali

Il legislatore, pur avendo manifestato grande attenzione alla tutela degli investitori ed alla formazione di una volontà piena e consapevole, rimane silente riguardo i rimedi civilistici esperibili per violazione di regole comportamentali degli intermediari finanziari. Premesso che l'eccesso informativo attiene ad un'alterazione dei doveri gravanti sugli intermediari, la sua realizzazione può condurre all'applicazione dei rimedi offerti dalla giurisprudenza per il mancato rispetto degli obblighi sanciti nel TUF e nel Regolamento Consob n. 16190/07.

Secondo un primo orientamento, la mancata osservanza delle regole di condotta imposte dalla normativa di settore integrerebbe la violazione di norme imperative, quali sono quelle discendenti dall'art. 21 TUF e dal Regolamento Consob n. 16190/07, con conseguente nullità dell'operazione di investimento (Trib. Mantova, 1 dicembre 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004; Trib. Cagliari, 11 febbraio 2006; Trib. Bologna, 2 marzo 2009; Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009). Il successo riscosso dal rimedio della nullità virtuale trova(va) una sua logica nella idoneità della sanzione ad assicurare al cliente, in modo rapido ed efficace, il recupero del capitale investito. La pronuncia di nullità e la conseguente azione restitutoria dispensano l'investitore dal provare sia l'ammontare del danno subito sia la riconducibilità causale dello stesso alla condotta dell'intermediario. La tesi della nullità virtuale, come è noto, ha subito una battuta d'arresto successivamente alla sentenza della Cassazione, sez. I, n. 19024 del 29 settembre 2005. In questo pronunciamento è statuito che la violazione degli obblighi di condotta posti a carico dell'intermediario finanziario coinvolge le modalità di formazione dell'accordo e non il suo contenuto, rimanendo estranea alla struttura dell'atto e, pertanto, non può determinarne nullità in mancanza di una espressa statuizione normativa. Sul punto si è registrato anche l'intervento a Sezioni Unite della Corte di Cassazione che, con la sentenza n. 26724 del 19 dicembre 2007, ha previsto che l'inosservanza degli obblighi informativi e, più in generale, dei doveri di condotta a carico degli intermediari finanziari non comporta la nullità dei relativi contratti. Ciò in quanto, la contrarietà a norme imperative ex art. 1418, comma 1, c.c., concerne il contratto come atto di autonomia privata e non i comportamenti tenuti dalle parti durante la fase precontrattuale o esecutiva; con la conseguenza che una violazione delle norme informative poste a carico dell'intermediario finanziario può dar luogo esclusivamente a rimedi risolutivi e/o risarcitori (si veda anche Cass., sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773; Cass., sez. I, 10 aprile 2014, n. 8462).

Scarso riscontro ha avuto, invece, la tesi per cui la violazione dei doveri informativi potesse dar luogo ad un vizio del consenso con conseguente azionabilità dell'azione di annullamento. Tale disfavore può essere connesso: *i)* all'orientamento diffuso di dottrina e giurisprudenza per cui il semplice silenzio non possa integrare il dolo; *ii)* alle difficoltà probatorie sull'essenzialità e la riconoscibilità dell'errore; *iii)* all'atteggiamento restrittivo della giurisprudenza in ordine alla rilevanza dell'errore incidente su profili di valutazione economica.

Quindi, appare minoritaria la giurisprudenza che, alla luce della particolarità dell'informazione finanziaria, ravvisa la reticenza di notizie fondamentali, soprattutto

in situazioni di asimmetria informativa, quale idonea ad integrare un vizio del consenso anche in assenza di un comportamento idoneo a configurare un vero e proprio raggiro (Cass., sez. II, 27 ottobre 2004, n. 20792).

Secondo un altro filone giurisprudenziale, l'annullamento sarebbe possibile ogni qualvolta l'intermediario non informi l'investitore su una circostanza rilevante in termini di convenienza dell'operazione. Con la conseguenza che quell'errore è essenziale ed il contratto automaticamente annullabile (Trib. Taranto, 1 luglio 2008).

## 4 Le indicazioni della finanza comportamentale

Dagli studi di *Behavioral Finance* giungono importanti indicazioni connesse al tema dell'eccesso informativo. Un primo dato coinvolge le caratteristiche dell'investitore. Questi tende progressivamente a definirsi quale un soggetto che non solo non è in grado di utilizzare tutte le informazioni disponibili ma, ancor più, risulta vittima di errori di percezione ed elaborazione delle informazioni in suo possesso.

Il paradigma economico *standard* prevede che gli individui nei rispettivi processi decisionali si comportano come se tutte le informazioni fossero elaborate secondo la teoria delle probabilità (razionalità delle percezioni), le preferenze fossero stabili e precise (razionalità delle preferenze) e il processo cognitivo consistesse nella massimizzazione delle preferenze stesse (razionalità del processo). In realtà, dinanzi ai dati informativi, gli individui sono spesso soggetti ad errori cognitivi. L'ipotesi della razionalità delle percezioni si scontra con la tendenza dei soggetti ad elaborare informazioni ricorrendo a procedimenti euristici capaci di generare errori sistematici rilevanti. L'evidenza sperimentale ha poi indicato che anche la razionalità delle preferenze è soggetta a diverse violazioni, riconducibili all'effetto certezza, all'effetto riflesso e all'effetto inquadramento. Quest'ultimo fenomeno, ribattezzato anche *framing*, determina le preferenze a seconda di come è posto un problema, oppure, di come sia data un'informazione. L'eccesso di informazioni e la diffusione smisurata di dati, nel caso di inquadramento effettuato dell'intermediario, può agevolmente indurre l'investitore a compiere errori che inficino la logica della scelta.

La centralità del momento informativo si arguisce anche in rapporto all'assunzione del rischio delle scelte di investimento. In questo ambito, i soggetti sarebbero più propensi ad esprimere preferenze per titoli e strumenti finanziari rispetto ai quali dispongono di informazione, piuttosto che nei confronti di altri di cui ignorano le peculiarità.

La presenza di anomalie nelle scelte di investimento induce la finanza comportamentale a suggerire dei meccanismi attraverso i quali prevenire errori cognitivi e incentivare comportamenti corretti. Oltre all'educazione finanziaria degli investitori e al ruolo della consulenza finanziaria, un rimedio decisivo è rappresentato dalla *disclosure* sulle caratteristiche dei prodotti finanziari. Assunto che l'informazione costituisce un mezzo attraverso il quale tutelare gli investitori e regolare il mercato, la sua efficacia viene messa in discussione ogni qualvolta i

soggetti professionisti ricorrano a descrizioni narrative e prolisse delle caratteristiche dei prodotti finanziari. È stato rilevato che una maggiore quantità di informazioni non aumenta la capacità di selezione e di analisi, anzi, può produrre il cosiddetto *information overload*, consistente nell'incapacità dell'individuo di impiegare il tempo e le competenze necessarie per l'elaborazione dell'informazione (il punto è stato oggetto di approfondimento da parte di S.S. Yengar e E. Kamenica). Ancora, da un'informazione eccessivamente dettagliata può derivarne il rischio di *overconfidence* e di indebito ottimismo con ripercussioni negative a livello patrimoniale. La proliferazione di dati informativi, anche secondo la finanza comportamentale, assurge a fattore di alterazione della razionalità delle scelte degli investitori e di mantenimento di rapporti asimmetrici.

Alla luce di ciò anche dagli studi di finanza comportamentale viene ad essere stigmatizzata l'eventuale produzione disomogenea di informazioni.

## 5 Il ruolo della Consob e l'informazione finanziaria

Il controllo pubblico sull'informazione resa agli investitori costituisce un pilastro su cui è fondata la strategia cognitiva che dovrebbe conformare le relazioni finanziarie ai modelli del mercato efficiente. Appare essenziale, quindi, indagare su quali siano le responsabilità della Consob in materia di controllo dell'informazione diffusa agli investitori. Se nel Regolamento 16190/2007 difetta ogni accenno a ciò, nel TUF è possibile leggere del controllo sui prospetti informativi.

Tale potere, segnatamente accordato dall'art. 91 TUF, è preordinato a sopperire ad un compito che, diversamente, graverebbe sui singoli investitori. Si tratta di un controllo standardizzato dell'informazione che solleva i singoli investitori dal sostenimento di costi elevati connessi e riduce il rischio che questi si allontanino dai mercati. Una funzione di vigilanza che, sulle sollecitazioni del pubblico risparmio, tenderebbe a censurare ogni forma di eccesso informativo può evincersi dalla lettura dell'art. 94 e dell'art. 94-*bis* TUF. L'art. 94, comma 2, prescrive che il prospetto contenga "in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che [...] sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici [...], nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti". L'approvazione del prospetto è subordinata alla decisione della Consob cui spetta la verifica della completezza, nonché della coerenza e della comprensibilità delle informazioni connesse. L'Autorità, ai sensi dell'art. 94, comma 5, qualora necessario per la tutela degli investitori, può esigere che nel prospetto figurino informazioni ulteriori. Il controllo esercitato dalla Consob è inteso nel senso di porre gli investitori nelle condizioni migliori per le loro scelte, censurando quindi l'ipertrofia informativa quale fonte di disturbo. Nei casi in cui i prospetti risultino non conformi alle indicazioni normative e a quelle dell'Autorità, e quindi non venga data la possibilità per gli investitori di "pervenire ad un fondato giudizio sull'investimento proposto, sui diritti ad esso connessi e sui

relativi rischi" (art. 98-*ter*, comma 2), la stessa potrà adottare provvedimenti sospensivi e/o di divieto delle relative offerte finanziarie.

Brevemente, il regime di responsabilità per controllo informativo della Consob viene modulato e definito alla stregua dei poteri che le sono conferiti dal TUF, come pocanzi cennati. Trattasi di una responsabilità connessa all'inadempimento di un'obbligazione legale di fare, più esattamente all'inesatto adempimento di una prestazione destinata, secondo M. Barcellona, "all'arricchimento cognitivo degli investitori ed ha, perciò, natura propriamente contrattuale". Gli investitori, giudizialmente, fanno valere nei confronti dell'Autorità le lesioni (patrimoniali) derivanti dall'inesatta esecuzione delle obbligazioni di vigilanza e di controllo informativo. Il *petitum* tende a coincidere o con il risarcimento della perdita subita per un'operazione che non si sarebbe realizzata se la Consob avesse vigilato correttamente, ovvero con il trasferimento della ricchezza che è venuta loro a mancare a seguito delle difformità qualitative non rilevate dalla Consob.

Il rischio di mancato controllo o di imperfetta vigilanza riguardante informazioni eccessive potrebbe integrare la responsabilità della Consob in base alle ragioni suesposte.

### 5.1 Il documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*

Il rischio di difficile comprensione, anche connesso ad informazioni eccessive, e la conseguente possibilità di pregiudizio economico, ha indotto la Consob a promuovere un documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*. L'Autorità ha rilevato che l'investimento in prodotti complessi esige una "capacità di monitoraggio nel tempo e di gestione, attività queste che spesso si dimostrano eccessivamente impegnative, scarsamente praticabili e comunque impraticabili per gli investitori al dettaglio" (così, il documento del 28 maggio 2014). La Consob, rimandando al *Report 1/2013* dell'ESMA, ha sottolineato come i prodotti complessi generino asimmetrie informative a scapito degli investitori producendo, di contro, una maggiore profittabilità per gli emittenti e i distributori. La nozione di "complessità" di un prodotto finanziario, ricavabile dalla MIFID e dai documenti ESMA (*Opinion* su complessi e Linee guida in tema di valutazione dell'adeguatezza), concerne: *i*) presenza di elementi opzionali, condizioni e/o meccanismi di amplificazione dell'andamento del sottostante (effetto leva) nella formula di determinazione del *pay-off* del prodotto finanziario; *ii*) limitata osservabilità del sottostante (indici proprietari, *asset* non scambiati in mercati trasparenti) e correlata difficoltà di valorizzazione dello strumento; *iii*) illiquidità (strumento non negoziato su *trading venue*) o difficoltà di liquidità dello strumento (barriere all'uscita, alti costi di smobilizzo, mancanza di controparti istituzionali di mercato).

La Consob ha richiesto agli intermediari di uniformare le proprie *policy* agli orientamenti dell'ESMA, in cui si evidenziano cautele, pratiche e presidi rafforzati da assicurare nella distribuzione di prodotti complessi (*Mifid practices for firms selling*



*complex products; Good practices for product governance arrangements*), raccomandando attenzione sul piano dell'informativa alla clientela riguardo i costi del prodotto e il *fair value*. Inoltre, e questo costituisce l'aspetto più incisivo, l'Autorità raccomanda agli intermediari di astenersi dal distribuire direttamente ai clienti *retail* alcuni prodotti (ad es. derivanti da operazioni di cartolarizzazioni di crediti, prodotti *credit linked*, prodotti incorporanti quattro o più componenti derivative) le cui caratteristiche appaiono difficilmente intelligibili e disincentivano il rischio consapevole. Inoltre, la Consob raccomanda che ulteriori prodotti finanziari (ad es. prodotti incorporanti tre componenti derivative, obbligazioni perpetue, fondi d'investimento che investono in crediti e/o in operazioni di cartolarizzazione, o in titoli di società in crisi) siano distribuiti nell'ambito di un servizio di consulenza finanziaria evoluta, imperniata sulla tutela del cliente (valutazione di adeguatezza di portafoglio e massima trasparenza comunicativa).

Il documento non è stato, però, salutato con favore dall'Abi e da altre associazioni di categoria. Dolendosi in premessa di un eccesso del potere di *product intervention* da parte della Consob (esercitato oltre le previsioni contenute nella MIFID e nel recente regolamento MIFIR 600/2014/EU), i soggetti rispondenti hanno evidenziato che l'assenza di situazioni patologiche in Italia e l'adeguatezza dei presidi attualmente in vigore escluderebbe la necessità di ricorrere alle nuove soluzioni suggerite dalla Consob. Ancora, queste potrebbero comportare una drastica riduzione di opportunità di investimento per gli investitori *retail*, i quali potrebbero rivolgersi a proposte provenienti da mercati esteri.

Al fine di assicurare una compiuta protezione degli investitori, il documento Consob sembrerebbe recepire le istanze di tutela informativa e consulenza finanziaria rafforzata già sottolineate dagli studi di finanza comportamentale.

# Bibliografia essenziale

- G. Rojas Elgueta, N. Vardi (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014;
- V. Lemma, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 259 ss.;
- U. Morera, F. Vella (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, numero monografico di AGE, 1/2012;
- L. Purpura, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 609 ss.;
- N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, *Quaderni di finanza Consob*, 2010;
- F. Sartori, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, p. 615 ss.;
- F. Romeo, *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 647 ss.;
- F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010;
- M. Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità della Consob*, Milano, 2009;
- M. Cian, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2009, p. 1197 ss.;
- R. Caterina (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008;
- R. Rordorf, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Soc.*, 2008, p. 269 ss.;
- S.S. Yengar, E. Kamenica, *Overload and Simplicity Seeking*, University of Chicago, Graduate School of Business, 2007;
- A. Gentili, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 555 ss.;
- A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003;
- F. Annunziata, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993;
- G.B. Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, p. 3 ss.

# Sistemi alternativi di soluzione delle controversie nel settore finanziario.

## Pluralità di modelli ed effettività della tutela

Marilena Rispoli Farina<sup>(\*)</sup>

### 1 Il sistema europeo di ADR

La previsione di sistemi di utilizzo di ADR<sup>1</sup> come forme di soluzione delle controversie alternative alla via giudiziale ordinaria è stata sancita con l'accordo di Lisbona<sup>2</sup>, che ha introdotto nel Trattato Europeo l'art. 81, c. 2, lettera g) per il quale il Parlamento Europeo ed il Consiglio adottano "misure volte a garantire: (...) lo sviluppo di metodi alternativi di risoluzione delle controversie". Dal 1° dicembre 2009 (data di entrata in vigore del Trattato), le ADR assumono un ruolo primario nell'organizzazione istituzionale dell'Unione stessa e dell'amministrazione della giustizia nel suo territorio.

L'obiettivo così raggiunto è particolarmente significativo, in quanto il diffondersi di un sistema di ADR in Europa, rispetto allo sviluppo nel mondo anglosassone, non è stato facilitato da una serie di circostanze quali le peculiarità del sistema giuridico, basato sul diritto codificato anziché su quello giurisprudenziale, la centralità del ruolo del sistema giurisdizionale cui è affidata la tutela della legalità, la percezione del processo come 'luogo' dove i giudici statali sono depositari della risoluzione delle liti. Le ADR in Europa non nascono tanto per alleggerire il carico giudiziario come è avvenuto negli Stati Uniti, quanto, piuttosto, in una prospettiva più radicale, come *strumento per* assicurare al cittadino-consumatore-cliente una tutela effettiva, rapida ed economica dei propri diritti e interessi. Gli osservatori del

(\*) Università degli Studi di Napoli Federico II.

- 1 L'espressione di origine anglosassone "Alternative Dispute Resolution" (c.d. ADR) è abitualmente utilizzata per fare riferimento a numerose procedure eterogenee, volte a risolvere i conflitti tra soggetti, pubblici e privati, e che si svolgono al di fuori delle aule giudiziarie, allo scopo di ridurre i costi e i tempi più lunghi delle ordinarie procedure giudiziarie. Il termine ADR abbraccia sia i procedimenti - intesi in senso lato - rivolti a *prevenire* le liti in via conciliativa, sia quelli rivolti a "*mediare*" tra le parti contendenti per prevenire la lite, sia quelli rivolti a concludere una *transazione* tra le parti, sia quelli diretti ad ottenere questi risultati una volta che la lite sia già stata instaurata.
- 2 F. BASSANINI e G. TIBERI (a cura di). *Le nuove istituzioni europee. Commento al trattato di Lisbona*. Bologna, Il Mulino, 2008. V. M. SBRESCIA. *Le competenze dell'Unione Europea nel Trattato di Lisbona*. Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2008; G. RUSSOLILLO, *I mezzi alternativi di risoluzione delle controversie (ADR) tra diritto comunitario e diritto internazionale*. in *Il diritto dell'Unione europea*, 2008, n. 2.

fenomeno evidenziano che, in sostanza, il modello statunitense abbia influenzato in misura molto relativa l'assetto che le ADR hanno assunto nel corso degli anni<sup>3</sup>.

Con la creazione del mercato unico le istituzioni comunitarie si sono profuse per assicurare un rapido sviluppo delle transazioni economiche nello spazio europeo e nel contempo per garantire effettiva tutela ai cittadini; un obiettivo politico perseguito dall'Unione europea sotto l'egida della Commissione che ha favorito la nascita e lo sviluppo di metodi extragiudiziari di soluzione delle controversie "semplici, rapidi, efficaci e a costi contenuti".

L'esperienza europea in tema di ADR evidenzia la progressiva predisposizione di varie tipologie, più o meno articolate, che si presentano quindi *alternative* alla *giurisdizione* statale della quale condividono la finalità di risolvere una controversia insorta tra le parti.

Sulla base della produzione normativa e dei modelli predisposti, la dottrina ha classificato i sistemi di ADR previsti dal legislatore secondo differenti parametri: ha distinto così tra sistemi di tipo *aggiudicativo-decisorio* (c.d. *determinative* o *evaluative*) e sistemi di tipo *consensuale-facilitativo* (c.d. *facilitative*).

Nei primi, *determinative*, la soluzione della controversia è affidata a un terzo che assume una decisione imparziale rispetto alle differenti posizioni assunte dalle parti, per i sistemi *facilitative* il terzo finalizza il suo intervento al raggiungimento di un accordo tra le parti senza poter imporre alcuna decisione.

3 La letteratura che ha affrontato la nascita dei sistemi di ADR ha messo in luce che il movimento di 'fuga' dal processo verso metodi alternativi di soluzione delle controversie, trova le sue origini negli Stati Uniti d'America, dove si è affermato come espressione di scelte di libertà rimessa all'autonomia dei privati.

Nel sistema di *common law*, i progetti di introdurre sistemi di ADR nascono con l'intento di alleggerire il carico delle procedure gravanti dinnanzi le Corti dello Stato, e sono sostenuti da due correnti di opinione: la prima, nota come "contro-culturalismo" si afferma negli anni sessanta del secolo XX, e mette in discussione il sistema consolidato di soluzione delle controversie, affidato in esclusiva alle corti, di impostazione in sostanza coercitiva. Di qui l'esigenza di incentivare strumenti, come la mediazione, in grado di conciliare la lite secondo parametri equitativi che rendono inutile una decisione calata dall'alto dai giudici, favorendo piuttosto le relazioni tra soggetti, nella continua ricerca del senso comune di giustizia.

La seconda opinione, la critica all'ipertrofia giuridica, ha avuto occasione di affermarsi nell'ambiente giuridico americano grazie alla *Pound Conference* del 1976, e all'intervento formulato in tale sede dal Presidente della Corte Suprema WARREN E. BURGER che, soffermandosi sulle evidenti inefficienze dell'amministrazione della giustizia, raccomandò l'utilizzo di strumenti e organismi alternativi al processo giurisdizionale, in particolare per le controversie di esiguo valore, da affidare per la decisione a tribunali composti da comuni cittadini, con un esito *vincolante* per le parti in lite. Si ritiene che la relazione del presidente Burger abbia avuto un ruolo saliente nel fondare la cultura delle ADR in quanto ha evidenziato la consapevolezza del massimo rappresentante del potere giurisdizionale che l'eccesso di litigiosità e i conseguenti ritardi nei ruoli dei tribunali potessero minare la fiducia dei cittadini nei confronti della giustizia e sminuire il valore dei simboli tradizionali dell'autorità giudiziaria. Anche se l'intervento si riferiva in primo luogo all'arbitrato, le ADR, nella loro molteplicità di tipi, potevano costituire uno strumento idoneo a dare "effettivo corso e accesso alla giustizia". Lo sviluppo delle ADR negli Stati Uniti è stato favorito dal legislatore che ha varato, tra il 1980 e il 1998, quattro provvedimenti: il *Dispute Resolution Act* del 1980 che predispone anche *finanziamenti specificamente finalizzati*, ad adottare formule alternative di soluzione delle controversie; il *Civil Justice Act* e l'*Administrative Dispute Resolution Act* del 1990, che autorizzano l'uso di strumenti alternativi, *imponendolo* per la soluzione delle controversie contro le agenzie amministrative; l'*Alternative Dispute Resolution Act* del 1998 che incorpora nel processo procedure conciliative definite endoprocessuali, come *fase obbligatoria e introduttiva rispetto al dibattimento*, al fine di implementare «a new paradigm of justice». si veda C. RINALDINI, *Il giudice e la conciliazione. Una prospettiva comparata tra Italia e Inghilterra*. in *Accademia.edu*.

L'intervento del legislatore europeo prende le sue mosse dagli anni '80 dello scorso secolo, quando l'ordinamento comunitario, nell'intento, come si è già evidenziato, di assicurare un elevato livello di protezione dei consumatori, considerati soggetti deboli nella contrattazione con le imprese, ha incentivato lo sviluppo e la diffusione dei sistemi di ADR all'interno dello spazio economico europeo, fissando principi cui le diverse legislazioni nazionali si sono gradualmente conformate seppur attraverso l'impiego di forme e soluzioni diversamente articolate.

L'impulso dell'Unione Europea nello sviluppo e diffusione di strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie, soprattutto in materia bancaria e finanziaria, è stato determinante.

Il legislatore comunitario, pur lasciando agli Stati membri la libertà di adottare i sistemi ritenuti più opportuni, ha difatti progressivamente indicato i principi cui ciascun sistema è stato chiamato a conformarsi.

Prioritario il ruolo del Libro Verde, elaborato dalla Commissione Europea nel 1993 e relativo all'accesso dei consumatori alla giustizia e alla risoluzione delle controversie in materia di consumo nell'ambito del mercato unico.

Il Documento rappresenta il primo studio comparato delle procedure giudiziali e stragiudiziali previste nei singoli ordinamenti nazionali a tutela dei diritti dei consumatori. In particolare, la Commissione si è preoccupata di analizzare le difficoltà connesse alle controversie transfrontaliere di modesto valore (c.d. *small claims*), auspicando la creazione di un dispositivo di gestione di tali controversie, nonché lo sviluppo di procedure extragiudiziali che permettessero di ridurre lo squilibrio tra il costo della procedura giudiziaria transfrontaliera e il valore della controversia.

Il Libro Verde intende quindi promuovere politiche di armonizzazione delle discipline di accesso dei consumatori alla giustizia, coinvolgendo gli Stati membri e gli enti interessati alla politica comunitaria di tutela dei consumatori. *"L'ordinamento giuridico comunitario è costituito da un sistema di norme la cui applicazione è in massima parte affidata non già ad un proprio ordinamento giudiziario, bensì alle giurisdizioni istituite nell'ambito degli ordinamenti giuridici nazionali"* si legge nel Documento e, quindi, *"se l'accesso all'autorità giudiziaria nazionale è ostacolato, viene a subire pregiudizio l'efficacia stessa del diritto comunitario e in particolare il principio di non discriminazione"*.

Riveste di seguito importanza la Raccomandazione 98/257/CE del 30.3.1998, in tema di *"principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo"* che individua per tutti i sistemi ADR (esistenti o di futura creazione) c.d. *determinative* (non anche ai sistemi c.d. *facilitative*), competenti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie di consumo, la opportuna adozione di sette principi cardine: **indipendenza** (dell'organo chiamato a decidere della controversia); **trasparenza** (della procedura seguita per addivenire alla decisione); **contraddittorio** (tra le parti interessate, cosicché ciascuna possa far conoscere il proprio punto di vista all'organo competente e, al contempo, prendere conoscenza della posizione espressa dalla controparte); **efficacia** (della

procedura mediante termini brevi per la decisione e la possibilità per l'organo decidente di assumere tutte le informazioni rilevanti, nonché gratuità ovvero moderazione dei costi di procedura e, infine, assenza dell'obbligo di assistenza tecnica da parte di un legale); **legalità** (della decisione che deve essere motivata e pronunciata secondo diritto e non può mai derogare a danno del consumatore alle previsioni di maggior tutela previste dal diritto interno o comunitario); **libertà** (l'effetto vincolante della decisione può discendere solo da una libera accettazione delle parti e, nel caso del consumatore, non può derivare da un impegno che preceda l'origine della vertenza); **rappresentanza** (le parti restano pienamente libere di farsi rappresentare o accompagnare da un terzo in qualunque fase della procedura).

La Raccomandazione ha inteso rafforzare la fiducia dei consumatori nell'adozione di procedure stragiudiziali di risoluzione delle controversie, conformi ad un egregio livello qualitativo e degli organismi responsabili fra di loro, al fine di migliorare il trattamento delle controversie transfrontaliere in materia di consumo.

Successivamente il Consiglio Europeo, con la Risoluzione 2000/C155/01 del 25.5.2000 relativa ad una "rete comunitaria di organi nazionali per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo", ha constatato che anche i sistemi ADR c.d. *facilitative* hanno dato una buona prova di sé nella risoluzione delle controversie dei consumatori ed ha quindi invitato la Commissione ad estendere l'applicazione dei suaccennati principi anche ai sistemi estranei al campo di applicazione della Raccomandazione 98/257/CE del 30.3.2007.

La Commissione, di conseguenza, ha emanato nel 2001 la Raccomandazione 2001/310/CE (20) che, *da un lato*, ha esteso il campo di applicazione a tutti i sistemi di ADR siano essi di tipo aggiudicativo/decisorio, siano essi di tipo facilitativo/consensuale e, *dall'altro lato*, ha rielaborato e semplificato (riducendoli a quattro) i principi cui i sistemi di ADR nazionali devono conformarsi, vale a dire a) **imparzialità**; b) **trasparenza**; c) **efficacia** e d) **equità**.

I "nuovi" principi si rifanno ai precedenti, con una innovazione: il principio di legalità, in base al quale - come visto - la decisione deve essere secondo diritto e non può derogare alle tutele offerte dalle legge, viene sostituito dal principio di **equità**, secondo cui la soluzione proposta dal sistema conciliativo può essere meno favorevole del risultato in astratto ottenibile con l'applicazione di norme giuridiche, purché il consumatore - informato in linguaggio chiaro e comprensibile - resti **in ogni caso libero di accettare o meno la soluzione proposta**. L'accordo di conciliazione, può quindi implicare una parziale rinuncia di diritti disponibili da parte del legittimo titolare, ma consente di ottenere, con rapidità ed effettività, un parziale riconoscimento delle proprie pretese.

Di seguito la Commissione nel 2002 ha predisposto un Libro Verde relativo "*ai modi alternativi di risoluzione delle controversie in materia civile e commerciale*" con il quale, svolta una indagine sui meccanismi adottati dagli Stati Membri per quanto riguarda i modi alternativi di risoluzione delle controversie transfrontaliere in materia civile e commerciale, ha elaborato un quadro prospettico, attivando

contemporaneamente una consultazione sui profili più discussi delle procedure di ADR.

La crescente attenzione delle istituzioni comunitarie per le procedure di ADR ha trovato riscontro nella Direttiva 2008/52/CE del 21.5.2008 sulla mediazione in materia civile e commerciale, il cui dichiarato scopo è quello di facilitare l'accesso alla giustizia promovendo il ricorso delle parti agli strumenti di mediazione e assicurando un'armonica relazione tra questa tecnica di risoluzione stragiudiziale delle controversie e le procedure giurisdizionali.

Il provvedimento s'inserisce a giusto titolo nel filone d'interventi comunitari rivolti alla promozione di strade alternative ai procedimenti giurisdizionali per una risoluzione più rapida ed efficace delle controversie, favorendo, come è stato scritto, la diffusione della «cultura del compromesso», la quale si affianca ma non si sostituisce alla «cultura della decisione».

L'Unione europea ha così abbandonato lo strumento della *soft law*, e introdotto la prima disciplina vera e propria specificamente dedicata alle ADR, recepita in Italia con il decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 2, con il quale tra l'altro il legislatore italiano ha fatto riferimento ai sistemi di ADR preesistenti nel nostro ordinamento, come ad esempio l'ABF, riconoscendone l'autonomia rispetto alle altre forme di ADR disciplinate nel medesimo decreto e l'efficacia di condizione di procedibilità dell'azione giurisdizionale. Il richiamo ha inteso equiparare sistemi di ADR eterogenei.

Dal testo della direttiva 52/2008 si evince il riferimento alle forme *facilitative* di ADR e, in particolare, in forza dell'art. 3, lett. b), alle sole forme facilitative che prevedono la presenza di un terzo facilitatore, così restando escluse tutte le forme di negoziazione diretta tra le parti come la c.d. conciliazione paritetica.

La Direttiva 2008/52/CE composta da pochi articoli è rivolta - pur abbracciando fattispecie diverse di ADR - a disciplinare le controversie transfrontaliere<sup>4</sup>, con l'obiettivo di "*concorrere a garantire un migliore accesso alla giustizia, come parte della politica dell'Unione Europea di istituire uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia*" (Considerando n. 5), poiché "*la mediazione "può fornire una risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia civile e commerciale attraverso procedure concepite in base alle esigenze delle parti"* (Considerando n. 6). Infatti, "*[g]li accordi risultanti dalla mediazione hanno maggiori probabilità di essere rispettati volontariamente e preservano più facilmente una relazione amichevole e sostenibile tra le parti. Tali benefici diventano anche più evidenti nelle situazioni che mostrano elementi di portata transfrontaliera*" (Considerando n. 6).

Pur limitando l'ambito di applicazione alle controversie transfrontaliere, la Direttiva non preclude che le disposizioni ivi dettate vengano applicate al contenzioso interno; per il Considerando n. 8 infatti "*[l]e disposizioni della presente direttiva dovrebbero applicarsi soltanto alla mediazione nelle controversie transfrontaliere, ma*

4 L'art. 1 - "[o]biettivo e ambito di applicazione", precisa che la Direttiva si applica alle controversie transfrontaliere di cui all'art. 2, «[c]ontroversie transfrontaliere».

*nulla dovrebbe vietare agli Stati membri di applicare tali disposizioni anche ai procedimenti di mediazione interni".* A tale premessa sono poi da ricordare le considerazioni n. 13 e 14, relative alla obbligatorietà della mediazione, tema particolarmente delicato, che ha suscitato un vivace dibattito nell'ambito dell'ordinamento italiano.

In particolare, la Direttiva chiarisce che la mediazione dovrebbe essere un procedimento di "volontaria giurisdizione". Definizione "atecnica", in quanto dal contesto delle norme emerge che il legislatore comunitario ha inteso dire che le parti gestiscono esse stesse il procedimento, libere di organizzarlo, attivarlo e portarlo a conclusione. Si può ritenere che il legislatore comunitario intenda la mediazione come un'ipotesi *volontaria* di adesione alle ADR come si evince dal Considerando n. 14, per il quale "[l]a presente direttiva dovrebbe inoltre far salva la legislazione nazionale che rende il ricorso alla mediazione obbligatorio oppure soggetto ad incentivi o sanzioni, purché tale legislazione non impedisca alle parti di esercitare il loro diritto di accesso al sistema giudiziario".

La precisazione è particolarmente rilevante per l'ordinamento italiano. Il nostro legislatore, infatti, come è noto, nel recepire la Direttiva, ha utilizzato la possibilità di prevedere l'ipotesi della obbligatorietà della mediazione per alcune specifiche materie. Per queste la mediazione è divenuta condizione di procedibilità dell'azione giurisdizionale. L'art. 5 del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28 prevede infatti che l'esperimento del procedimento di mediazione "è condizione di procedibilità della domanda giudiziale" per le materie indicate nel medesimo articolo.

La norma (così come modificata dal d.l. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 98)<sup>5</sup> si riferisce alle controversie in materia di condominio, diritti reali, divisione, successioni ereditarie, patti di famiglia, locazione, comodato, affitti di azienda, risarcimento del danno derivante dalla circolazione dei veicoli e natanti, da responsabilità medica e sanitaria e da diffamazione a mezzo della stampa o con altro mezzo di pubblicità, contratti assicurativi, bancari e finanziari<sup>6 7</sup>.

5 In G.U. n. 194 del 20.8.2013.

6 La modifica è il risultato di una complessa e nota vicenda che ha messo in discussione l'obbligatorietà della mediazione - conciliazione.

7 Con decreto legge 12 settembre 2014, n. 132 (convertito con modificazioni dalla legge 10 novembre 2014, n. 162), nel 2014 è stato introdotto l'istituto della negoziazione assistita; tale procedura si affianca alla mediazione obbligatoria, reintrodotta con il decreto legge 21 giugno 2013, n. 69 (convertito con modificazioni dalla legge 9 agosto 2013, n. 98), a seguito della dichiarazione di illegittimità costituzionale per eccesso di delega del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28.

A differenza dell'ABF, che ha natura decisoria/aggiudicativa, mediazione e negoziazione assistita mirano a risolvere le controversie in via alternativa al contenzioso ordinario mediante un accordo di natura privatistica e appartengono alla categoria dei sistemi ADR di tipo facilitativo/consensuale. Nella mediazione un soggetto esterno, terzo e imparziale (mediatore), è chiamato a promuovere il raggiungimento di un accordo tra le parti; nella negoziazione assistita sono invece gli avvocati che si adoperano per il raggiungimento di un accordo denominato "convenzione di negoziazione assistita". Come la mediazione, anche la negoziazione assistita è condizione di procedibilità della domanda giudiziale in relazione a tipologie di controversie specificamente individuate; dal suo ambito operativo sono escluse le controversie in materia di contratti bancari, finanziari e assicurativi per le quali è previsto l'obbligo di mediazione.



La Direttiva *de qua* segna quindi, per l'Unione europea, la prima tappa di un intervento più penetrante e specifico nella regolamentazione delle ADR (anche se soltanto di quelle facilitative e, nell'ambito di queste ultime, soltanto rispetto a quelle nelle quali vi è la presenza di un terzo).

Rilevante appare la definizione del mediatore come il terzo "*cui è richiesto di condurre la mediazione in modo efficace, imparziale e competente, indipendentemente dalla denominazione o dalla professione di questo terzo nello Stato membro interessato e dalle modalità con cui è stato nominato o invitato a condurre la mediazione*" (art. 3. lett. b).

Un accento speciale è posto sulla "*qualità della mediazione*", in vista della quale si chiede agli Stati membri di incoraggiare l'elaborazione di codici di autodisciplina e di favorire la formazione continua dei mediatori.

Sul valore giuridico dell'accordo la Direttiva si sofferma con puntualità. Mentre nella Raccomandazione relativa alle forme ADR facilitative (ma, in verità, anche in quella relativa alle forme aggiudicative) il valore dell'accordo (o del provvedimento) era contemplato nella parte relativa alle informazioni da rendere ai partecipanti al sistema ADR, nel senso che si richiedeva che questi ultimi fossero previamente ed adeguatamente informati dello stesso, senza tuttavia entrare nel merito di quale dovesse o potesse essere il valore giuridico dell'accordo raggiunto, la Direttiva 52/2008, invece, dispone che gli Stati membri assicurino che l'accordo raggiunto tramite la mediazione possa divenire esecutivo, così – all'evidenza – perseguendo un fine di effettività della tutela, a meno che, naturalmente, precisa la Direttiva, lo stesso non sia contrario "*alla legge dello Stato membro in cui viene presentata la richiesta*" di esecutività.

Il principio della riservatezza della procedura di mediazione, appena accennato nelle Raccomandazioni sulle ADR, assume il valore di regola, disponendosi che gli Stati membri garantiscano che ogni informazione rilasciata dalle parti nel corso della procedura non venga inopinatamente diffusa e, inoltre, che non possa essere utilizzata nell'eventuale successivo giudizio (i soggetti coinvolti a vario titolo nella procedura ADR non potranno "*testimoniare [...] riguardo alle informazioni risultanti da un procedimento di mediazione o connesse con lo stesso*").

La disciplina comunitaria ha trovato riscontro negli articoli 9 e 10 del decreto legislativo n. 28 del 2010, che regolamentano i profili della riservatezza delle informazioni e della inutilizzabilità delle stesse, assimilando la figura del mediatore a quella del difensore tecnico. Infine, altra norma di rilievo nel contesto della Direttiva – oltre a quella sulle informazioni da rendere al pubblico che valorizzano la divulgazione sul *web* e per il tramite dei professionisti che assistono le parti – è quella contenuta nell'articolo 8, "*effetto della mediazione sui termini di prescrizione e decadenza*", in base alla quale tali termini non devono risolversi a sfavore di coloro che, prima di scegliere la via ordinaria di risoluzione delle liti, decidano di avvalersi dello strumento alternativo della mediazione.

La disciplina europea ha inteso incoraggiare il ricorso diffuso alle forme ADR, garantendo, alle parti che scelgono di perseguire questa soluzione delle controversie,

che il tempo necessario per lo svolgimento delle relative procedure non verrà computato ai fini della prescrizione e/o decadenza.

A seguito di questa presa di posizione, e cinque anni dopo l'adozione della Direttiva n. 58, è stata varata la Direttiva n. 11 del 21 maggio 2013 sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il Regolamento n. 2006/2004 e la precedente direttiva 2009/22/CE.

La nuova Direttiva si prefigge (art. 1) di *"contribuire, mediante il raggiungimento di un elevato livello di protezione dei consumatori, al corretto funzionamento del mercato interno garantendo che i consumatori possano, su base volontaria, presentare reclamo nei confronti dei professionisti dinanzi a organismi che offrano procedure indipendenti, imparziali, trasparenti, efficaci, rapide ed eque di risoluzione alternativa delle controversie"*<sup>8</sup>.

Il legislatore ha preso atto del livello di diffusione delle Adr e ritiene che *"[le] ADR non [sono] ancora sviluppat[e] in maniera sufficiente e coerente nell'Unione"* e che sia *"deplorabile che, nonostante le raccomandazioni della Commissione 98/257/CE, del 30 marzo 1998, riguardante i principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo e 2001/310/CE, del 4 aprile 2001, sui principi applicabili agli organi extragiudiziali che*

8 Direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (Direttiva sull'ADR per i consumatori), in G.U.U.E. L 165/63 del 18.6.2013.

La Direttiva non pregiudica la legislazione nazionale che prevede l'obbligatorietà di tali procedure, a condizione che tale legislazione non impedisca alle parti di esercitare il loro diritto di accedere al sistema giudiziario. La Direttiva si applica alle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, nazionali e transfrontaliere, concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi tra professionisti stabiliti nell'Unione e consumatori residenti nell'Unione attraverso l'intervento di un organismo ADR che propone o impone una soluzione o riunisce le parti al fine di agevolare una soluzione amichevole.

La Direttiva non si applica: alle procedure dinanzi a organismi di risoluzione delle controversie in cui le persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie sono assunte o retribuite esclusivamente dal professionista; alle procedure presso sistemi di trattamento dei reclami dei consumatori gestiti dal professionista; ai servizi non economici d'interesse generale; alle controversie fra professionisti; alla negoziazione diretta tra consumatore e professionista; ai tentativi messi in atto da un giudice al fine di giungere a una composizione della controversia nel corso di un procedimento giudiziario riguardante la controversia stessa; alle procedure avviate da un professionista nei confronti di un consumatore; ai servizi di assistenza sanitaria prestati da professionisti sanitari a pazienti, al fine di valutare, mantenere o ristabilire il loro stato di salute, compresa la prescrizione, la somministrazione e la fornitura di medicinali e dispositivi medici; agli organismi pubblici di istruzione superiore o di formazione continua.

La direttiva definisce *"organismi ADR"* tutti quegli organismi, istituiti su base permanente, che offrono la possibilità di avvalersi di procedure extragiudiziali di risoluzione delle controversie, nel rispetto dei requisiti dalla stessa previsti. Gli Stati membri garantiscono che le persone fisiche incaricate dell'ADR: possiedano le competenze necessarie e i requisiti di indipendenza e imparzialità; rendano disponibili al pubblico sui loro siti web, su un supporto durevole su richiesta e in qualsiasi altro modo essi ritengano appropriato, forniscono informazioni chiare e facilmente comprensibili riguardanti modalità di contatto, la competenza, l'imparzialità e l'indipendenza delle persone fisiche incaricate della ADR, i tipi di controversie per le quali sono competenti, le lingue nelle quali possono essere presentati i reclami, gli eventuali costi che le parti dovranno sostenere. La direttiva stabilisce che gli Stati membri designino un'autorità competente incaricata di valutare che gli organismi ADR rientrano nell'ambito di applicazione della stessa direttiva, verificando la loro conformità ai requisiti di qualità prescritti. Alcuni atti giuridici dell'Unione Europea già contengono disposizioni relative alle procedure ADR; in particolare la direttiva 2008/52/CE, del 21 maggio 2008, relativa alla mediazione delle controversie transfrontaliere in materia civile e commerciale, rispetto alla quale la direttiva in argomento ha una più ampia portata.

Gli Stati membri adottano le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla direttiva entro il 9 luglio 2015.

*partecipano alla risoluzione consensuale delle controversie in materia di consumo, [le] ADR non sia[no] stat[e] attuat[e] correttamente e non funzioni[no] in modo soddisfacente in tutte le zone geografiche o in tutti i settori economici dell'Unione. I consumatori e i professionisti non sono ancora a conoscenza dei meccanismi extraprocessuali di ricorso esistenti e soltanto un'esigua percentuale di cittadini sa come presentare un reclamo a un organismo ADR. Laddove le procedure ADR sono disponibili, i loro livelli qualitativi variano notevolmente da uno Stato membro all'altro e le controversie transfrontaliere non sono spesso trattate in modo efficace dagli organismi ADR" (Considerando n. 5).*

La Direttiva n. 11/2013, fa esplicito riferimento alle "procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie, nazionali e transfrontaliere, concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi tra professionisti stabiliti nell'Unione e consumatori residenti nell'Unione". Le novità riguardano quindi questo tipo di controversie, ma abbracciano un ampio numero di procedure, dalla mediazione all'arbitrato, fino alle negoziazioni paritetiche. L'attuazione è stata prevista entro il 9 luglio 2015, e ha obbligato i legislatori nazionali ad intervenire per regolamentare tutte le ADR già istituite, sfruttando magari l'impianto già in essere grazie alla rete degli organismi di mediazione<sup>9</sup>.

Alcune affermazioni contenute nella direttiva riflettono le diatribe in corso, anche nel nostro ordinamento, sulle ADR.

L'art. 1 ribadisce che la stessa direttiva "non pregiudica la legislazione nazionale che prevede l'obbligatorietà di tali procedure".

Inoltre dal complesso normativo emerge lo sfavore verso forme di gratuità che, dietro la pretesa di tutelare il diritto di difesa, nascondano in realtà interessi volti ad accentrare presso alcune istituzioni la gestione delle controversie. L'art. 6, comma 1°, stabilisce infatti che le prestazioni dei mediatori devono essere "retribuite secondo modalità non legate all'esito della procedura"<sup>10</sup>.

9 La legge 7 ottobre 2014, n. 154 (legge di delegazione europea 2013, secondo semestre), pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 251 del 28 ottobre 2014, contiene, tra le altre, la delega al Governo ad adottare il decreto legislativo di attuazione della direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (direttiva sull'ADR per i consumatori). L'articolo 8 della legge di delegazione europea stabilisce i principi e criteri direttivi per il recepimento della direttiva 2013/11/UE, richiamando i principi generali enunciati dagli articoli 31 e 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234 (Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione del diritto europeo) e stabilendone di ulteriori e specifici. In particolare viene indicato che occorre esercitare l'opzione prevista dalla direttiva secondo cui rientrano tra le procedure ADR, ai fini della direttiva, anche le procedure dinanzi a organismi di risoluzione delle controversie in cui le persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie sono assunte o retribuite esclusivamente dall'impresa. I principi di delega richiedono inoltre che sia previsto espressamente che in tal caso le persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie facciano parte di un organismo collegiale composto da un numero uguale di rappresentanti delle organizzazioni di consumatori e dei rappresentanti del professionista e siano nominate a seguito di una procedura trasparente.

L'8 maggio 2015 è stato approvato dal Governo lo schema di d.lgs. di attuazione (n. 78508), di seguito pubblicato come d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130, in G.U. n. 191 del 19 agosto 2015.

10 Il testo della direttiva include ben 62 Considerando frutto delle indagini condotte in sede comunitaria al fine di evidenziare quali problemi affliggono il contesto europeo, (la frammentazione dei mercati, la qualità delle procedure, i limiti imposti dall'assenza di adeguata normativa di raccordo tra i sistemi nazionali, lo sviluppo di nuove tipologie commerciali, le contrazioni del mercato interno ed altro).

La Direttiva n. 11/2013, detta per gli Stati membri una serie di condizioni che devono sussistere per le ADR<sup>11</sup>: mantenere operativo un sito *web* aggiornato che fornisca alle parti un facile accesso alle informazioni concernenti la procedura ADR e che consenta ai consumatori di presentare un reclamo e la documentazione di supporto necessaria; mettere a disposizione delle parti, su richiesta delle stesse, le dette informazioni su un supporto durevole; offrire al consumatore la possibilità di presentare un reclamo in formato cartaceo; consentire lo scambio di informazioni tra le parti per via elettronica o, se applicabile, attraverso i servizi di posta ordinaria; accettare sia le controversie nazionali sia quelle transfrontaliere, comprese le controversie oggetto del Regolamento ODR; garantire che il trattamento dei dati personali avvenga nel rispetto delle regole sulla protezione dei dati personali di cui alla legislazione nazionale di attuazione della Direttiva 95/46/CE nello Stato membro in cui l'organismo ADR è stabilito, quando trattano le controversie oggetto della direttiva.

La direttiva n. 11/2013 inoltre attribuisce a ciascuno Stato membro il compito di designare una o più '[a]utorità competenti' che fungeranno da 'punto di contatto' tra le ADR stabilite nel territorio dello Stato designante e la Commissione e uniche a poter inviare all'Autorità competente le informazioni richieste dall'art. 19 della Direttiva n. 11/2013<sup>12</sup>.

Per quanto riguarda l'Italia, con la legge 7 ottobre 2014, n. 154 è stata conferita la delega al Governo per l'attuazione di alcune direttive europee, tra cui quella in tema di ADR. Nel maggio 2015 il Consiglio dei ministri ha approvato in via preliminare uno schema di decreto legislativo che, nel recepire le nuove disposizioni europee sugli ADR, prevede l'assegnazione del ruolo di autorità nazionale competente alle autorità di vigilanza di settore per i rispettivi ambiti di riferimento, nonché al Ministero della Giustizia e al Ministero dello Sviluppo economico in relazione a talune materie specificamente individuate. Per quanto riguarda l'ABF, il ruolo di autorità competente verrebbe quindi affidato alla Banca d'Italia.

Per assicurare uniformità nell'esercizio delle funzioni delle autorità competenti è prevista l'istituzione presso il Ministero dello Sviluppo economico di un

11 A. DEL NINNO, *Le nuove regole UE per la risoluzione alternativa delle controversie: la Direttiva ADR e il Regolamento ODR sulle dispute E-commerce con i consumatori on line*. in *DIRITTO E GIUSTIZIA*, 19/12/2014.

12 In particolare, le ADR dovranno trasmettere alle Autorità competenti: il loro nome o denominazione, le informazioni di contatto e l'indirizzo del sito *web*; informazioni sulla loro struttura e sul loro finanziamento, comprese le informazioni sulle persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie, sulla loro retribuzione, sul loro mandato e sul loro datore di lavoro; le proprie norme procedurali; le tariffe applicate, se del caso; la durata media delle procedure di risoluzione delle controversie; la lingua o le lingue in cui possono essere presentati i reclami e in cui viene svolta la procedura di risoluzione delle controversie; una dichiarazione sui tipi di controversie trattati mediante la procedura di risoluzione delle controversie; i motivi per cui un organismo di risoluzione delle controversie può rifiutare il trattamento di una determinata controversia; una dichiarazione motivata dell'organismo di possedere o meno i requisiti di un organismo ADR che rientra nell'ambito di applicazione della Direttiva n. 11/2013 e di rispettare o meno i requisiti di qualità di cui al capo II.

tavolo di coordinamento e di indirizzo; il Ministero dello Sviluppo economico è designato come unico punto di contatto con la Commissione europea<sup>13</sup>.

Il regolamento di attuazione, emanato in pari data con n. 514/2013 sulle *Online Dispute Resolution* ("Regolamento ODR"), completa e specifica l'operatività della direttiva 11/2013.

Il Regolamento ODR disciplina l'operatività della piattaforma *online*, già istituita dall'Unione europea, e che riguarda la risoluzione stragiudiziale delle controversie riguardanti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita di beni o della fornitura di servizi *online*, tra un consumatore residente nell'Unione europea e un professionista stabilito nel territorio dell'Unione, attraverso l'intervento di un organismo ADR inserito in un elenco a norma dell'articolo 20, paragrafo 2, della Direttiva 2013/11/UE e che comporta necessariamente l'utilizzo della piattaforma ODR. Impone che la legislazione dello Stato membro in cui il consumatore risiede abitualmente, sia tale da autorizzare la risoluzione di siffatte controversie attraverso il ricorso del consumatore ad una ADR. Come previsto dal Regolamento ODR, la piattaforma offrirà una soluzione extragiudiziale facile, efficace, rapida e a basso costo per le controversie derivanti da operazioni *online*. Lo scopo del provvedimento è di garantire un livello elevato di protezione dei consumatori, grazie alla piattaforma ODR europea, che dovrà consentire a questi ultimi di accedere alla risoluzione extragiudiziale, in modo rapido e indipendente.

Il Regolamento considera essenziale la dimensione digitale del mercato interno, sia per i consumatori che per i professionisti, in ragione del costante incremento del numero di contratti che si perfezionano *online*, nonché del numero di professionisti che offrono *online* i propri beni e servizi. È opportuno, infatti, che i consumatori e i professionisti effettuino operazioni *online* con adeguata sicurezza ed è quindi essenziale abbattere le barriere esistenti e rafforzare la fiducia dei consumatori. La disponibilità di un sistema di risoluzione delle controversie *online* affidabile, efficiente, celere e a basso costo è funzionale a perseguire siffatta sicurezza.

La piattaforma ODR consiste in un sito *web* interattivo, con accesso gratuito e disponibile in tutte le lingue dell'Unione europea, e dovrà rappresentare l'unico punto di accesso per i consumatori e i professionisti che desiderano risolvere mediante ricorso alle ADR le controversie oggetto del Regolamento. L'Unione europea verificherà la funzionalità tecnica e la facilità d'uso della piattaforma ODR e del modulo di reclamo, anche per quanto riguarda l'efficacia della traduzione. La piattaforma dovrà garantire l'accesso dei consumatori ai seguenti strumenti: un

13 Con l'entrata in vigore della direttiva si pone una duplice esigenza: verificare in quale misura la disciplina e il funzionamento delle ADR esistenti soddisfino i requisiti previsti dalla normativa europea e definire un adeguato sistema di valutazione della qualità del servizio offerto agli utenti.

Per BANCA D'ITALIA (si veda *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario per l'anno 2014*, p. 20) sotto il primo profilo l'attuale quadro regolamentare e organizzativo appare in buona sostanza già conforme alla direttiva. Alcuni aspetti suscettibili di affinamento riguardano lo svolgimento della procedura, anche con riferimento alla possibilità di accedervi *online*. Con riferimento al secondo profilo, si renderà opportuno un affinamento dei sistemi di misurazione della qualità dei servizi resi all'utenza, anche attraverso l'introduzione di specifici indicatori (*key performance indicators*, KPI) per il monitoraggio, tra l'altro, degli standard previsti dalla normativa europea.

modulo elettronico di reclamo che possa essere compilato dalla parte ricorrente conformemente all'articolo 8 del Regolamento ODR; la notifica del reclamo alla parte convenuta; l'individuazione dell'organismo o degli organismi Adr competenti; la trasmissione del reclamo all'organismo ADR cui le parti hanno concordato di rivolgersi, a norma dell'articolo 9 del Regolamento ODR; uno strumento elettronico di gestione delle liti che consenta alle parti e all'organismo ADR di condurre l'intera procedura di risoluzione della controversia *online*; la traduzione delle informazioni che sono necessarie per la risoluzione della controversia e che sono scambiate tramite la piattaforma ODR; un modulo elettronico tramite il quale gli organismi Adr trasmettono le informazioni di cui all'articolo 10, lettera c) del Regolamento ODR; un sistema di commenti (*feedback*) che consenta alle parti di esprimere il proprio punto di vista sul funzionamento della piattaforma ODR e sull'Adr; la diffusione delle informazioni sull'Adr quale mezzo extragiudiziale di risoluzione delle controversie delle informazioni sugli organismi Adr inseriti in elenco conformemente all'articolo 20, paragrafo 2, della Direttiva 11/2013 che sono competenti a trattare le controversie oggetto del Regolamento ODR; di una guida *online* sulle modalità di presentazione dei reclami tramite la piattaforma ODR; di informazioni, incluse le modalità di contatto, sui punti di contatto ODR designati dagli Stati membri conformemente all'articolo 7, paragrafo 1, del Regolamento ODR; dei dati statistici sui risultati delle controversie trasmesse agli organismi Adr tramite la piattaforma ODR. In definitiva si ritiene, ad una prima lettura, che il Regolamento ODR, se ben attuato, possa rivelarsi in breve tempo uno strumento di risoluzione delle controversie di grande efficacia, idoneo a garantire con celerità ed efficienza la sicurezza del mercato europeo degli scambi conclusi sul *web*.

La direttiva n. 11/2013 è l'evoluzione di un processo di presa di coscienza del legislatore europeo dell'opportunità di completare il sistema di norme a tutela dei consumatori con la previsione di forme di soluzioni alternative delle controversie.

## 2 Le direttive relative al settore finanziario

Le iniziative delle istituzioni comunitarie sin d'ora richiamate - come visto - si sono rivolte indistintamente a tutti i tipi di ADR, prescindendo dunque dal settore cui attiene la controversia. In sede europea sono stati inoltre emanati alcuni atti e disposizioni che riguardano esclusivamente i sistemi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario. Il quadro è differenziato tra disposizioni che impongono agli Stati Membri l'obbligo di istituire sistemi di ADR e prevedere in capo agli intermediari un obbligo informativo in merito all'esistenza, quali: a) la Direttiva 97/5/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 gennaio 1997 sui bonifici transfrontalieri che, all'art. 4, prevede l'obbligo di informazione e, all'art. 10 l'obbligo di istituzione; b) la Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori che, all'art. 3 prevede l'obbligo di istituzione e, all'art. 14, l'obbligo di informativa; c) la Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno che all'art. 42

prevede l'obbligo di istituzione e, all'art. 83, l'obbligo di informativa; in materia si ricorda quanto disposto dal Considerando 102 della proposta di revisione della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (MiFID), il quale prevede che *"Ai fini della protezione dei clienti e senza pregiudizio del loro diritto di adire le vie legali, è opportuno che gli Stati membri provvedano affinché organismi pubblici o privati siano istituiti ai fini della composizione extragiudiziale delle controversie, [...]"*. Peraltro, a livello europeo, sono varie le disposizioni che hanno imposto agli Stati membri l'istituzione di sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in date materie: Direttiva 2002/65/CE (sui servizi finanziari a distanza), Direttiva 2007/64/CE (sui servizi di pagamento), Direttiva 2008/48/CE (sui contratti di credito ai consumatori). Sul punto si evidenzia che l'articolo 15 del testo approvato dal Parlamento Europeo relativo ai PRIPS (Prodotti di investimento al dettaglio preassemblati) ha modificato la precedente formulazione che *escludeva la vincolatività* delle decisioni derivanti dallo specifico ADR per i produttori/venditori. Attualmente, infatti, il testo citato *riconosce la possibilità che gli ADR possano essere vincolanti (may be binding for the investment product manufacturer and the person selling the investment product)*, fatta salva la possibilità di ricorrere alla giustizia ordinaria (Considerando 22).

Particolare rilievo assume la Direttiva 2014/92 del 23 luglio 2014 sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base<sup>14</sup>. La Direttiva n. 92 reca norme in materia di trasparenza e comparabilità delle spese addebitate ai consumatori per i conti di pagamento detenuti nel territorio dell'Unione Europea, nonché norme riguardanti il trasferimento del conto di pagamento all'interno di uno Stato membro e norme volte ad agevolare l'apertura di un conto di pagamento transfrontaliero da parte dei consumatori. La stessa stabilisce anche il quadro normativo di riferimento, in virtù del quale gli Stati membri devono garantire nell'Unione il diritto dei consumatori di aprire e usare un conto di pagamento con caratteristiche di base.

Il termine per il recepimento a livello nazionale è stato fissato per il 18 settembre 2016.

La Direttiva n. 92, inoltre, per quanto più interessa ai fini del presente lavoro, pone, sulla scia di quanto già stabilito dalla Direttiva n. 11/2013, l'accento sulla imprescindibilità di ADR efficienti. Infatti, il Considerando n. 52 stabilisce che *"[i] consumatori dovrebbero avere accesso a procedure alternative di risoluzione delle controversie efficaci ed efficienti per la risoluzione delle controversie sorte in merito ai diritti e agli obblighi stabiliti ai sensi della presente direttiva. L'accesso è già garantito dalla direttiva 2013/11/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le controversie contrattuali. Tuttavia, è opportuno che i consumatori abbiano accesso a procedure alternative di risoluzione delle controversie anche in caso di controversie precontrattuali in materia di diritti e obblighi stabiliti dalla presente direttiva, ad*

14 Per un primo inquadramento degli obiettivi della direttiva, si veda RISPOLI FARINA *Informazione e servizi di pagamento* in AGE, 2015, n. 1, p. 175 ss.



*esempio in caso di rifiuto dell'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base. La presente direttiva prevede pertanto che i consumatori abbiano accesso a procedure alternative di risoluzione delle controversie per la risoluzione di controversie relative ai diritti e agli obblighi stabiliti dalla presente direttiva, senza distinguere tra controversie contrattuali e precontrattuali. Tali procedure alternative di risoluzione delle controversie e gli organismi che le offrono dovrebbero soddisfare i requisiti di qualità di cui alla direttiva 2013/11/UE".*

Si tratta, a ben vedere, di una specificazione del diritto di accesso alle ADR che la Direttiva n. 11/2013 già poneva in capo ai consumatori. Specificazione che, per essere ben ricostruita, deve essere proiettata sull'ambito di applicazione della stessa Direttiva 92<sup>15</sup>.

Il Considerando 51 della Direttiva è espressione del raggiunto atteggiamento del legislatore Europeo nei confronti delle ADR. Oltre che, come visto, incoraggia la diffusione e l'armonizzazione di efficaci sistemi di ADR, allo stato, pare ritenere tali obiettivi imprescindibili rispetto alla implementazione delle tutele consumeristiche negli ambiti più svariati, compreso quello dei servizi bancari e finanziari e, in particolare, quello della libera circolazione dei capitali e dei servizi di pagamento. Il ricorso alle ADR, considerata l'importanza del tema disciplinato, è quindi esplicitamente consentito anche per la risoluzione delle controversie precontrattuali e con particolare rigore si tutela la "qualità" degli Organismi che organizzano le procedure.

In particolare, l'Articolo 24, intitolato "Risoluzione alternativa delle controversie" stabilisce infatti che "Gli Stati membri assicurano che i consumatori abbiano accesso a procedure alternative di risoluzione delle controversie ed efficienti per la risoluzione di controversie riguardanti i diritti e gli obblighi stabiliti ai sensi della presente direttiva. Tali procedure alternative di risoluzione delle controversie e gli organismi che le offrono soddisfano i requisiti di qualità di cui alla direttiva 2013/11/UE.IT 28.8.2014 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 257/243".

Gli effetti delle recenti scelte del legislatore europeo saranno a breve anche in Italia, se si considera che il recepimento della Direttiva n. 11/2013 è fissato al 9 luglio 2015 (l'iter di recepimento è stato avviato con la presentazione del disegno di legge di delegazione europea 2013<sup>16</sup>, secondo semestre) e che il Regolamento ODR troverà applicazione dal 9 gennaio 2016.

15 La Direttiva 92 si applica ai conti di pagamento attraverso i quali i consumatori sono in grado almeno di: (a) depositare fondi su un conto di pagamento; (b) prelevare contante da un conto di pagamento; (c) esigere e ricevere operazioni di pagamento, compresi i bonifici a favore di terzi e da questi ultimi. Gli Stati membri possono decidere di applicare, in tutto o in parte, la Direttiva anche a conti di pagamenti diversi da quelli cennati.

16 Il disegno di legge, che si compone di 7 articoli e di 2 allegati, reca un contenuto corrispondente al modello delineato dalla legge n. 234 del 2012 – che ha riformato il procedimento per l'adempimento degli obblighi europei e l'adeguamento dell'ordinamento interno a quello dell'Unione europea, prevedendo, tra l'altro, la separazione in due distinti atti dei contenuti della legge comunitaria prevista dalla legge n. 11 del 2005 – e contiene le deleghe al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea e risponde all'esigenza di adempiere all'obbligo, derivante dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea, di adeguare l'ordinamento interno alla normativa europea non direttamente applicabile, quale è quella contenuta nelle direttive, mediante uno strumento che fisiologicamente interviene su diversi settori normativi.



Riveste rilievo anche la più recente Direttiva 2014/17/UE del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali (e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010)<sup>17</sup>. Il Considerando 82 precisa che per la risoluzione di controversie derivanti dai diritti e dagli obblighi di cui alla presente direttiva tra i creditori e i consumatori, nonché tra gli intermediari del credito e i consumatori, i consumatori dovrebbero avere accesso a procedure di reclamo e ricorso extragiudiziali. Gli Stati membri dovrebbero assicurare che la partecipazione a tali procedure alternative di risoluzione delle controversie non sia opzionale per creditori e intermediari del credito. Per assicurare il buon funzionamento delle procedure alternative di risoluzione delle controversie in caso di attività transnazionale gli Stati membri dovrebbero disporre che gli organi preposti alla composizione extragiudiziale delle controversie cooperino e incoraggiarli in tal senso. In tale contesto gli organi degli Stati membri preposti alla composizione extragiudiziale delle controversie dovrebbero essere incentivati a partecipare a FIN-NET, una rete di strumenti extragiudiziali nazionali per la risoluzione delle controversie tra consumatori e fornitori di servizi nel settore finanziario. Di particolare rilievo l'art. 39, comma 1, per il quale: "1. Gli Stati membri garantiscono l'istituzione di procedure di reclamo e risoluzione adeguate ed efficaci per la composizione extragiudiziale di controversie tra consumatori e creditori, intermediari del credito e rappresentanti designati in relazione a contratti di credito, avvalendosi, se del caso, di organi già esistenti. Gli Stati membri assicurano che tali procedure siano applicabili ai creditori e agli intermediari del credito e coprano le attività dei rappresentanti designati".

17 La direttiva 2014/17/UE del 4 febbraio 2014, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale del 28 febbraio 2014, ha la finalità di fornire regole comuni nel settore dei mutui e conseguentemente una tutela rafforzata ai consumatori che concludono contratti immobiliari, con ciò scongiurando le pratiche scorrette ed ingannevoli diffuse (specialmente in riferimento ai contratti garantiti da ipoteca) negli ultimi anni, e che hanno condotto ad una profonda crisi del sistema immobiliare.

Il termine per l'adeguamento della legislazione interna dei singoli Stati membri ai principi stabiliti dalla direttiva è stato fissato al 21 marzo 2016, nel tentativo di garantire una soglia minima di tutela e trasparenza, attraverso la diffusione di regole comuni relative ai contratti di finanziamento, individuate sulla base delle specificità dei contratti di credito relativi ai beni immobili, oltre che di approfondite valutazioni circa il merito creditizio, basate su accurate indagini nella fase pre-contrattuale e su criteri uniformi di valutazione degli immobili che costituiscono oggetto di garanzia.

L'ambizioso obiettivo della direttiva è quello di creare un autentico mercato interno, con un livello elevato ed equivalente di protezione dei consumatori, per cui stabilisce disposizioni (che dovranno essere oggetto di piena armonizzazione) relativamente alle informazioni precontrattuali - che saranno fornite attraverso un Prospetto informativo europeo standardizzato (PIES) - e al calcolo del TAEG.

Infatti, per garantire ai consumatori del settore creditizio un quadro coerente e per ridurre al minimo gli oneri amministrativi per i creditori e gli intermediari del credito, la direttiva impone che siano fornite al consumatore: le informazioni contenute nella pubblicità relativa ai contratti di credito concernenti beni immobili residenziali con un esempio rappresentativo; informazioni precontrattuali dettagliate su un prospetto informativo standardizzato; spiegazioni adeguate prima della conclusione del contratto di credito; chiarimenti in ordine al calcolo del tasso annuo effettivo globale (TAEG), spese notarili escluse.

La finalità della direttiva è in sostanza quella di garantire un elevato livello di protezione dei consumatori che sottoscrivano contratti di credito relativi a beni immobili, per cui ambisce a migliorare le condizioni per l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno ravvicinando le legislazioni degli Stati membri e definendo standard qualitativi per alcuni servizi, in particolare per quanto riguarda la distribuzione e l'erogazione di crediti attraverso creditori ed intermediari del credito.

### 3 Le discipline europee per le ADR nel settore bancario e finanziario. Caratteri generali

Alle soglie dell'attuazione delle nuove direttive comunitarie si può ricordare che l'evoluzione della normativa (comunitaria e di conseguenza nazionale) nel settore bancario e finanziario è tutta orientata a sempre più curare i profili di correttezza e trasparenza nel rapporto degli intermediari finanziari con la clientela.

Un raffronto tra le discipline evidenzia che in tale contesto alle Autorità di vigilanza in materia bancaria e finanziaria operanti nei principali Paesi europei (Francia, Spagna, Germania e Regno Unito) spetta il compito – anche se non in via esclusiva – della gestione e composizione dei reclami in modo funzionale a creare forti legami e utili sinergie con la stessa attività di vigilanza demandata ai regolatori. Sensibili differenze intercorrono con riferimento al valore dell'atto che pone fine al procedimento di mediazione (non vincolante, vincolante per il solo operatore professionale ovvero per entrambe le parti).

Nel sistema francese la *Médiation de l'Autorité des Marchés Financiers*, istituita presso l'AMF, non svolge funzioni decisorie: la procedura di mediazione è finalizzata, anziché a rendere una decisione, a coadiuvare le parti a pervenire a una soluzione condivisa e amichevole della controversia attraverso la formulazione di una proposta cui le stesse possono decidere di aderire. L'assenza di vincolatività delle pronunce per le parti, tuttavia, non compromette l'effettività delle decisioni, poiché normalmente gli intermediari si adeguano all'esito delle controversie. È emersa infatti una generalizzata adesione degli operatori alla proposta elaborata nella mediazione dell'AMF.

Nel sistema spagnolo l'*Oficina de Atención al Inversor* per la tutela degli investitori, istituita presso la competente Autorità di vigilanza finanziaria (*Comisión Nacional del Mercado de Valores* - CNMV) svolge funzioni di tipo decisorio-aggiudicativo sebbene le relative pronunce non sono vincolanti, né per la clientela né per gli intermediari.

Il sistema tedesco conosce un servizio di mediazione presso l'Autorità di vigilanza finanziaria tedesca (BaFin) per dirimere le controversie degli investitori concernenti le disposizioni dell'*Investment Act* (c.d. *Schlichtungsstelle nach dem Investmentgesetz*). Tale sistema di risoluzione stragiudiziale svolge funzioni di tipo decisorio-aggiudicativo sebbene le relative pronunce possono avere valore vincolante o meno in funzione dell'importo della controversia (per valori inferiori ai 5.000 € vincolano esclusivamente l'intermediario).

Per il Regno unito opera il *Financial Ombudsman Services* (di seguito FOS), che opera sotto l'egida della *Financial Conduct Authority* (FCA). Il FOS costituisce un organismo pubblico indipendente cui sono tenuti ad aderire tutti gli intermediari autorizzati dall'Autorità di vigilanza. La procedura prevede una preliminare fase conciliativa gestita dagli *adjudicator* finalizzata a una composizione consensuale della controversia, anche mediante la formulazione di un parere per la soluzione della lite, cui eventualmente segue una seconda fase valutativa dinanzi all'Ombudsman il

quale emette una decisione. Le pronunce adottate dall'organismo britannico si caratterizzano per un carattere maggiormente coercitivo, in quanto hanno natura di titolo esecutivo e sono vincolanti per l'intermediario ma non per il consumatore, che può esercitare il diritto di rifiutarle (*reject*) e ricorrere all'autorità giudiziaria.

In sintesi, dall'analisi esposta emerge che i sistemi di ADR bancari e finanziari si caratterizzano soprattutto per un regime decisorio-aggiudicativo (come avviene in Spagna, Germania e Regno Unito), sebbene con un diverso valore attribuito alle pronunce, contrariamente al regime facilitativo consensuale esistente in Francia, laddove la mediazione si conclude con una conciliazione rimessa alla volontà delle parti in conflitto.

I meccanismi di risoluzione extragiudiziale delle liti si risolvono in prevalenza, con una decisione cui è attribuito un diverso valore vincolante per le parti. A ciò si aggiunge, in particolare, che dalla disamina dei vari meccanismi di ADR la pronuncia assume nel Regno Unito carattere fortemente incisivo, in quanto titolo esecutivo nei confronti dell'operatore, mentre in Spagna la pubblicazione nella Relazione annuale (*Memoria*) del nome dell'intermediario diviene una sanzione di tipo reputazionale e, contestualmente, un indiretto incentivo alla futura composizione delle controversie con la clientela. Le soluzioni organizzative introdotte nei principali paesi europei, con riguardo ai meccanismi di ADR, pur nella loro eterogeneità e virtuale unicità discendente dai differenti contesti giuridici e culturali, si connotano per alcuni tratti comuni, quali: la procedimentalizzazione della funzione di composizione delle controversie connotata, in genere, da un contenuto formalismo e da una sequenza di processo che, tendenzialmente, presuppone la previa presentazione di un reclamo interno presso l'intermediario; la promozione di comportamenti corretti e trasparenti che riduce, nel breve termine, i rischi operativi, legali e reputazionali degli intermediari; l'arricchimento del patrimonio informativo a disposizione delle Autorità di settore, che permette di orientarne meglio l'azione in termini di tempestiva identificazione di situazioni di criticità e di adozione dei conseguenti interventi correttivi; la possibilità di interloquire con le parti, di regola l'assenza di costi per il consumatore e la non necessità di forme di assistenza obbligatorie da parte di un soggetto professionale; ad eccezione della Spagna, la possibilità di ottenere il risarcimento del danno<sup>18</sup>.

## 4 Le ADR del settore bancario e finanziario in Italia

A fronte di una cresciuta attenzione del legislatore europeo per le esigenze di tutela del consumatore va sottolineato che già da tempo ormai, l'ordinamento italiano si è dotato di strumenti volti ad assicurare tutela alla parte debole nel rapporto con la controparte dell'impresa bancaria (e finanziaria sia sul fronte dei diritti sostanziali, sia con strumenti di *enforcement*). I principali strumenti di *enforcement* sono rappresentati, da un lato, dalla emanazione recente di una

18 Si veda per un confronto, CONSOB, *Il progetto Carta degli investitori*, aprile 2014, p.25

disciplina delle azioni collettive inibitorie e, soprattutto, risarcitorie (*class action*) e, dall'altro, dalle Adr.

A confronto con altri paesi europei, la crisi della giustizia civile - rispetto alla quale le Adr in esame si pongono come rimedi *alternativi e additivi* dei conflitti economici in materia bancaria e finanziaria - si presenta più accentuata, costituendo un ostacolo per l'affidabilità e stabilità dei diritti proprietari, contrattuali e dell'impresa<sup>19</sup>. Il fenomeno è stato più volte denunciato anche dalla stessa Banca d'Italia per la quale (v. Considerazioni finali del Governatore all'assemblea ordinaria dei partecipanti, vari anni) la perdita annua di PIL attribuibile ai difetti della nostra giustizia civile ammonterebbe ad un punto percentuale. Anche la Commissione europea e il Consiglio, nel formulare le raccomandazioni per l'Italia in adempimento della «Strategia Europa 2020» hanno affermato che “[l]a lunghezza delle procedure nell'esecuzione dei contratti rappresenta un ulteriore punto debole del contesto imprenditoriale italiano [raccomandando di] introdurre misure per aprire il settore dei servizi a un'ulteriore concorrenza, in particolare nell'ambito dei servizi professionali [e di] ridurre la durata delle procedure di applicazione del diritto contrattuale” (Raccomandazione della Commissione europea e del Consiglio COM (2012) 318 final/2, 5 giugno 2012). Pur considerando le differenze dei sistemi e della struttura delle statistiche nei diversi stati, i confronti internazionali appaiono preoccupanti.

Al problema della durata dei procedimenti civili si aggiunge quello dei costi delle procedure. Anche da questa seconda prospettiva, l'amministrazione della giustizia in Italia si presenta onerosa per le spese che un soggetto deve sostenere per arrivare alla conclusione di una controversia commerciale, comprese le spese amministrative e per esperti (avvocati e altri consulenti), che si attestano, in Italia, al 29% del valore della causa.

In siffatta situazione, le Adr del settore bancario finanziario rappresentano un meccanismo di *enforcement* dei diritti dei clienti - alternativo e additivo a quelli tradizionali - di straordinaria importanza ed efficacia.

Al di là dall'economicità e dalla rapidità della soluzione delle controversie minori, il contesto di riferimento esalta il valore aggiunto delle Adr che, in talune circostanze, possono essere percepite dai clienti - più che come alternative alla giustizia ordinaria - come esclusive, quando il ricorso utile alla prima risulti escluso dai costi e dalla durata dei relativi procedimenti.

#### 4.1 Ombudsman-Giurì Bancario

Il sistema bancario e finanziario italiano ha già sperimentato il ricorso alle Adr, al fine di tutelare la minor forza contrattuale dei clienti rispetto agli intermediari<sup>20</sup>. Vale quindi ricordare l'esperienza dell'*Ombudsman-Giurì Bancario* istituito nel 1993, su iniziativa dell'Associazione Bancaria Italiana prendendo a

19 CARRIERO, *Costo dei servizi legali e giustizia civile*, in *Scritti di diritto dell'economia*. Milano, Giuffrè 2010, p. 43.

20 BRUSCHETTA, *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *I Contratti*, 2010, p. 422.

confronto da analoghe esperienze di altri paesi europei e negli Stati Uniti, sulla base di un accordo interbancario dell'aprile, che comportava, per le banche aderenti, la costituzione di un organismo deputato a valutare le doglianze dei clienti, rispetto alle decisioni assunte dall'Ufficio reclami e destinato a raccogliere l'adesione di larga parte degli intermediari bancari e finanziari operanti nel nostro paese.

L'accordo, che si poneva come strumento di autodisciplina basato sulla *volontaria partecipazione* degli intermediari al sistema, prevedeva, da una parte l'obbligo per ciascun aderente di costruire al proprio interno un ufficio, appunto, deputato alla trattazione dei reclami presentati dalla clientela (senza limiti di valore e senza alcuna distinzione tra consumatori e non consumatori), dall'altra parte, l'obbligo di sottoporsi alla «giurisdizione» dell'*Ombudsman*, per il caso in cui i clienti (qui solo consumatori ed entro il limite di valore di Lire 5.000.000, poi innalzato, nel corso del 2008, a Lire 10.000.000), insoddisfatti della risposta data al suo reclamo, vi avessero fatto ricorso.

La decisione dell'*Ombudsman* appariva vincolante solo per l'intermediario e non anche per il cliente-ricorrente. Quest'ultimo, infatti, era libero di adire il giudice ordinario, in ogni momento. Il regolamento, all'art. 10, comma 8°, prevede che l'unica sanzione irrogabile a carico della banca che non avesse assunto un comportamento conforme alla decisione dell'*Ombudsman* sarebbe stata la pubblicazione della relativa notizia sugli organi di stampa: la decisione non aveva natura giurisdizionale e, pertanto, non poteva acquisire l'efficacia di cosa giudicata tra le parti, né di titolo esecutivo.

La competenza era relativa alle controversie tra investitori e intermediari aventi ad oggetto la prestazione di servizi e attività di investimento o comunque le controversie relative ad ogni altra operazione (non assoggettata ex art. 23, 4° comma, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, al titolo VI del Testo unico bancario e dunque), esclusa la sfera di operatività dell'ABF.

Il sistema appariva di stretta derivazione bancaria, come si desumeva dalla composizione dell'organo decidente (Presidente nominato dal Governatore di Banca d'Italia, due membri designati dal Presidente dell'ABI, uno dal Consiglio Nazionale Forense e uno dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti) e fortemente criticato soprattutto da parte delle associazioni dei consumatori.

Nel 2006, l'ABI ha promosso l'istituzione del Conciliatore Bancario Finanziario ('CBF'), quale associazione senza scopo di lucro con il compito di gestire ADR facilitative nel settore bancario e finanziario. Il CBF ha, a tal fine, ottenuto l'iscrizione nell'elenco degli Organi di Conciliazione tenuto dal Ministero della Giustizia, e nell'elenco degli Enti abilitati a svolgere attività di Formazione dei Mediatori Attualmente, a seguito di numerose modifiche, può svolgere l'attività di: *Ombudsman*-Giuri Bancario (secondo la più recente denominazione); Mediazione; Formazione dei Mediatori; Arbitrato.

## 4.2 Mediazione obbligatoria

Come si è già rilevato la disciplina sulla mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali è stata introdotta dal d.lg. 4 marzo 2010, n. 28 ('Decreto n. 28/2010') che, nella sua attuale<sup>21</sup> formulazione, all'art. 5, comma 1-*bis*, annovera, tra i settori per i quali è obbligatorio il ricorso alla mediazione, quello dei *contratti bancari e finanziari*.

La relazione illustrativa al Decreto n. 28/2010 chiarisce che solo l'allargamento della condizione di procedibilità ad una vasta serie di rapporti "possa garantire alla nuova disciplina una reale spinta deflattiva e contribuire alla diffusione della cultura della risoluzione alternativa delle controversie" (Relazione illustrativa, sub art. 5).

L'istituto, proprio mentre stava diventando operativo, è stato oggetto della pronuncia della Corte costituzionale n. 272 del 2012 che ha dichiarato l'eccesso di delega del Decreto n. 28/2010, in riferimento alle disposizioni che avevano introdotto e disciplinato il tentativo obbligatorio di conciliazione<sup>22</sup>. Di recente, il c.d. Decreto del fare, convertito con modificazioni dalla Legge 9 agosto 2013, n. 159, ha riproposto la mediazione obbligatoria in una veste che, seppur depurata dei profili di incostituzionalità già colpiti con la cennata sentenza della Consulta, risulta molto simile a quella già nota<sup>23</sup>. Quanto al campo di applicazione oggettivo, rispetto al passato, risultano espunte dal tentativo obbligatorio di mediazione soltanto le controversie nate a seguito di sinistri da circolazione dei veicoli mentre viene reintrodotta il tentativo per le altre materie previste all'art. 5, comma 2°, del Decreto n. 28/2010.

Tale complesso normativo, introducendo il meccanismo alternativo tra "media-conciliazione" e i preesistenti strumenti di Adr in materia bancaria e finanziaria, ha mutato l'originaria impronta "volontaristica" di questi ultimi essendo, per l'effetto, divenuto obbligatorio il ricorso pregiudiziale ad una delle procedure *latu sensu* conciliative<sup>24</sup>. Si è intesa la mediazione come attività svolta da un terzo imparziale e finalizzata ad assistere due o più soggetti sia nella ricerca di un accordo

21 A valle degli interventi della Corte Costituzionale e del c.d. Decreto del fare, l'art. 5 del Decreto 28/2010 reca un comma 1-*bis*, pur in assenza (perché dichiarato incostituzionale) di un comma 1°.

22 Sia consentito il rinvio a RISPOLI FARINA, *Il sistema dell'ADR nei servizi di pagamento e la sua attuazione nell'ordinamento italiano*, in *Innovazione e diritto*, 2013, p. 16.

23 Il decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, in tema di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali, aveva introdotto – anche per le controversie in materia di contratti bancari, finanziari e assicurativi – l'obbligo di ricorrere preliminarmente al procedimento di mediazione quale condizione di procedibilità della domanda giudiziale. Il legislatore aveva stabilito che tale condizione poteva essere soddisfatta mediante ricorso al sistema dell'ABF in alternativa al procedimento di mediazione, disciplinato dallo stesso D.lgs. 28/2010, ovvero alla procedura di conciliazione, di cui al decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179. Tali previsioni sono state dichiarate costituzionalmente illegittime, per eccesso di delega, con sentenza della Corte costituzionale 24 ottobre 2012, n. 272.

L'istituto della mediazione obbligatoria è stato nuovamente introdotto con il decreto legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla legge 9 agosto 2013, n. 98. Nell'occasione è stata ripristinata la possibilità di soddisfare la condizione di procedibilità mediante il ricorso all'Arbitro Bancario Finanziario, in alternativa ai procedimenti di mediazione o di conciliazione. v. Banca d'Italia Italia *Relazione Abf per 2013*.

24 Si veda al riguardo DELOGU, *Clausola di mediazione, contratti bancari, tutela del consumatore*, in *Contratto e impresa*, 2012, p. 375.

amichevole per la composizione di una controversia (qualificando tale eventuale composizione come 'conciliazione'), sia nella formulazione di una proposta per la risoluzione della stessa. Il Decreto n. 28/2010 definisce perciò il 'mediatore' come una persona che conduce la mediazione, senza tuttavia alcun potere di rendere giudizi o decisioni vincolanti per la risoluzione della stessa. Chi intende esercitare in giudizio un'azione relativa ad alcuna delle materie contemplate dall'art. 5, è tenuto ad esperire preliminarmente il procedimento di mediazione e tale esperimento è elevato a condizione di procedibilità. Se l'accordo amichevole viene raggiunto o le parti aderiscono alla proposta di conciliazione effettuata dal mediatore, si forma un processo verbale che, ove redatto alla presenza degli avvocati di tutte le parti (è questa una delle modifiche – che più fanno discutere – intervenute con la novella dell'estate 2013) o omologato dal Presidente del Tribunale (il controllo effettuato da quest'ultimo si limita a verificare che il contenuto del verbale non sia contrario all'ordine pubblico o a norme imperative), costituisce titolo esecutivo per l'espropriazione forzata.

Il legislatore italiano ha, quindi, tradito la natura autonoma delle ADR (ispirata al modello statunitense) che avrebbe dovuto preservare la facoltatività del tentativo di mediazione e, ad un tempo, avrebbe condotto ad escludere che dal comportamento delle parti nella fase conciliativa della controversia potessero derivare conseguenze sull'eventuale futuro processo. Al contrario, in forza dell'art. 8, comma 5°, dalla mancata partecipazione senza giustificato motivo al procedimento di mediazione, il giudice può desumere argomenti di prova nel successivo giudizio e, quando la sentenza corrisponda interamente al contenuto della proposta conciliativa, il giudice dovrebbe escludere la ripetibilità delle spese sostenute dalla parte vincitrice che abbia rifiutato la proposta e riferibili al periodo successivo alla formulazione della stessa; la parte vincitrice, piuttosto, sarà condannata al rimborso delle spese sostenute dalla parte soccombente relative al medesimo periodo. Il tentativo di "*incentivare la partecipazione alla mediazione*" (Relazione illustrativa, *sub* art. 13) è accompagnato da un importante impianto latamente sanzionatorio.

Resta inteso che il mediatore facilita l'incontro delle parti, ma non decide la controversia.

#### 4.3 ABF

Esercitando la delega contenuta nell'art. 128-*bis* Tub e sulla base dei principi espressi dalla delibera del CICR n. 275 del 29 luglio 2008<sup>25</sup>, la Banca d'Italia ha

25 L'art. 128-*bis* del Tub, introdotto dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (Legge Risparmio), impone agli intermediari bancari e finanziari di aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con i clienti. La stessa norma rimette ad una delibera del CICR la definizione dei criteri di svolgimento delle procedure e di composizione dell'organo decidente, in modo da assicurarne l'imparzialità e la rappresentatività dei soggetti interessati; le procedure devono garantire la rapidità, l'economicità della soluzione delle controversie e l'effettività della tutela, senza pregiudicare per il cliente il ricorso, in qualunque momento, a ogni altro mezzo di tutela previsto dall'ordinamento. In attuazione di quanto previsto dalla Legge Risparmio, il 29 luglio 2008 il CICR ha pubblicato la delibera n. 275, con la quale ha dettato la disciplina dei nuovi sistemi stragiudiziali, delineandone il campo di applicazione, la struttura, le regole fondamentali di svolgimento della procedura; alla Banca d'Italia sono stati in tale contesto affidati compiti di nomina dei membri dell'organo decidente, di svolgimento di attività di supporto



emanato la disciplina dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie insorte con la clientela in relazione ad operazioni e servizi bancari e finanziari (Disposizioni della Banca d'Italia del 18 giugno 2009, di seguito le "Disposizioni"), cui tutti gli intermediari sono obbligati ad aderire<sup>26</sup> e, come si è già rilevato, ha provveduto a modificarle in occasione del recepimento di altri provvedimenti comunitari come la direttiva PSD. L'innesto della disciplina di diretta derivazione comunitaria sui sistemi di pagamento, sul preesistente canale tracciato dalla disciplina dell'ABF, dettata dalla legge, dalla delibera CICR e dalle Disposizioni di Banca d'Italia, non pare abbia contribuito a modificare in modo saliente l'assetto che ormai il *sistema* di risoluzione stragiudiziale delle controversie<sup>27</sup> introdotto dall'art. 128-bis ha raggiunto.

In merito *all'ambito soggettivo* di applicazione, va specificato che il soggetto attivo della procedura è il cliente, unico legittimato ad attivare il sistema stragiudiziale<sup>28</sup>, inteso come *colui che ha o ha avuto con un intermediario un rapporto contrattuale avente ad oggetto la prestazione di servizi bancari e finanziari*, compresi i servizi di pagamento<sup>29</sup>, escludendo espressamente dalla categoria i soggetti che svolgono in via professionale l'attività bancaria e finanziaria, assicurativa, previdenziale e dei servizi di pagamento. La "clientela" di cui all'art. 128-bis, non è data solo dalla persona fisica del consumatore<sup>30</sup> ma anche dalla persona dell'imprenditore. Sembra ragionevole ritenere che nella categoria dei clienti legittimati a proporre ricorso rientrino anche i c.d. "clienti occasionali".

tecnico ed organizzativo, nonché di emanazione delle disposizioni applicative. Su entrambe le norme e in generale sui sistemi di ADR, anche in un'ottica comparativa, cfr. CAMILLI, *Sistemi di risoluzione alternativa delle controversie e sistemi di vigilanza: un'analisi comparativa*, in *Giur. comm.*, 2009, 2, 240 ss. Per un quadro dell'evoluzione normativa si veda BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, anno 2014, n. 1, gennaio 2015.

26 Per un approfondimento sul tema, cfr. Lettera Circolare ABI del 13 agosto 2009, Prot. OF/002879; in dottrina, SOLDATI, *L'Arbitro Bancario Finanziario della Banca d'Italia (ABF)*, in *Contr.*, 2009, 8/9, 853 ss.; RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *B.B.T.C.*, 2010, 325 ss. e, per un approfondito sguardo comparatistico, BOCCUZZI, (a cura di), *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 68, 2010. Un Commento approfondito in AULETTA, *Sub art. 128 bis. Risoluzione delle controversie*, in COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, Torino 2013, 1521 ss.

27 Per la BANCA D'ITALIA, *Disposizioni*, 2, l'ABF è il *Sistema di risoluzione stragiudiziale* delle controversie disciplinato dalle Disposizioni stesse. Ai sensi della delibera del CICR n. 275 del 29 luglio 2008, richiamano le *Disposizioni*, "per sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie si intende l'insieme formato dall'organo decidente, composto in funzione degli interessi degli intermediari e dei clienti coinvolti nella controversia, dal procedimento e dalle relative strutture organizzative regolati dalla presente disciplina".

28 Così AULETTA, op. cit. 5; QUADRI, *L'arbitrato bancario finanziario nel quadro dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, in *NGCC*, 2010.

29 Per la nozione di "servizio di pagamento" le *Disposizioni* rinviano a quella accolta nella disciplina di trasparenza dei servizi bancari e finanziari.

30 Il termine "consumatore", nell'art. 128-bis è stato sostituito con quello di "clientela" dall'art. 1, comma 6, del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303. La delibera CICR ha, tra l'altro stabilito, all'art. 3, comma 4, che la composizione dell'organo decidente (...) è determinata "in funzione della tipologia dell'intermediario interessato, dell'oggetto della controversia, ovvero della *categoria di appartenenza del cliente* che ha presentato il ricorso.



Quanto ai soggetti passivi, la disciplina si rivolge a tutti gli intermediari, nella precisazione operata dalle Disposizioni della Banca d'Italia<sup>31</sup>, compresi, come si è già rilevato *ante*, gli istituti di pagamento.

L'adesione al sistema di cui all'art. 128-*bis* rappresenta un "obbligo per gli intermediari" ed è "condizione per lo svolgimento dell'attività bancaria e finanziaria e per la prestazione dei servizi di pagamento". Gli intermediari di nuova costituzione e quelli che intendano iniziare a svolgere in Italia operazioni e servizi bancari e finanziari o a offrire servizi di pagamento in Italia, effettuano la comunicazione di adesione all'ABF prima di iniziare l'attività. La Banca d'Italia, afferma le Disposizioni, "ne valuta l'eventuale violazione nell'ambito della sua azione di controllo"<sup>32</sup>. La configurazione in termini di *obbligo*, la cui violazione comporta la preclusione delle attività o l'irrogazione delle sanzioni amministrative emerge dalla stessa normativa della Banca d'Italia<sup>33</sup>.

In merito all'*oggetto* delle controversie, la disciplina in esame prevede un limite temporale dato dalla possibilità di sottoporre alla cognizione dell'ABF le controversie aventi ad oggetto fatti avvenuti o comportamenti posti in essere successivamente al 1° gennaio 2009 e per le quali, comunque, non sia intervenuta la prescrizione secondo le regole generali del nostro ordinamento. Fermi restando i predetti limiti temporali, la competenza dell'ABF è limitata alle controversie relative ad operazioni e servizi bancari e finanziari<sup>34</sup> (ivi compresi i servizi di pagamento), escludendo le controversie relative ai servizi di investimento che potranno essere sottoposte agli altri strumenti di tutela stragiudiziale previsti nel nostro ordinamento, come le procedure gestite dagli organismi di conciliazione di cui al d.lgs. 4 marzo 2010 n. 28<sup>35</sup> (e relativa normativa di attuazione), dal Conciliatore Bancario Finanziario o dall'Ombudsman-Giuri bancario<sup>36</sup>, ovvero la Camera di Conciliazione e

31 Le banche, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106 T.U. (ivi inclusi i confidi e i cambiavalute) che operano nei confronti del pubblico, gli istituti di moneta elettronica, Poste Italiane S. p. A. in relazione all'attività di bancoposta, le banche e gli intermediari esteri che svolgono in Italia nei confronti del pubblico operazioni e servizi disciplinati dal titolo VI del T.U., gli istituti di pagamento; v. BANCA D'ITALIA, Disposizioni, 4.

32 L'adesione all'ABF è comunicata per iscritto alla Banca d'Italia secondo le seguenti modalità: - le associazioni degli intermediari attestano alla Banca d'Italia la partecipazione all'ABF degli intermediari ad esse aderenti; - gli intermediari non aderenti alle associazioni di cui al precedente alinea comunicano alla Banca d'Italia la propria adesione nonché l'associazione degli intermediari alla quale fare riferimento sia per l'individuazione del componente dell'organo decidente sia per il versamento del contributo previsto. (BANCA D'ITALIA, Disposizioni, 5). A completare il quadro va anche ricordato che possono non aderire all'ABF gli intermediari aventi sede in un altro Stato membro dell'Unione Europea che operano in Italia in regime di libera prestazione di servizi, purché aderiscano o siano sottoposti a un sistema di composizione stragiudiziale delle controversie estero partecipante alla rete Fin.Net promossa dalla Commissione Europea. A tali fini, gli intermediari in questione comunicano alla Banca d'Italia il sistema stragiudiziale al quale aderiscono o sono sottoposti nel Paese d'origine.

33 Ritengono, invece che la situazione giuridica soggettiva degli intermediari debba qualificarsi come "onere" LA TORRE, *L'arbitro bancario finanziario*, in PICOZZA, GABRIELLI, (a cura di) *Trattato di diritto dell'economia*, Padova, Cedam, 263 e QUADRI, *L'arbitrato*, cit., 308.

34 All'ABF possono essere sottoposte anche le controversie in materia di bonifici transfrontalieri, fermo restando quanto previsto dal d.m. 13 dicembre 2001, n. 456, emanato in attuazione del d.lgs. 28 luglio 2000, n. 253.

35 Prima disciplinati dagli artt. 38 e ss. del d.lgs. n. 5 del 2003; il d.lgs. n. 28/2010 è stato di recente modificato dalla Legge 9 agosto 2013, n. 98 di conversione, con modificazioni, del decreto legge 21 giugno 2013 n. 69 (c.d. "Decreto del Fare").

36 Al fine di evitare sovrapposizioni con il nuovo sistema, l'Ombudsman-Giuri bancario, attivo presso l'Associazione Conciliatore Bancario Finanziario, ha disposto la cessazione delle funzioni coincidenti con l'ambito di applicazione

Arbitrato attiva presso la Consob<sup>37</sup>. Nell'ambito delle controversie relative ad operazioni e servizi bancari e finanziari, all'ABF possono essere sottoposte le controversie aventi per oggetto l'accertamento di diritti, obblighi e facoltà, indipendentemente dal valore del rapporto al quale si riferiscono<sup>38</sup>. Se la richiesta del cliente, invece, ha ad oggetto la corresponsione di una somma di denaro, la competenza dell'ABF sussiste solo nell'ipotesi in cui l'importo richiesto non sia superiore a 100.000 euro.

oggettivo dell'ABF (vale a dire per le controversie inerenti le operazioni bancarie e finanziarie assoggettate al Titolo VI del Tub). Lo stesso Conciliatore Bancario Finanziario, tuttavia, continuerà a mettere a disposizione dei clienti il servizio di conciliazione – disciplinato dal d.lgs. n. 5 del 2003 – che potrà essere utilizzato non solo per le questioni che non possono essere sottoposte alla cognizione dell'ABF, in quanto non rientranti nel suo ambito di applicazione (i.e. controversie di valore superiore a 100.000 euro, ovvero ricorsi presentati oltre il previsto termine di 12 mesi dalla presentazione del reclamo) ma, più in generale, per tutte le controversie che riguardano sia le operazioni bancarie e finanziarie assoggettate al Titolo VI del Tub sia quelle attinenti i servizi di investimento.

Per un approfondimento sul punto, cfr. Conciliatore Bancario Finanziario, *Circolare*, 30 aprile 2009, Prot. n. 7263/2009/AS.

37 Al fine di individuare in modo chiaro la ripartizione delle rispettive competenze, il Regolamento n. 16763 del 29 dicembre 2008, istitutivo della Camera Consob, rimette ad un protocollo di intesa tra la Camera e l'ABF la risoluzione delle questioni relative all'ambito di applicazione; con il compito di regolare gli aspetti operativi della collaborazione tra i due sistemi stragiudiziali in modo da assicurare che i clienti, in caso di inesatta individuazione del sistema di risoluzione stragiudiziale applicabile alla propria controversia, vengano indirizzati al sistema competente.

38 Tornando al profilo della competenza per materia, si segnala come la definizione dei limiti di competenza dell'ABF in relazione ai cosiddetti prodotti composti – caratterizzati dalla contemporanea presenza di due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica – si sia rivelata piuttosto complessa. In particolare, la questione ha generato un ampio contenzioso sul contratto di deposito titoli in amministrazione e, in diverse occasioni, è stata richiesta ai Collegi una valutazione circa il corretto adempimento, da parte dell'intermediario, degli obblighi – tipici di tali contratti – di custodia e informativa gravanti sul depositario.

Al riguardo, i Collegi hanno espresso orientamenti non univoci. Infatti, in alcuni casi, si è ritenuto che il contratto di deposito titoli in amministrazione rientra tra le operazioni e i servizi bancari e finanziari, oggetto della competenza dell'ABF (cfr. Decisione n. 5682/2013) e, in altre occasioni, si è precisato che tale contratto riveste una funzione *normalmente accessoria* rispetto alla prestazione di servizi di investimento, che ne sono invece esclusi.

Il Collegio di coordinamento ha risolto il riportato contrasto interpretativo, con la Decisione n. 898/2014. Tale pronuncia ha preliminarmente richiamato, ai fini dell'individuazione dell'ambito di operatività del "criterio della prevalenza delle finalità", l'evoluzione del quadro ordinamentale in cui si inserisce la disciplina codicistica in materia di deposito titoli in amministrazione. Si è così chiarito che quest'ultima qualifica il contratto di deposito titoli alla stregua di uno strumento finalizzato all'espletamento, da parte della banca, di un'attività avente a oggetto "la cura di amministrare i titoli", sostanzialmente corrispondente a quella che potrebbe espletare lo stesso cliente collocando i titoli in cassette di sicurezza. Tuttavia, in tempi più recenti, si è sviluppata un'articolata disciplina settoriale dei servizi e attività di investimento che regola interamente l'adempimento degli obblighi dell'intermediario funzionali all'attuazione delle strategie di investimento del cliente.

Di conseguenza, per decidere sulla competenza dell'ABF, secondo il Collegio di coordinamento, occorre considerare la doglianza fatta valere nel caso concreto.

In particolare, la competenza deve essere esclusa nei casi in cui il cliente lamenti un *deficit* nella diligenza dell'intermediario nell'adempimento di obblighi che attengono non alla corretta gestione degli strumenti finanziari depositati, ma investano *profili inerenti alle scelte di conservazione/liquidazione dell'investimento fatte dal cliente*. Un piano, quest'ultimo, che è proprio quello della violazione delle generali regole di condotta che incombono sull'intermediario, ai sensi dell'art. 21 TUF, dove si prescrive che, nella prestazione di servizi di investimento e accessori, l'intermediario operi in modo che il cliente sia sempre informato.

Invece, ove la controversia riguardi la violazione da (parte dell'intermediario) dell'obbligo di garantire al cliente adeguata informazione al fine di consentirgli scelte di investimento consapevoli, il Collegio ha sottolineato come la soluzione della questione imponga di procedere all'analisi e all'interpretazione della regolamentazione dettata dall'autorità di vigilanza dei mercati finanziari, nonché dei suoi atti generali di indirizzo. Un compito, questo, che *"travalcava l'ambito dei poteri dell'Arbitro, i quali sono appunto limitati, anche nell'esercizio della sua funzione per così dire nomofilattica all'interno dell'ordinamento nazionale bancario, alla sola interpretazione delle disposizioni di natura regolamentare integranti la disciplina dei rapporti bancari"*.

Restano quindi escluse dalla cognizione dell'ABF (oltre alle questioni relative ai servizi di investimento, anche) le controversie già sottoposte all'autorità giudiziaria o a decisione arbitrale, ovvero per le quali sia pendente un tentativo di conciliazione<sup>39</sup> e le richieste di risarcimento dei danni che non siano conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o della violazione dell'intermediario, nonché le questioni relative a beni materiali o a servizi diversi da quelli bancari e finanziari oggetto del contratto tra il cliente e l'intermediario ovvero di contratti ad esso collegati.

L'ABF ha chiarito che le Disposizioni devono essere intese nel senso che l'Organo decidente può conoscere anche le controversie riguardanti le trattative precontrattuali – tra cui quelle concernenti il rispetto delle norme in materia di trasparenza (di cui alle Istruzioni di Vigilanza del 29 luglio 2009) – indipendentemente dall'effettiva conclusione del contratto.

La "decisione" sul ricorso è assunta dal Collegio sulla base della documentazione raccolta nell'ambito dell'istruttoria, applicando le previsioni di legge e regolamentari in materia, nonché quelle previste da eventuali codici di condotta ai quali l'intermediario aderisca. Quanto al contenuto della decisione, il Collegio non si limita ad affermare l'esistenza del diritto violato, ma può anche condannare l'intermediario a tenere un comportamento specifico (*dare, facere o non facere*). Tale assunto sembra trovare conferma nella previsione in virtù della quale la decisione sul ricorso deve contenere *indicazioni volte a favorire le relazioni tra intermediari e clienti*, la quale presuppone che il Collegio, oltre a dichiarare la spettanza al ricorrente di somme di denaro, può anche condannare l'intermediario a tenere un comportamento specifico<sup>40</sup>. La decisione, corredata della relativa motivazione, è comunicata alle parti entro 30 giorni dalla pronuncia; da tale momento, se non disposto diversamente, l'intermediario avrà ulteriori 30 giorni di tempo per adempiervi, ferma restando la facoltà per entrambe le parti di ricorrere all'Autorità giudiziaria, ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento, per la tutela dei propri diritti ed interessi. Entro lo stesso termine l'intermediario dovrà comunicare alla Segreteria tecnica le azioni poste in essere per dare attuazione alla decisione del Collegio.

*segue.* Le prime riflessioni dottrinali in materia di ABF convergono in merito alla natura dell'atto conclusivo del procedimento in esame, rilevando come risulti privo dei caratteri tipici di una decisione, in quanto il collegio dell'ABF non è investito del potere di dirimere la controversia direttamente dalle parti coinvolte (intermediario e cliente), né la dichiarazione di giudizio vincola le stesse producendosi sulla controversia il primario effetto di definirla<sup>41</sup>.

39 Le Disposizioni specificano che il ricorso all'ABF è comunque possibile in caso di fallimento della procedura conciliativa: in tal caso il ricorso può essere proposto entro 6 mesi dal fallimento del tentativo di conciliazione, anche qualora sia decorso il termine di 12 mesi previsto dalla Sezione VI, Paragrafo 2.

40 V. CANNAVÒ, *Sistemi di risoluzione alternativa delle controversie tra banca e clienti*, datt. 9.

41 RUPERTO, *op. cit.*, 325.

Dalla decisione dell'ABF non può derivare, pertanto, alcun nuovo diritto delle parti suscettibile di tutela innanzi all'A.G.O., né alcun corrispondente obbligo di adempimento, con la specifica conseguenza che, qualora l'intermediario non rispetti la delibera dell'ABF, il cliente non può far valere l'inadempimento in quanto tale, nei confronti dell'intermediario, innanzi al giudice o all'arbitro.

In breve, l'atto conclusivo del procedimento innanzi all'ABF non produrrebbe alcun effetto giuridico tra le parti, a cominciare dagli effetti previsti dall'art. 1372 c.c.; infatti, anche se presuppone distinti atti di volontà delle parti, manifestata da un lato con l'atto di adesione [intermediario] e dall'altro con il ricorso [cliente], l'atto conclusivo del procedimento ex art. 128-bis non si prefigura come di per sé vincolante per le parti. Non può essere, insomma, una «*determinazione contrattuale*» (art. 808-ter c.p.c.)<sup>42</sup>.

La proposizione del ricorso all'ABF, comunque, non pregiudica il diritto dell'intermediario di portare la controversia innanzi all'Autorità giudiziaria ordinaria. Tuttavia, anche nell'ipotesi in cui si apra un procedimento giudiziario, le Disposizioni consentono al cliente di optare per la prosecuzione del procedimento dinanzi all'ABF. Tale ultima previsione – finalizzata ad evitare che l'intermediario possa sottrarsi alla decisione sul ricorso sottoponendo la controversia all'autorità giudiziaria – astrattamente consente la coesistenza di due diversi giudizi (l'uno dinanzi all'ABF, l'altro davanti all'autorità giudiziaria ordinaria) sulla medesima controversia, con il rischio che si pervenga a due pronunce contrastanti. Le Disposizioni, peraltro, non contengono alcuna previsione che stabilisca la prevalenza della decisione giudiziaria rispetto a quella dell'ABF e, pertanto, muovendo dal presupposto che le predette decisioni hanno natura diversa e che l'indipendenza dello strumento stragiudiziale rispetto a ogni altro mezzo di tutela previsto dall'ordinamento è sancita dalla legge (art. 128-bis Tub), la Banca d'Italia ha precisato che nell'ipotesi di condanna da parte dell'ABF l'intermediario dovrà adempiere la decisione, indipendentemente dall'esito del giudizio eventualmente instaurato dinanzi al giudice ordinario<sup>43</sup>.

42 Così AULETTA, 13, in riferimento alle ricostruzioni operate dalla prevalente dottrina. Per l'Autore invece il procedimento di cui all'art. 128-bis (sub procedimento) si inserisce in un procedimento amministrativo di *vigilanza* della Banca d'Italia. LA TORRE, *L'arbitro bancario Finanziario*, pone in evidenza che, qualora la decisione dell'ABF accolga il ricorso del cliente, la attuazione spontanea da parte dell'intermediario costituisce un riconoscimento della pretesa avanzata dal cliente; se accettata da questi, si attribuisce ad esso un valore transattivo che definisce la lite e che può essere utilizzata in sede processuale, come *exceptio rei transactae* se una delle due parti dovesse adire l'autorità giudiziaria sulla medesima questione. Sul piano sostanziale, se l'intermediario attua il contenuto della pronuncia la prestazione diventa irripetibile; se, invece, questi dichiara di accettare la pronuncia senza realizzarla, essa può diventare oggetto di un giudizio di accertamento e diventare coercibile.

43 Il principio è chiaramente espresso dalla Banca d'Italia nel Documento recante il "Resoconto della Consultazione" ove si afferma (p. 33) che "*l'eventuale proposizione dell'azione giudiziaria non può essere considerata un'alternativa all'adempimento alla decisione*". La proposizione del ricorso all'ABF, inoltre, non pregiudica la facoltà delle parti di tentare, nelle more del procedimento, di comporre bonariamente la lite attraverso un tentativo di conciliazione. Al riguardo, le Disposizioni prevedono che il Collegio giudicante, d'ufficio o su istanza di parte, dichiari l'interruzione del procedimento qualora consti che in relazione alla medesima controversia sia stato avviato un tentativo di conciliazione ai sensi di norme di legge. Tuttavia, le Disposizioni contemplano la sola ipotesi di esito negativo del tentativo di conciliazione (in tal caso, il cliente potrà riproporre il ricorso senza necessità di un nuovo reclamo all'intermediario entro 6 mesi dal fallimento del tentativo di conciliazione), senza nulla disporre per l'ipotesi in cui le parti giungano invece ad una composizione bonaria della lite. In tal caso, comunque, nulla sembra vietare che il cliente rinunci al ricorso già proposto, prima che intervenga la decisione del Collegio. In assenza di previsioni sul punto, pertanto, si ritiene che in caso di esito positivo della conciliazione sarà necessario che il cliente – in qualità

Si pone a questo punto un quesito: i caratteri della procedura: rapidità, economicità della soluzione delle controversie e effettività della tutela, che l'art. 128-*bis* intende assicurare corrispondono ai caratteri individuati dalle direttive comunitarie (si veda in particolare la PSD, per le procedure di soluzione extragiudiziarie)? L'art 82 di tale disciplina ha richiesto agli Stati procedure: 1) utilizzabili da tutti gli utenti dei servizi di pagamento; 2) adeguate (e anche accessibili); 3) efficaci.

Sul primo punto si può constatare la convergenza della disciplina europea e di quella di diritto interno sull'ampia configurazione della figura del "cliente"; in merito all'*adeguatezza* e *accessibilità*, rileva la predisposizione di norme procedurali, che scandiscono le fasi di attività del sistema<sup>44</sup> nonché l'intervento della Segreteria tecnica (di supporto istruttorio e organizzativo); l'accento va posto tra l'altro, sui costi della procedura che risultano estremamente ridotti, per il ricorrente<sup>45</sup>.

Sul carattere di "efficacia" del sistema dell'ABF vale ricordare che nella *Premessa* alle Disposizioni, la Banca d'Italia<sup>46</sup> pone l'accento sul ruolo che meccanismi *efficaci* di definizione delle liti possano rivestire nell'incentivare il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nelle relazioni con la clientela; migliorare la fiducia del pubblico nei prestatori dei servizi bancari e finanziari; costituire un utile "presidio dei rischi legali e reputazionali a beneficio della stabilità degli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso".

L'*efficacia* richiama il problema dell'effettiva tutela del cliente, interessato all'adempimento della decisione dell'Arbitro da parte dell'intermediario. La legge (art. 128-*bis* Tub) non prevede l'applicazione di sanzioni amministrative a fronte dell'inadempimento da parte degli intermediari alle decisioni dell'organo giudicante; la delibera del CICR, pertanto, ha previsto – come conseguenza di un'accertata violazione della pronuncia da parte dell'intermediario – la possibilità per la Banca d'Italia di adottare misure reputazionali, consistenti nella pubblicità dell'inadempimento.

di parte che ha dato impulso alla procedura di ricorso – debba informarne l'ABF, attraverso un atto di rinuncia al ricorso. Tuttavia, ove consti che il cliente non vi abbia provveduto, nulla dovrebbe vietare di considerare valida una comunicazione effettuata dalla banca, eventualmente corredata dal verbale della conciliazione o da copia della transazione sottoscritta dalle parti. All'atto di rinuncia al ricorso, dovrà comunque seguire la dichiarazione del Collegio di cessazione della materia del contendere.

44 Analiticamente predisposte dalle Disposizioni della Banca d'Italia, alle pp. 13-16. Per un'analisi puntuale, CANNAVÒ, AULETTA, LA TORRE, opp. cit. Si vedano, inoltre le *Relazioni sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, I, 2010, - 2014 che offrono un quadro molto esauriente dell'impianto del sistema e dei risultati del primo triennio di attività. Presso l'Amministrazione centrale della Banca d'Italia, è stata predisposta una struttura centrale, che coordina le segreterie tecniche, gestisce e pubblica sul sito internet dell'ABF un archivio elettronico delle decisioni dei collegi che ha la funzione di facilitare la consultazione e la diffusione degli orientamenti seguiti dall'organo decidente. La Banca d'Italia predisponde e pubblica annualmente una Relazione concernente l'attività svolta dall'organo decidente, la cui redazione è curata dalla struttura centrale di coordinamento. Quest'ultima cura inoltre gli adempimenti connessi alla partecipazione dell'ABF alla rete Fin.Net. v. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni*, 11.

45 Il comma 10 della delibera CICR, sancisce la gratuità del ricorso per il cliente, salvo il contributo di 20 euro per le spese della procedura che viene rimborsato dall'intermediario, se il ricorso è accolto in tutto o in parte.

46 BANCA D'ITALIA, *Disposizioni*, cit. 1.

La sanzione reputazionale riguarda non soltanto il caso di inadempimento alle decisioni del Collegio (al quale, come detto, è assimilato l'inadempimento delle disposizioni relative al contributo alle spese), ma anche l'ipotesi di mancata cooperazione al funzionamento della procedura (vale a dire il mancato versamento dei contributi dovuti all'organo decidente e il mancato invio della documentazione richiesta, ove ciò impedisca una pronuncia sul merito della controversia). Nei casi indicati, la Segreteria tecnica dà la relativa pubblicità sul sito internet dell'ABF, sul sito internet della Banca d'Italia e, a cura e a spese dell'intermediario, in due quotidiani ad ampia diffusione nazionale. Gli esiti dei ricorsi sono valutati dalla Banca d'Italia per i profili di rilievo che essi possono avere per l'attività di vigilanza, come precisato dalla stessa autorità<sup>47</sup>, per la quale tali esiti saranno utilizzati quale fonte informativa suscettibile di porre in evidenza eventuali indici di anomalia nel comportamento degli intermediari o di una particolare esposizione a rischi legali e reputazionali<sup>48</sup>.

#### 4.4 La Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob

L'art. 27 della Legge sul Risparmio ha previsto l'emanazione di un decreto legislativo per l'istituzione, in materia di servizi di investimento, di procedure di conciliazione e di arbitrato da svolgere in contraddittorio tra le parti, dinanzi alla Consob.

Con la Delibera Consob n. 18275 del 18 luglio 2012, è stato adottato il nuovo Regolamento di attuazione del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, in vigore dal 1° agosto 2012 e concernente la Camera di conciliazione e arbitrato per le liti fra investitori e intermediari ('Camera di conciliazione'). La Camera di conciliazione è definita quale "*organo tecnico e strumentale della Consob*"<sup>49</sup>. Quest'ultima amministra i procedimenti di conciliazione e arbitrato promossi per la risoluzione delle controversie insorte tra gli investitori e gli intermediari per la violazione degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza nei rapporti contrattuali relativi ai servizi di investimento<sup>50</sup>. Per «investitori» deve intendersi quelli diversi dalle

47 Sul punto, cfr. il documento della Banca d'Italia recante il "Resoconto della consultazione", 32.

48 Ritenuta non suscettibile di comportare una commistione tra l'attività dell'ABF e le regole che presidono all'attività di vigilanza, l'attività è stata giustificata proprio in base alle regole, secondo le quali l'Autorità può assumere iniziative e interventi, condurre accertamenti e, se del caso, avviare procedimenti amministrativi e sanzionatori sulla base della conoscenza che essa abbia dei fatti che possono costituire presupposto di tali misure, indipendentemente dall'origine dell'informazione (che può essere segnalata alla Vigilanza, ad esempio, anche attraverso gli esposti presentati da uno o più clienti dell'intermediario). V. BANCA D'ITALIA, *Resoconto della consultazione*, 32. "Ferma restando la separatezza tra funzione di vigilanza e sistema dell'ABF, nell'ambito delle attività volte ad assicurare trasparenza e correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti, nel 2014 sono stati realizzati diversi interventi nei confronti di singoli intermediari, utilizzando anche informazioni desumibili dagli esiti dei ricorsi all'Arbitro". Così *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario per il 2014*, cit, p. 15.

49 Così SCARPA, *Strumenti alternativi di risoluzione delle controversie bancarie e finanziarie*, in *Contratto e impresa*, 2013, p. 150.

50 In questo senso, si consenta il rinvio a RISPOLI FARINA, *Il sistema dell'ADR nei servizi di pagamento e la sua attuazione nell'ordinamento italiano*, in *Innovazione e diritto*, 2013. Sono escluse dalla competenza dell'ABF le "controversie relative ai servizi di investimento che potranno essere sottoposte agli altri strumenti di tutela stragiudiziale previsti nel nostro ordinamento, come le procedure gestite dagli organismi di conciliazione di cui al d.lgs. 4 marzo 2010 n. 28 (e relativa normativa di attuazione), dal Conciliatore Bancario Finanziario o dall'Ombudsman-Giuri bancario".

controparti qualificate di cui all'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d) e dai clienti professionali di cui ai successivi commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del TUF, mentre per «intermediari» deve intendersi i soggetti abilitati di cui all'art. 1, comma 1°, lettera r) del TUF, nonché, in forza dell'art. 2 del d.p.r. 14 marzo 2011, n. 144, le società Poste Italiane per i servizi di Banco Posta.

La normativa in esame prevede sia la possibilità di ricorso al meccanismo della conciliazione, sia la possibilità di incardinare un arbitrato; corrispondentemente vengono adottati due diversi procedimenti, l'uno di tipo facilitativo (artt. 4, d.lgs. n. 179 del 2007 e 7-16, Reg. Consob n. 16763 del 2008), l'altro determinativo (artt. 5-6, d.lgs. n. 179 del 2007 e 17-34, Reg. Consob n. 16763 del 2008), destinati il primo a sfociare in una soluzione autonoma (accordo delle parti da documentarsi in apposito verbale: art. 14, Reg. Consob n. 16763 del 2008, secondo le modalità e con gli effetti che si vedranno), il secondo in una soluzione eteronoma, procedimentalizzata secondo il modello dell'arbitrato amministrato (lodo arbitrale sempre impugnabile per violazione di norme di diritto: art. 5, comma 4°, d.lgs. n. 179 del 2007).

La Camera di conciliazione non interviene in alcun modo, nel corso della procedura di conciliazione e del giudizio arbitrale, nel merito della controversia. L'istanza di attivazione della procedura può essere presentata esclusivamente dall'investitore, sempre che, per la medesima controversia, sia stato presentato reclamo da parte dell'investitore, al quale l'intermediario non abbia dato risposta alcuna o abbia dato una risposta ritenuta non soddisfacente dall'investitore. Il ricorso alla Camera di conciliazione è precluso quando siano già state attivate, anche su iniziativa dell'intermediario, ma con adesione dell'investitore, altre procedure di conciliazione. Ove, all'esito della procedura, sia raggiunto un accordo amichevole, il conciliatore ne forma un processo verbale. Quest'ultimo può altresì formulare una proposta di conciliazione e deve ciò fare, ove le parti ne facciano concorde richiesta.

Il verbale recante l'accordo o l'adesione delle parti alla proposta del conciliatore, qualora venisse omologato (con decreto) dal Presidente del Tribunale - salvo il controllo di regolarità formale e conformità all'ordine pubblico e a norme imperative da effettuarsi anche per il verbale di mediazione - ha natura di titolo esecutivo, consentendo alla parte di avviare le procedure di esecuzione forzata.

Siffatte caratteristiche inducono a ritenere che la Camera di conciliazione sia Adr di tipo *facilitativo*.

Parte della dottrina<sup>51</sup> è rimasta perplessa dinanzi alla scelta effettuata dal Legislatore di attribuire tali funzioni latamente giudiziarie alla Consob, ritenendo impropria la commistione di funzioni così eterogenee in capo alla Commissione. In particolare, con riguardo a) alla funzione di vigilare sull'adeguatezza della struttura e dell'organizzazione degli intermediari, con specifico riferimento alla potestà sanzionatoria che ne discende, e b) alla funzione, appunto svolta mediante la Camera

51 COLOMBO, *La Consob e la soluzione extragiudiziale delle controversie in materia di servizi di investimento*, in *Le Società*, 2007, p. 9; CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, p. 265.



di conciliazione, di dirimere le controversie individuali che contrappongono un intermediario ad un suo cliente.

Tali dubbi, come anticipato, sono stati inoltre rinvigoriti dal parere del Consiglio di Stato n. 1525 del 20 ottobre 2011, con il quale si è affermato che la Camera di conciliazione è un organo privo di autonomia soggettiva, essendo mera emanazione della Commissione, cui sarebbe legata da una relazione di immedesimazione.

Si ritiene, tuttavia, che la cennata mancanza di autonomia soggettiva non rilevi sul diverso fronte della inopportunità del cumulo di funzioni in capo alla Consob. In ogni caso, a superare le cennate perplessità vale già la lettera dell'art. 4, comma 7° del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, a mente del quale *"le dichiarazioni rese dalle parti nel procedimento di conciliazione non possono essere utilizzate nell'eventuale procedimento sanzionatorio nei confronti dell'intermediario avanti l'Autorità di vigilanza competente per l'irrogazione delle sanzioni amministrative previste per le medesime violazioni"*.

Con tale norma, il Legislatore ha tenuto, infatti, separate le funzioni pubblicistiche dell'autorità di vigilanza - ispirate dall'esigenza di efficienza e di trasparenza del mercato finanziario - dalla funzione di tutela dei diritti affidata alla Camera di Conciliazione, non sussistendo alcun interesse concreto della Consob nelle liti tra intermediari ed investitori<sup>52</sup>.

### *Segue. L'ABF nel confronto con le altre ADR del settore bancario e finanziario*

Come anticipato, l'art. 5 del Decreto n. 28/2010 prevede che, in materia di contratti bancari e finanziari, il procedimento di conciliazione possa essere sostituito, ai fini della condizione di procedibilità delle relative cause, dal procedimento dinanzi alla Camera di Conciliazione, ovvero dal procedimento dinanzi all'ABF. La Relazione illustrativa, enuncia che, *"il settore dei contratti di servizi già vanta diffuse esperienze di composizione bonaria che potranno essere messe utilmente a profitto anche nel nuovo procedimento di mediazione introdotto [...] sul presupposto che gli organi ivi disciplinati offrano già oggi adeguate garanzie di imparzialità ed efficienza"*. L'intento di non disperdere il patrimonio delle ADR di settore già dotate di un'organizzazione affidabile in termini di tutela dei diritti, è sicuramente intento meritorio, tuttavia, in tal guisa si è fornita la stessa efficacia di soddisfare la condizione di procedibilità a procedure dalle finalità, come visto, del tutto eterogenee.

Infatti, mentre il procedimento dinanzi alla Camera di conciliazione è di tipo *facilitativo*, quello dinanzi all'ABF è, fuor di dubbio, di tipo *determinativo*.

<sup>52</sup> In questo senso, MANCINI, *L'autonomia della Camera di conciliazione e arbitrato istituita dal d.lgs. 170/07 per la risoluzione delle controversie insorte tra investitori e intermediari rispetto alla Consob alla luce della posizione del Consiglio di Stato*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, p. 233.



Le difficoltà si acquiscono ove si consideri che, tra le due ADR gestite dalla Camera di conciliazione, soltanto la conciliazione, e non anche l'arbitrato, è condizione di procedibilità ai sensi dell'art. 5, del Decreto n. 28/2010. La legge, quindi, dinanzi a due ADR determinative (e quindi ontologicamente differenti dalla mediazione), esclude da un verso l'equivalenza con la mediazione di un procedimento di siffatto tipo quale l'arbitrato amministrato presso la Camera di conciliazione, dall'altro la ammette quanto al procedimento dinanzi all'ABF.

In proposito, vale sottolineare che, anche valutando la incoerenza del sistema di regole compendiate, non può parlarsi di una integrale equivalenza delle due procedure di tipo determinativo ai fini della disciplina dettata dall'art. 5 del Decreto n. 28/2010. Sussistono, invero, circostanze che limitano la possibilità di intraprendere la procedura dinanzi all'ABF. Tra queste circostanze, in particolare, vi è l'esclusiva legittimazione del cliente a ricorrere al procedimento di cui all'art. 128-bis del Testo unico bancario. Nel silenzio della norma di rango primario, è l'art. 5, 1° comma, della delibera CICR 275 a stabilirlo integrando così la disciplina del testo unico. Nel caso che, in giudizio, la parte attrice sia l'intermediario, quindi, quest'ultimo dovrà, in ogni caso, intraprendere il procedimento di mediazione, al fine di soddisfare la condizione di procedibilità.

Una ulteriore circostanza che limita l'accesso alla procedura dinanzi all'ABF, con le conseguenze di cui di sta parlando, attiene all'oggetto della controversia. All'ABF possono essere sottoposte *"le controversie che vertono sull'accertamento di diritti, obblighi, facoltà, purché l'eventuale somma oggetto di contestazione tra le parti non sia superiore a 100.000 euro"* (art. 2, comma 4°, Delibera CICR 275).

Altra circostanza limitativa dell'accesso all'ABF finalizzato alla soddisfazione della condizione di procedibilità introdotta dall'art. 5, comma 1-bis del Decreto n. 28/2010 potrebbe essere di origine convenzionale. A tale ultimo riguardo, ferma la possibilità di inserire in contratto la c.d. clausola di mediazione, va precisato che il recente provvedimento della Banca d'Italia, nel punto 2 delle sue disposizioni finali, ha precisato che *"il diritto di ricorrere all'ABF non può formare oggetto di rinuncia da parte del cliente e deve essere espressamente previsto dal contratto se questo contiene clausole compromissorie o concernenti il ricorso ad altri meccanismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie"*. Ci si potrebbe allora chiedere se, viceversa, in difetto di una specifica previsione della legge sulla mediazione, sia consentita una clausola che impegni il cliente a fare ricorso all'ABF, piuttosto che ad una ADR non settoriale di tipo facilitativo. In linea di principio la soluzione non dovrebbe essere negativa, neanche qualora si tratti di un cliente consumatore, non trattandosi di una vera e propria clausola arbitrale comunemente considerata vessatoria quando imposta al consumatore.

Il tentativo di coordinare la disciplina dell'ABF - quale ADR determinativa - con le regole sulla mediazione - ADR facilitativa che alla prima viene equiparata dall'ordinamento italiano - deve essere espletato anche con riferimento alla durata dei relativi procedimenti.

Si segnala infatti che, a mente dell'art. 6, comma 1° del Decreto n. 28/2010, il procedimento di mediazione non può superare i quattro mesi di durata; trattasi di un limite volto a garantire che, proprio in funzione della obbligatorietà della mediazione, quest'ultima non rappresenti un aggravio - invece che una soluzione - al problema della durata dei processi. Tale termine, tuttavia, sembra incompatibile con la disciplina del procedimento dell'ABF, ove prevede che il ricorso deve essere preceduto da un reclamo all'intermediario; può essere proposto soltanto dopo che siano trascorsi trenta giorni dalla ricezione del reclamo da parte dell'intermediario e ove quest'ultimo sia rimasto inerte o abbia risposto in maniera insoddisfacente per il cliente (valutazione di non soddisfazione che comporta, all'evidenza, un seppur minimo, ulteriore lasso di tempo); entro ulteriori trenta giorni dalla comunicazione del ricorso all'intermediario quest'ultimo può trasmettere le proprie controdeduzioni e il Collegio si pronuncia entro 60 giorni, ma il termine può essere sospeso, ove si presentino particolari esigenze istruttorie.

Siffatta scansione temporale pare, all'evidenza, incompatibile con i quattro mesi di tempo massimo che il suddetto art. 6 prevede per la durata della procedura di mediazione.

Si ritiene, in accordo con la dottrina che si è occupata del tema<sup>53</sup>, che la previsione, da un lato, della alternatività tra procedimento dinanzi all'ABF e mediazione e, dall'altra, della obbligatorietà di quest'ultima, impongano un raccordo tra le norme che cadenzano i tempi delle attività svolte dalle due Adr in considerazione che un siffatto raccordo possa essere agevolmente - e in coerenza con la cornice normativa - effettuato mediante una operazione ermeneutica che consideri che, per il caso dell'ABF, i 4 mesi di durata complessiva debbano essere considerati prescindendo dalla fase di invio del reclamo, risposta dell'intermediario, valutazione della sua "sufficienza" rispetto alle doglianze avanzate ed eventuale proposizione del ricorso. In altri termini, basterà far decorrere il termine dal giorno del deposito del ricorso.

In ogni caso, è auspicabile un intervento normativo sul punto. Magari volto a chiarire che il termine di cui all'art. 6 del Decreto n. 28/2010 decorre, con riferimento al procedimento dinanzi all'ABF nella sua funzione satisfattiva della condizione di procedibilità di cui all'art. 5, dalla ricezione delle controdeduzioni dell'intermediario.

Infatti, siffatta soluzione al problema di coordinamento è pienamente compatibile con i dati forniti da Banca d'Italia sulla durata media dei procedimenti dinanzi all'ABF. Se, infatti, in media trascorrono 112,4 giorni tra la presentazione delle controdeduzioni dell'intermediario e la data in cui il Collegio si è riunito per decidere il ricorso<sup>54</sup> la norma auspicata risolverebbe il problema nel migliore dei modi; pare, infatti, naturale che la durata prevista per una procedura di tipo facilitativo non sia compatibile con una procedura di tipo aggiudicativo che (per

53 CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it).

54 BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario per l'anno 2012*, n. 3, pubblicata in data 19 luglio 2013, p. 29.

rispettare i principi dettati dalla normativa comunitaria) deve concedere alle parti termini ragionevoli per esercitare il proprio diritto di difesa in pieno contraddittorio e svolgere adeguate attività istruttorie. In altri termini, la durata di una procedura che si pone come alternativa rispetto al processo ordinario, seppur molto contenuta, diventa, gioco forza, troppo lunga ove funge da condizione di procedibilità per quest'ultimo.

Sotto un profilo completamente diverso, si rileva come la decisione dell'ABF non pare avere un contenuto molto difforme dalla proposta aggiudicativa che può formulare il mediatore; infatti, seppure la prima è volta a decidere la lite e la seconda no, entrambe attribuiscono alle parti una posizione nuova e differente rispetto a quelle rispettive di partenza. Pare allora lecito chiedersi se, e in che modo, la decisione dell'ABF, ove inadempita da parte dell'intermediario (così come capita con la proposta del mediatore rifiutata), possa determinare conseguenze in ordine alle spese di lite, in caso di piena sovrapposibilità tra decisione dell'ABF e decisione del giudice dello Stato, eventualmente successivamente adito dal cliente che, proprio in considerazione dell'inadempimento, è stato costretto ad attivarlo. La soluzione affermativa è suggestiva, ma necessita di un apposito intervento del Legislatore, non essendo desumibile dall'attuale corpo normativo, pur essendo senz'altro coerente con la esigenza di non far gravare inutilmente sul cliente, oltre che la durata del processo ordinario, anche quella dell'Adr.

## 5 La riforma della Camera di conciliazione e arbitrato

Nell'ambito di un dibattito volto a predisporre maggiori tutele per i risparmiatori investitori<sup>55</sup>, da perseguire attraverso un miglioramento dell'educazione finanziaria e con la conduzione di una campagna informativa sui diritti fondamentali dei risparmiatori, è stata prefigurata la riforma dell'attuale configurazione della Camera di Conciliazione e Arbitrato in modo da renderla uno strumento più vicino alle esigenze dei risparmiatori<sup>56</sup>.

La creazione di una relazione stabile tra la Consob e talune Associazioni dei consumatori che aderiscono al CNCU, attraverso modalità di interazione che garantiscano un flusso informativo costante e biunivoco tra i soggetti coinvolti, costituisce un importante tassello nella strategia di contrasto e repressione legale delle pratiche scorrette (e, implicitamente, di evidenziazione delle pratiche virtuose, per un loro apprezzamento e diffusione), consentendo di riprendere un cammino in direzione del tema dell'educazione finanziaria quale elemento fondamentale per la funzionalità e la competitività del sistema finanziario.

55 Il Tavolo di cui nel testo ha sviluppato un percorso progettuale contenente precisi riferimenti operativi e temporali utili a una migliore definizione del complesso di servizi formativi/informativi e di tutela dei risparmiatori, sinteticamente denominato il Progetto "Carta degli investitori" (di seguito, anche il "Progetto" o la "Carta").

56 L'audizione, dal titolo "*Alcune iniziative della Consob in tema di tutela dei risparmiatori*", è stata tenuta dal Vice Direttore Generale della Consob, in rappresentanza del Presidente dell'Istituto.

In questa prospettiva, è stato istituito un Tavolo di lavoro congiunto permanente, ove discutere e consolidare contenuti/orientamenti di medio-lungo termine sul tema della protezione dei consumatori-investitori, valorizzando le reciproche esperienze e visioni all'interno di un processo di collaborazione operativa stabile. Le Associazioni rappresentano infatti l'interlocutore ideale per via della loro capillare distribuzione sul territorio nazionale e per la loro veste di terminali sensibili delle esigenze dei risparmiatori. Di particolare rilievo la proposta contenuta nel sottoprogetto, volta a rafforzare le forme di tutela diretta del risparmio proponendo al legislatore la modifica dell'articolo 32-ter del TUF per introdurre anche nelle materie di competenza della Consob un Organismo di tipo "decisorio" per la risoluzione stragiudiziale delle controversie attinenti principalmente alla prestazione di servizi e di attività di investimento e di servizi accessori (riguardanti gli obblighi di informativa, correttezza e trasparenza), a cui gli intermediari siano obbligati ad aderire sul modello di quello a tutt'oggi operativo in ambito creditizio (Arbitro Bancario e Finanziario istituito presso la Banca d'Italia). Detta soluzione avrebbe il pregio di assicurare un trattamento molto più rapido ed economico rispetto al ricorso al Giudice delle istanze dei singoli risparmiatori che lamentano lesioni dei propri interessi da parte di soggetti abilitati, comportando altresì effetti deflattivi sul sistema giudiziario e rafforzando la fiducia nel sistema finanziario domestico.

Come già sottolineato la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob (di seguito anche la "Camera") è stata istituita dal d.lgs. n. 179/2007, in attuazione dell'art. 27, c. 1 della L. n. 262/2005. Ai sensi di quanto previsto dal menzionato decreto, la Consob ha emanato il Reg. 29 dicembre 2008, n. 16763 successivamente modificato con Del. n. 18275 del 18 luglio 2012.

Il sistema vigente si caratterizza per la partecipazione volontaria degli intermediari alle procedure di conciliazione (c.d. meccanismo facilitativo - consensuale). Nell'esperienza operativa della Camera, il meccanismo si è caratterizzato per numerosi punti di debolezza come numerosi casi di mancate adesioni degli intermediari ai tentativi di conciliazione; un basso numero di conciliazioni concluse con esito positivo. Sono inoltre da considerare le liti relative alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, nonché alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione, concernenti ipotesi di violazione di regole di informazione, correttezza e trasparenza.

Con l'attuale sistema, anche laddove la conciliazione si concluda con esito negativo, gli investitori sono tenuti a sostenere, oltre alle spese di avvio della conciliazione (definite in misura fissa e pari a 30 €), anche il compenso del conciliatore (parametrato al valore della controversia).

La camera di conciliazione ha iniziato il 21 marzo 2011 in concomitanza con l'entrata in vigore della disposizione, contenuta nella disciplina in materia di mediazione finalizzata alla conciliazione (art. 5 del d.lgs. n. 28 del 4 marzo 2010). Nel periodo considerato non è pervenuta alcuna istanza di arbitrato. L'utilizzo dello strumento infatti dipende o dalla presenza, nei contratti stipulati con gli investitori, della "clausola compromissoria" (vincolante solo per l'intermediario) o dall'esito della

procedura di cui all'articolo 810, primo comma del codice di procedura civile (invito e adesione rimesso alla volontà delle parti). Risultato al netto degli esiti dei procedimenti in corso di svolgimento (pari a 77). Dai dati finora registrati, il 50% dei procedimenti di conciliazione avviati dinanzi la Camera ha un valore medio della richiesta pari a circa 35.000 €. In tal caso il compenso del conciliatore è pari a circa 400 €.

Dopo che la Corte Costituzionale - in data 24 ottobre 2012 - ha dichiarato la illegittimità costituzionale, per eccesso di delega legislativa, del d.lgs. 4 marzo 2010, n. 28, nella parte in cui ha previsto il carattere obbligatorio della mediazione quale condizione di procedibilità per adire il Giudice ordinario, l'attività si è sensibilmente ridotta.

Successivamente - con l'approvazione dell'art. 84 del recente D.L. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 98 - è stato reintrodotta il ricorso alla procedura di mediazione per determinate materie, fra le quali anche quelle di competenza della Camera, quale condizione di procedibilità per poter adire il giudice, con effetti molto positivi sull'attività della Camera (il numero delle istanze ricevute su base mensile è aumentato in maniera significativa).

Alla luce di tali premesse si è manifestata l'opzione di introdurre nel TUF meccanismi di risoluzione delle controversie a partecipazione obbligatoria, imponendo il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nelle relazioni con la clientela, nella prospettiva di migliorare la fiducia del pubblico nei prestatori di servizi finanziari e costituire un utile presidio dei rischi legali e reputazionali a beneficio del rispetto delle regole di correttezza comportamentale e di trasparenza del sistema finanziario nel suo complesso.

In tal modo si è inteso adeguarsi all'orientamento dell'Unione Europea che ha progressivamente attribuito fondamentale importanza alla protezione del consumatore e ha portato avanti numerose iniziative volte a introdurre una disciplina armonizzata.

Per superare le criticità del sistema nonché uniformarsi alle principali *best practices* comunitarie, l'intensa attività di condivisione e confronto realizzata nel corso degli ultimi mesi tra la Consob e le Associazioni ha portato, come già detto, alla definizione di una proposta di modifica dell'articolo 32-ter del TUF, da presentare al legislatore, in modo da introdurre anche nelle materie di competenza della Consob un Organismo di tipo "decisorio" per la risoluzione stragiudiziale delle controversie a cui gli intermediari siano obbligati ad aderire sul modello di quello a tutt'oggi operativo in ambito creditizio, ovvero l'Arbitro Bancario e Finanziario istituito presso la Banca d'Italia. Le pronunce dell'Organismo non vincolerebbero giuridicamente né il cliente né l'intermediario, lasciando ferma per entrambi la possibilità di rimettere la controversia all'esame del giudice civile. Il meccanismo delineato avrebbe il vantaggio di assicurare benefici in termini di tutela diretta dei c.d. contraenti deboli (investitori al dettaglio) nell'eventualità di uno specifico contenzioso, con ripercussioni positive sulla fiducia nel sistema finanziario. Le decisioni adottate dall'Organismo - una volta rese pubbliche - agevolerebbero gli intermediari nella definizione di più efficienti

condotte per la gestione dei rapporti con i propri clienti (grazie alla diffusione delle *best practices*).

Va sottolineato che l'iniziativa Consob ha avuto un suo riscontro. Inizialmente in corso di approvazione al Senato del ddl 1559 contenente "Norme per la riorganizzazione dell'attività di consulenza finanziaria"<sup>57</sup>.

Successivamente lo "Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il Regolamento (CE) N. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (Direttiva sull'ADR per i consumatori)", presentato dal Governo l'8 maggio 2015, ha recepito direttamente la proposta con l'inserimento di un apposito art. 1 *bis* che apporta "(Modifiche al decreto legislativo 8 ottobre 2007 n. 179 – istituzione di procedure di conciliazione e arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262)".

Di seguito, il provvedimento è stato approvato come d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130. Il nuovo articolato prevede che:

«1. Dopo il comma 5 dell'articolo 2 del decreto legislativo 8 ottobre 2007 n. 179 sono aggiunti i seguenti:

5-*bis*. I soggetti nei cui confronti la Consob esercita la propria attività di vigilanza, da individuarsi con il regolamento di cui al comma 5-*ter*, devono aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli investitori diversi dai clienti professionali di cui all'articolo 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* di cui al decreto

57 Il testo risultava così articolato:

«7. Le maggiori entrate derivanti dalla disposizione di cui al comma 1, nei limiti di 0,2 milioni di euro per l'anno 2016, affluiscono ad un apposito fondo da istituire presso il Ministero dell'economia e delle finanze da destinare alla copertura di quota parte degli oneri occorrenti per il funzionamento, per il medesimo anno 2016, dell'organismo istituito, ai sensi del quarto periodo, a seguito della revisione del sistema, disciplinato dalla Consob, di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela. Alla copertura della restante parte degli oneri per l'anno 2016 si provvede con le risorse di cui all'articolo 40, comma 3, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e successive modificazioni, nonché con gli importi posti a carico degli utenti delle procedure medesime. A decorrere dall'anno 2017 alla copertura delle relative spese di funzionamento si provvede con le risorse di cui all'articolo 40, comma 3, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e successive modificazioni, nonché con gli importi posti a carico degli utenti delle procedure medesime. A tal fine, con regolamento adottato dalla Consob sono disciplinate le modalità di attuazione delle disposizioni di cui al presente comma in modo da assicurare:

- a) l'introduzione di meccanismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, rimesse alla decisione di un organo i cui componenti sono nominati dalla Consob, a partecipazione obbligatoria;
- b) l'efficienza, la rapidità, l'economicità della soluzione delle controversie, il contraddittorio tra le parti e l'effettività della tutela;
- c) l'assenza di nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica.

8. A decorrere dalla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 7 sono abrogati l'articolo 32-*ter* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e il Capo I del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, e all'articolo 5, comma 1-*bis*, del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, le parole "il procedimento di conciliazione previsto dal decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 17" sono sostituite dalle seguenti: "il procedimento di risoluzione stragiudiziale delle controversie a partecipazione obbligatoria disciplinato dalla Consob". All'articolo 190, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera *d-sexies*) è aggiunta la seguente: "*d-septies*) ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione nell'ambito delle società previste dalla disciplina sul sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie a partecipazione obbligatoria disciplinato dalla Consob, nonché alle persone fisiche previste dalla medesima disciplina, in caso di mandata adesione al citato sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie ivi previste".»

legislativo 24 febbraio 1998 n. 58. In caso di mancata adesione, alle società e agli enti si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190, comma 1 del citato decreto legislativo n. 58 del 1998 e alle persone fisiche di cui all'articolo 18-bis del predetto decreto legislativo n. 58 del 1998 si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190-ter del medesimo decreto legislativo.

5-ter. La Consob determina, con proprio regolamento, nel rispetto dei principi, delle procedure e dei requisiti di cui alla parte V titolo II-bis del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, e successive modificazioni, i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie di cui al comma 5-bis nonché i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo che risulti assicurata l'imparzialità dello stesso e la rappresentatività dei soggetti interessati. Alla copertura delle relative spese di funzionamento si provvede, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica, ai sensi dell'articolo 9, comma 2.

2. All'articolo 5, comma 1-bis, del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, le parole "il procedimento di conciliazione previsto" sono sostituite dalle seguenti "i procedimenti previsti" e dopo le parole "n. 179" sono inserite le seguenti "e dai rispettivi regolamenti di attuazione".»

Alla luce della definitiva approvazione del nuovo provvedimento non si può non constatare come al di là delle problematiche connesse alla predisposizione della nuova procedura di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie nelle materie di competenza Consob, il legislatore italiano sta avviandosi a creare un sistema di ADR con carattere di omogeneità nei vari settori del mercato finanziario, nell'ottica di meglio tutelare le esigenze dei consumatori. Si legge infatti nella Relazione illustrativa allo schema di decreto che "Affinché i consumatori possano avvalersi di tutte le potenzialità del mercato interno, l'ADR dovrebbe essere disponibile per tutti i tipi di controversie di consumo, a livello nazionale e transfrontaliero, e che le procedure ADR dovrebbero rispettare i requisiti di qualità che si applicano in tutta l'Unione e i consumatori e i professionisti dovrebbero essere a conoscenza dell'esistenza di tali procedure".





# Nuove prospettive per l'educazione finanziaria

Umberto Morera<sup>(\*)</sup>

## 1 Perché un'educazione finanziaria? I fattori alla base dell'esigenza di un'educazione finanziaria

**1.1.** Secondo la comune opinione, l'educazione finanziaria è uno strumento che nasce e si sviluppa come conseguenza del crescere costante della *quantità*, della *complessità*, dell'*opacità* e della (conseguenziale) *rischiosità* dei prodotti e dei servizi finanziari offerti sui mercati.

Tale opinione è senz'altro corretta; ma credo che l'educazione finanziaria sia nata e si sia sviluppata anche in conseguenza di altri fattori; non meno importanti, pur se in genere assai meno evidenziati.

**1.2.** Primo tra tutti, la costante *crescita del numero* delle persone che operano sui mercati; fenomeno che appare diretta conseguenza dell'emancipazione di diverse classi sociali, ma anche dell'ormai raggiunta autonomia decisionale del mondo femminile e del mondo giovanile in campo economico; ove, a quest'ultimo riguardo, credo basti riflettere sul progressivo aumento dell'autonomia di spesa dei giovani, anche minorenni, e sulla loro capacità di influenzare sempre più le scelte economiche delle loro famiglie.

**1.3.** Un secondo importante fattore che ha implicato l'esigenza di una educazione finanziaria è costituito dall'aumento della *velocità* dei comportamenti umani; poi sempre più distratti, sempre meno riflessivi e ponderati, sempre più asserviti ai tanti mezzi tecnologici dai quali riceviamo le informazioni, ovvero che utilizziamo per compiere le molte transazioni economiche che caratterizzano il nostro quotidiano.

Il tutto, aggravato sia dall'evidente impreparazione antropologica che l'uomo mostra di fronte a questo tipo di ritmi, sia dall'attuale "convivenza coatta", nella nostra società, di due categorie di persone: quelle che hanno totale dimestichezza con la tecnologia e quelle che invece non ce l'hanno affatto.

(\*) Università degli Studi di Roma Tor Vergata.

**1.4.** Un ulteriore fattore che legittima l'educazione finanziaria è l'aumento smisurato dei livelli di "sollecitazione" (utilizzo il vocabolo in senso volutamente atecnico) al consumo, al risparmio, all'investimento. In genere, l'aumento della sollecitazione a compiere atti di rilevanza economico-finanziaria.

Offerte pubblicitarie di beni con pagamento differito nel tempo, di rateizzazioni, di sofisticati prodotti di risparmio, di carte prepagate, di acquisto di oro e preziosi, di liberazione delle garanzie concesse, di finanziamenti "in 1 ora", e di tanto altro che ben conosciamo, sono ormai proposte neanche fossero offerte di biscotti o di shampoo per i capelli, utilizzando spesso tecniche para-manipolative e supporti para-sublimali, come le bande laterali (*web banner*) in *internet*.

Anche lo strapotere dei c.d. "persuasori occulti", di packardiana memoria, in effetti impone una buona e diffusa educazione finanziaria.

**1.5.** Un ultimo fattore che giustifica a mio avviso l'educazione finanziaria è costituito dall'aumento della *solitudine* degli individui, sempre più isolati e privi di buoni interlocutori con i quali confrontarsi, soprattutto nel momento di un'eventuale scelta economica.

Fenomeno, questo, peraltro crescente per effetto dell'aumento della vita media e della conseguenziale presenza di persone anziane, queste spesso prive di effettivi confronti intellettuali, fragili emotivamente ed intrise di paure e di pessimismi totalmente irrazionali.

Le difficoltà che incontra una persona anziana (magari anche colta e benestante) socialmente sola e chiamata ad effettuare una scelta economica non elementare è di immediata percezione, senza qui bisogno di particolari approfondimenti.

**1.6.** Ora, anche prescindendo dall'attuale momento storico che registra un aumento della propensione all'indebitamento ed una conseguente contrazione della propensione al risparmio, credo che tutti i diversi fattori appena elencati comportino – anche solo intuitivamente – che ogni soggetto chiamato a spendere, a risparmiare o ad investire debba migliorare quanto più possibile il proprio effettivo livello di cultura nell'ambito del suo agire economico, semplice o complesso che sia.

## 2 L'attuale valenza e finalità dell'educazione finanziaria

**2.1.** Individuati i fattori che sono alla base dell'esigenza di un'educazione finanziaria, occorre ora verificare quale sia l'effettiva *valenza* dell'educazione finanziaria; perlomeno per come oggi la stessa risulta pensata e strutturata.

Analizzando i diversi programmi internazionali, comunitari e nazionali concernenti l'educazione finanziaria, l'impressione è che questa sia pensata ed impostata come strumento finalizzato a migliorare, fondamentalmente, tre aspetti:

- (a) il primo è quello dell'*alfabetizzazione* finanziaria; costituita dall'insieme delle cognizioni lessicali di base possedute dall'individuo in campo economico e finanziario (in altri termini: la conoscenza di cosa corrisponda ad un determinato termine; quale, ad esempio, azione, obbligazione, interesse composto, inflazione, *rating*, polizza vita, indice di borsa, ecc.);
- (b) il secondo aspetto che l'educazione finanziaria tende a migliorare è quello dell'*informazione* finanziaria; rappresentata dall'insieme di quei dati che sono indispensabili, o anche soltanto utili, per effettuare un'operazione finanziaria piuttosto che un'altra, e poi in quali termini (ad esempio: acquisire un titolo obbligazionario a breve scadenza, piuttosto che uno a lunga scadenza);
- (c) l'ultimo aspetto che l'educazione finanziaria tende a migliorare è infine quello della *comprensione* dei fenomeni finanziari; in particolare, il livello di conoscenza delle possibili "conseguenze" di una scelta finanziaria (ad esempio: le conseguenze del perfezionamento di un mutuo a tasso fisso in caso di diminuzione dell'inflazione; o le possibili conseguenze di un portafoglio diversificato, rispetto ad uno non diversificato).

**2.2.** L'impressione, in effetti, è che siano sostanzialmente questi i tasselli che, nella mente di coloro che hanno strutturato i programmi di educazione finanziaria, dovrebbero formare quel contesto di *consapevolezza* (*awareness*) dell'individuo chiamato oggi a consumare, a risparmiare, ovvero ad investire.

Consapevolezza che viene ormai considerata necessaria per un miglior agire dell'individuo in campo economico; con poi la diffusa convinzione che una maggior cultura finanziaria in capo all'individuo: (i) da un lato, aumenti il suo potere contrattuale e dialettico nei confronti di chi detiene e gestisce le informazioni; (ii) dall'altro, rappresenti di per sé fattore tutelante l'individuo stesso, perlomeno nella prospettiva di contribuire a ridurre quanto più possibile le scelte economiche produttive di rischi inconsapevoli.

Ed è essenzialmente nella descritta prospettiva che negli ultimi anni si è sviluppato l'impegno delle istituzioni internazionali, comunitarie e nazionali – in Italia, prime tra tutte, Consob e Banca d'Italia – nel campo dell'educazione finanziaria e del monitoraggio dell'effettivo grado di alfabetizzazione degli individui chiamati ad effettuare possibili scelte in campo finanziario; con poi molteplici iniziative formative, diffuse anche a livello scolastico.

**2.3.** Nella descritta prospettiva, lo sviluppo dell'educazione finanziaria è sicuramente apprezzabile e molto utile; soprattutto se parte dalla scuola.

Aumentare, attraverso l'educazione finanziaria, il livello di alfabetizzazione, di informazione e di comprensione dei fenomeni finanziari – tutti fattori che contribuiscono a sviluppare un'effettiva consapevolezza delle persone nel compimento di scelte economiche – è in principio senz'altro determinante per la

responsabile partecipazione di tutte le classi sociali all'agire economico e, in genere, per la crescita di una società.

Specialmente in Italia, Paese che appare soltanto al 44° posto della classifica sul grado di preparazione finanziaria degli abitanti e che, soprattutto, è il Paese al mondo con il più significativo divario tra la ricchezza media delle famiglie e la cultura economica registrabile all'interno delle stesse.

Una pericolosa miscela di ricchezza e ignoranza che, alla lunga, se non si abbassa il livello dell'ignoranza, finirà inevitabilmente per comportare un abbassamento del livello della ricchezza.

Personalmente, non mi convincono le battaglie intraprese contro i programmi di educazione finanziaria (penso in particolare ad alcuni studi dell'americana Lauren E. Willis nel 2008); battaglie che tendono a ravvisare nell'educazione finanziaria una sorta di "pretesto" per introdurre, attraverso un aumento della consapevolezza del risparmiatore, un abbassamento dell'incidenza della regolazione in materia.

Credo al contrario che l'educazione finanziaria, una buona educazione finanziaria, rendendo l'individuo più consapevole e responsabile delle proprie scelte di investimento, gli restringa la "scorciatoia" dell'addossare ogni responsabilità – quando le cose vanno male – in capo a chi, proprio secondo le regole (mi riferisco agli intermediari ed ai consulenti), è obbligato a prendersi cura di lui.

### 3 Profili critici dell'educazione finanziaria: la necessità di diversificare l'educazione in relazione ai destinatari

**3.1.** Così come oggi generalmente pensata, articolata e strutturata – se si eccettuano alcuni profili di taluni progetti, quali ad esempio quello Consob sulla c.d. "*Carta degli investitori*" –, l'educazione finanziaria, pur rappresentando attività in principio meritevole, si presta a mio avviso ad alcune critiche di fondo. Critiche beninteso costruttive, finalizzate soltanto a migliorarne l'efficacia, non certo a negarne la positiva valenza di base.

**3.2.** In primo luogo, se si esclude ovviamente la diversificazione dei programmi scolastici di educazione finanziaria in relazione alla differente età degli studenti, non sembra sussistere un'effettiva "modulazione" dell'educazione finanziaria che tenga in debito conto le diversità di genere, di età, di nazionalità, di etnia, di educazione, di cultura, di lavoro e di reddito delle persone cui è diretta.

I linguaggi, i contesti, le occasioni e i metodi di insegnamento, per consentire un efficace apprendimento, debbono necessariamente essere ritagliati sui destinatari; non potendoci in alcun modo illudere che un'educazione finanziaria uniforme ed omologata possa sortire risultati apprezzabili.

In effetti, a ben vedere, ogni strategia educativa, per essere davvero efficace, deve riuscire a rapportarsi quanto più possibile alla cultura dei destinatari e deve avere una capacità di richiamo direttamente proporzionale alla pigrizia ed alla disattenzione delle persone cui è diretta.

Un esempio per tutti: nei confronti delle comunità latino-americane particolarmente colpite dalla crisi dei mutui *subprime* si è deciso, con successo, di veicolare alcuni elementi base di educazione finanziaria attraverso lo strumento delle *telenovelas*; strumento in effetti capace di catturare l'attenzione delle persone molto di più dei noiosi e fallimentari corsi di alfabetizzazione finanziaria.

**3.3.** E ciò, pur comunque nella necessaria consapevolezza che l'incidenza dell'educazione finanziaria (anche quella più virtuosa e ritagliata "su misura") non potrà mai essere uguale per tutti.

È stato infatti ormai dimostrato che, mentre gli investitori culturalmente già evoluti potranno avere dall'educazione finanziaria benefici per così dire *diretti*, migliorando le loro scelte di investimento anche in assenza di un consulente, gli investitori meno preparati potranno invece ricevere dall'educazione finanziaria soltanto benefici *indiretti*, acquisendo in particolare *(i)* la coscienza di non sapere, *(ii)* l'attitudine a rivolgersi più frequentemente ai consulenti e *(iii)* la capacità di meglio rappresentare ai consulenti stessi le proprie preferenze ed attitudini al rischio. Ma non è poco, anzi credo sia molto; non potendo dimenticare che nell'ambito dei risparmiatori a basso reddito e comunque meno colti si registra la diffusa tendenza a ricorrere a consigli di investimento molto grezzi, informali, per lo più provenienti da familiari, da amici e da vicini di casa.

## 4 *Segue: la necessità di considerare le difficoltà delle persone nel recepimento delle informazioni*

**4.1.** Venendo alla seconda prospettiva critica, non mi sembra che, almeno per come oggi "didatticamente" strutturata, l'educazione finanziaria tenga in sufficiente conto le difficoltà che le persone mostrano di avere nel recepimento delle informazioni.

In particolare, non mi sembra che gli attuali piani di educazione finanziaria tengano nella debita considerazione le marcate reazioni contrarie mostrate dalle persone nel recepimento delle informazioni complesse e strutturate, soprattutto qualora le stesse siano veicolate in forma scritta.

In fondo, anche l'educazione finanziaria veicola e trasmette informazioni, e quindi anche per l'educazione finanziaria deve valere la regola, sulla quale invero nessuno credo nutra più dubbi, che l'eccesso di informazione uccide la conoscenza. E, riguardo all'informazione finanziaria, è lo stesso presidente della Consob Giuseppe Vegas ad affermare: «tutte queste pagine hanno un senso? Il risparmiatore normale

può capire cosa vi è scritto? La risposta è no. Più c'è scritto e meno si capisce; è una overdose che non porta ad alcun chiarimento»).

Da quello che ho potuto vedere analizzando i siti ufficiali che trattano di educazione finanziaria, mi sono convinto che occorre assolutamente diminuire la quantità di informazioni educative, concentrando gli sforzi sull'aumento della qualità di pochi e fondamentali concetti, di pochi e fondamentali *alert*.

Insomma, meno descrizioni di cos'è ad esempio una *Sgr* o uno *Swap* e più esempi di ciò che in concreto può accadere in una determinata situazione finanziaria; più "immagini" e meno acronimi e parole (soprattutto se tecniche o, peggio, in inglese).

Il tutto, beninteso, veicolato con i più appropriati supporti e, specialmente, come visto (§ 3), con le opportune diversificazioni in relazione ai differenti destinatari.

## 5 *Segue: la necessità di considerare le componenti irrazionali dell'agire umano in campo economico*

**5.1.** In ulteriore prospettiva critica, mi sembra poi che l'educazione finanziaria costituisca strumento allo stato non idoneo a controbilanciare efficacemente le molteplici distorsioni cognitive e le irrazionalità che le persone mostrano in campo economico; distorsioni ormai ampiamente analizzate, comprovate e per così dire "codificate" dagli studi in materia di finanza comportamentale.

La correzione delle componenti emotive e delle dissonanze che ne derivano non è affatto semplice. Anzi, rappresenta operazione decisamente complessa. Ma l'educazione finanziaria appare ancora troppo incentrata soltanto sull'informazione e sulla conoscenza (poi preminentemente tecnico-giuridica) dei tanti strumenti offerti sul mercato.

Mi sembra che davvero ancora manchi, nell'odierna struttura dell'educazione finanziaria, un'appropriata attenzione alle molteplici componenti irrazionali che caratterizzano l'agire umano in campo economico; un'attenzione ai molteplici errori di ragionamento e di preferenze compiuti dagli individui. Soprattutto nell'ottica di un loro efficace contenimento.

A ben vedere, l'educazione finanziaria attinge ancor oggi la sua terminologia dall'economia tradizionale. Sicché, quasi inevitabilmente, presuppone un agire economico finalizzato a massimizzare funzioni e modelli che le persone comuni praticamente ignorano; appare ancora indirizzata a rappresentare ed a spiegare il mondo in maniera quasi meccanica e prevedibile; quando invece ormai sappiamo che è un mondo abitato da molti *cigni neri*, ed è un mondo dove noi affrontiamo il futuro volgendogli le spalle, con lo sguardo essenzialmente rivolto al passato, con poi tutti i condizionamenti che questo ha prodotto nelle nostre personalità.

Negli attuali programmi di educazione finanziaria mi sembra manchino tecniche o schemi educativi tendenti a contrastare le molte euristiche, i molti auto-inganni ed i molti pregiudizi che affollano le nostre menti; quali ad esempio, tra i tanti, il c.d. *effetto contesto* (per cui le decisioni finanziarie vengono influenzate dal modo con cui sono rappresentate le possibili opzioni); o il c.d. *ancoraggio* (tendenza ad effettuare le scelte economiche sulla base di un unico termine di paragone); o il c.d. *istinto gregario* (tendenza a conformare le nostre scelte, e talvolta anche le nostre convinzioni, al gruppo sociale di appartenenza); ovvero i c.d. *conti mentali* (arbitrarie suddivisioni del denaro in relazione ai nostri programmi di spesa).

**5.2.** Una buona educazione finanziaria, oltre ad aumentare l'informazione e la consapevolezza dell'investitore, dovrebbe provare a correggere (o meglio: controbilanciare) quelle caratteristiche comportamentali che ormai è provato possono condurlo a scelte errate o irrazionali.

E poi dovrebbe anche cercare di incidere sulla *scarsa determinazione*, sulla *carenza di autocontrollo*, sulla *propensione a procrastinare*; tutte caratteristiche assai comuni negli individui.

Molte indagini ormai confermano, ad esempio, che la mancanza di sane politiche familiari di risparmio non dipendono tanto da carenze di informazione o di consapevolezza, quanto piuttosto dalla carenza di determinazione e di forza di volontà nelle persone.

Da controbilanciare necessariamente è poi anche un'altra comune caratteristica. Mi riferisco all'*impazienza*, connotato pericolosissimo che conduce a privilegiare la valutazione del rapporto "costi-benefici" sul breve periodo, tralasciando ogni possibile analisi sul lungo.

Una sorta di "miopia temporale", come è stata ben definita da chi ha studiato questo fenomeno; che ci fa cadere nelle "trappole" economiche quanto più queste sono ravvicinate nel tempo, e che finisce altresì per crearci apprensione nel seguire l'andamento dei nostri investimenti e, di conseguenza, innesca in noi notevoli errori nella scelta dei momenti in cui entrare, ovvero uscire, da un mercato.

Ma da controbilanciare sono ad esempio anche la *paura*, l'*euforia* e il *rimpianto*: tutte emozioni che ci conducono inevitabilmente verso direzioni sbagliate o pericolose. Una buona educazione finanziaria dovrebbe insegnarci, ad esempio, ad aver paura dei mercati quando gli stessi si esprimono al massimo dei valori, non già quando sono al minimo. Spesso, noi non abbiamo le "paure giuste" !

**5.3.** Senza infine considerare – ma questa volta in una prospettiva molto più ampia e generale – che i piani di educazione finanziaria dovrebbero in ogni caso pur sempre tener conto che un eccesso di educazione meramente informativa comporta in principio il rischio di un aumento delle dissonanze cognitive derivanti dalla c.d. *overconfidence* dell'investitore; un eccesso di sicurezza che potrebbe condurlo a

compiere scelte azzardate e rischiose, che, paradossalmente, non avrebbe invero mai compiuto se fosse rimasto nel precedente stato di ignoranza.

## 6 *Segue: la necessità di educare la reazione alle perdite*

**6.1.** Sotto diversa ed ulteriore prospettiva critica, mi sembra mancare, negli attuali programmi di educazione finanziaria, un segmento dedicato all'educazione della possibile "reazione" contro il consulente o contro l'intermediario, in caso di perdite economiche; prima tra tutte: la reazione giudiziaria.

La fase del tentativo di recupero di ciò che si è perso all'esito di un investimento errato (fase invero che, nella pratica, è dato registrare sempre più frequentemente, anche per effetto del gran lavoro delle associazioni dei consumatori) non può considerarsi come momento a sé, avulso dall'investimento stesso.

In effetti, la fase del tentativo di recupero del capitale perduto (nelle varie forme consentite dal nostro Ordinamento, prime tra tutte quelle della restituzione e del risarcimento), in un corretto e coerente piano di educazione finanziaria, dovrà considerarsi momento "finale" dell'investimento, che non può assolutamente essere ignorato.

**6.2.** Molto spesso infatti l'investitore, dopo aver compiuto scelte di investimento errate o irrazionali, ed aver conseguentemente subito perdite patrimoniali, compie anche scelte di reazione altrettanto errate o irrazionali, le quali possono comportare ulteriori perdite e danni.

Talvolta, il motivo di queste scelte di reazione è da riconnettere a cattive valutazioni degli avvocati, delle associazioni di consumatori, o dei consulenti cui l'investitore si affida dopo aver subito una perdita, nel tentativo di recuperarla per via giudiziaria.

Altre volte però la decisione di adire le vie legali è decisione imputabile soltanto all'investitore; il quale, magari emulando comportamenti altrui o per mero spirito di reazione, tenta il recupero giudiziario pur in presenza di pareri che lo sconsigliano di intraprendere quella strada.

Soprattutto in questi ultimi casi, una corretta educazione finanziaria al recupero delle perdite dell'investimento potrebbe costituire sicuro ausilio per una più ponderata e controllata reazione e, di conseguenza, per una minore esposizione al rischio di subire ulteriori perdite in sede contenziosa.

**6.3.** Il profilo della reazione all'operato del consulente finanziario (intermediario o promotore che sia) costituisce peraltro un profilo alquanto delicato, poiché il settore in questione è un settore peculiare, ove i consulenti vedono assai spesso la loro attività tecnica sottoposta a verifica e giudizio da parte dei clienti risparmiatori.



A ben vedere, in molti altri settori è piuttosto raro che i clienti, i mandanti, i committenti di operatori tecnici si confrontino tra di loro sulle abilità degli stessi operatori.

È invero assai difficile che i malati di cuore si confrontino tra loro su quanto sono stati tecnicamente bravi i loro cardiologi; o che i possessori di una *Bmw* si confrontino tra loro, paragonando la diversa perizia dei loro meccanici (ben diversa è, ovviamente, l'eventuale richiesta di consiglio: "conosci un bravo cardiologo?").

Mentre invece accade piuttosto di frequente che i risparmiatori si confrontino tra loro in merito all'efficienza ed alla competenza dei loro promotori o dei loro consulenti finanziari.

Questa tendenza si spiega non già perché l'oggetto dell'attività compiuta dall'operatore tecnico sia più comprensibile o controllabile nel settore della finanza (le persone, in verità, non capiscono di cardiologia, di meccanica e di operazioni in borsa esattamente allo stesso modo); bensì perché, in finanza, si ha comunemente la (errata) percezione che il parametro di partenza sia, per così dire, uguale per tutti, mentre nelle altre aree tecniche si ha la (corretta) percezione che ogni situazione trattata sia diversa, così da rendere inutile, o comunque inesatto, ogni "confronto" (i 100 mila euro consegnati al promotore erano uguali per te e per me, sicché se tu hai guadagnato ed io no vuol dire che il tuo consulente è stato più bravo del mio; mentre il mio cuore o la mia *Bmw* sono sicuramente diversi da quelli che hai tu, sicché ogni possibile confronto sul risultato tecnico raggiunto dai nostri cardiologi o dai nostri meccanici perde di senso). Senza invero rendersi conto che, anche nel settore della finanza, il parametro di partenza non può essere affatto uguale per tutti: i 100 mila euro di Tizio non sono mai gli stessi di Caio; essendo Tizio e Caio investitori con profili in principio differenti, ciò comporterà necessariamente scelte di investimento differenti, con poi risultati tra loro diseguali.

## 7 La necessità di ripensare il "modello" che è alla base dell'educazione finanziaria

**7.1.** Vi è infine un'ultima prospettiva critica; quella alla quale riconnetto personalmente maggior rilevanza.

L'educazione finanziaria, come attualmente pensata, articolata e strutturata, sembra scontare un significativo difetto di fondo.

Attraverso l'accrescimento dell'informazione, della comprensione e della consapevolezza, essa si limita invero a migliorare il livello delle scelte economiche dell'individuo nell'ambito di una "logica" che, a ben vedere, non è poi così dissimile da quella che caratterizza il sistema da cui, in definitiva, vorrebbe difendere l'individuo cui è diretta.

Ora, mi sembra incontestabile che l'educazione finanziaria debba rappresentare in principio uno strumento utile all'individuo per controbilanciare i

molti effetti negativi del sistema economico-finanziario che l'attuale società capitalistica ha costruito; per difendere il consumatore, il risparmiatore e l'investitore dai rischi, talvolta anche notevoli, che detto sistema comporta.

Meccanismi educativi con alla base la medesima esigenza correttiva sono peraltro riscontrabili in molti altri segmenti del nostro vivere sociale (per rendersene conto è sufficiente digitare su *Google* le parole "educazione alimentare", "educazione stradale", "educazione sanitaria", e così via, ed aprire i primi siti che appaiono sulla pagina web).

**7.2.** Ad esempio, oggi sussiste la diffusa esigenza di un'educazione alimentare essenzialmente perché, rispetto a un tempo, mangiamo più quantità di cibo, più cibi preparati da persone che non conosciamo, più cibi confezionati industrialmente, più cibi importati; perché poi mangiamo più spesso in condizioni di stress, di velocità e di disagio (*fast food*); perché siamo più sollecitati al consumo di cibo da parte della pubblicità.

I percorsi di educazione alimentare più efficaci ed evoluti ci insegnano a tornare pian piano a cibi più semplici e sani, a coltivare un orto se siamo in grado di farlo, a mangiare di meno, a mangiare più lentamente, a non cibarsi davanti a un video.

Nei programmi di educazione alimentare – oltre alle informazioni tecniche sulle calorie giornaliere necessarie, sui rischi del colesterolo e sulle vitamine presenti in un cibo piuttosto che in un altro – c'è a ben vedere principalmente tutto questo; il che costituisce una sorta di *rieducazione* dell'individuo all'alimentazione, andando ben oltre all'informazione di dettaglio sulle composizioni nutritive, sui prodotti e sui rischi conseguenti al loro consumo.

**7.3.** Lo stesso accade anche nel segmento della c.d. mobilità.

I moderni programmi di educazione stradale non si limitano infatti ad illustrare le norme del codice della strada, i limiti di velocità, le sanzioni conseguenti alle violazioni delle regole; non si limitano ad educare all'uso responsabile del telefono cellulare o delle bevande alcoliche per chi guida un mezzo su strada.

Sempre più spesso l'educazione stradale si incentra sulla rieducazione alla mobilità.

Poiché i molti danni prodotti dal sistema viario che abbiamo creato sono ormai evidenti (inquinamento, danni al paesaggio, disagi per le categorie più deboli come disabili e anziani, perdita di ore lavorative a causa del traffico lento, alti costi sanitari dovuti alla inquinazione ed agli incidenti stradali), i modelli più evoluti di educazione stradale tendono soprattutto a sensibilizzare e a indirizzare verso forme di mobilità alternativa e più sostenibile: da un più frequente ed intelligente utilizzo del trasporto pubblico, all'auto condivisa (*car sharing*), al trasporto di gruppo (*car pooling*), al mezzo elettrico, all'utilizzo delle biciclette, all'isola pedonale, alle giornate senz'auto.

**7.4.** Identico discorso potrebbe poi farsi nel campo della salute, ove i più evoluti modelli di educazione sanitaria, oltre a fornire gli indispensabili dati clinici e farmacologici, mirano essenzialmente a rieducare le persone ad un più corretto stile di vita e ad un uso limitato e responsabile dei farmaci.

**7.5.** Insomma, in tutti gli esempi effettuati (ma se ne potrebbero fare molti altri analoghi) l'educazione mira non tanto, o comunque non solo, ad alfabetizzare, ad informare, a far conoscere i rischi dell'uso improprio dei beni o dei servizi del settore considerato, a creare consapevolezza, quanto piuttosto a rieducare i comportamenti degli individui.

Peraltro, sempre in una prospettiva, a ben vedere, tesa per lo più alla graduale *eliminazione* di ciò che in realtà si dimostra superfluo, oltre che dannoso, e di cui abbiamo finito in qualche modo per intossicarci (negli esempi appena fatti: cibi, veicoli, farmaci).

Tornando all'educazione finanziaria, non mi pare che la via attualmente percorsa sia quella che ho appena evidenziato, propria invece di molti altri importanti sistemi educativi.

L'educazione finanziaria non sembra infatti finalizzata a rieducare il consumatore, il risparmiatore e l'investitore verso stili di vita (economica) più sani, logici, opportuni e prudenti.

In effetti, un aumento della cultura in campo finanziario, dell'informazione sui rischi di un prodotto, delle effettive conoscenze di un'opportunità di mercato, pur costituendo un indubbio vantaggio per l'individuo nella prospettiva dell'ottimizzazione delle proprie scelte, non è assolutamente sufficiente a tradurre uno stile di vita economica insano in uno stile più sano.

**7.6.** In questa prospettiva, va in realtà peraltro detto che – di per sé – “educare” non significa nulla. Ciò che davvero conta è il *modello* educativo che viene prescelto *prima* di iniziare ad educare.

Tutti noi vogliamo che i nostri figli siano “educati”. Ma se ci proponessero di farli educare da un laico, da un gesuita, da un convinto marxista, ovvero da un talebano *pashtun*, ecco che la nostra attenzione, dall'esigenza di educazione, si sposterebbe immediatamente sul modello educativo.

È evidente che è il modello educativo ciò che realmente ci interessa; non l'educazione in sé, che diamo quasi per ... scontata.

Una corretta riflessione sull'efficacia dell'educazione finanziaria deve quindi a mio avviso passare necessariamente per una preventiva riflessione sul modello educativo che dovrebbe esserne alla base.

In argomento, si potrebbero naturalmente dire molte cose, aprire molti orizzonti e tracciare nuove prospettive; ma non c'è adesso il tempo per farlo qui compiutamente.

Vorrei comunque perlomeno accennare ad un profilo che reputo importante.

Personalmente, sono convinto che – proprio partendo dalle scuole – occorra innanzitutto rieducare alla consapevolezza dei nostri reali bisogni.

Una buona educazione finanziaria, pur “accettando” che la persona desideri ciò che non ha, deve però anche insegnarle a riflettere nel modo giusto prima di acquisire ciò che non gli è indispensabile (attraverso un’analisi ponderata dei propri effettivi bisogni) e, soprattutto, a non acquisire ciò che non può permettersi oggi, con il patrimonio attualmente posseduto.

Una buona educazione finanziaria dovrebbe quindi controbilanciare la comune tendenza delle persone a ritenere di loro spettanza beni che non sono in linea né con i propri bisogni effettivi, né con le proprie capacità patrimoniali.

Una buona educazione finanziaria dovrebbe poi anche insegnare a mettere a fuoco quanto più correttamente possibile l’orizzonte temporale dell’impegno di spesa; che è fondamentale soprattutto in un contesto familiare.

Attraverso l’educazione finanziaria si dovrebbe poi rieducare l’individuo a concentrarsi su pochi desideri, effettivi ed auspicabilmente collegati alle proprie passioni; invece che disperdersi tra i molti – e ripetuti – falsi bisogni di cui già siamo (o potremmo in futuro diventare) dipendenti.

Andrebbe insegnato che la ripetizione sottrae gusto. Più ripetiamo una cosa, più questa perde di senso e di soddisfazione; pur se, in parallelo, aumenta la dipendenza da essa ....

È in definitiva sui desideri e sui bisogni che un programma evoluto di educazione finanziaria dovrebbe intervenire, insegnandoci sia a posporre i desideri se questi non sono oggi esaudibili con le risorse di cui disponiamo, sia ad individuare i bisogni in una corretta scala di effettive priorità.

Al riguardo, e per concludere, credo che la strada giusta l’abbia di recente tracciata Paolo Legrenzi, in un magistrale saggio sulla *frugalità*.

Legrenzi ci ricorda che la prossima generazione sarà, per la prima volta, meno ricca della precedente, sicché si troverà di fronte ad un bivio: intaccare i risparmi accumulati dalle generazioni precedenti al fine di mantenere l’odierno tenore di vita; oppure ridurre il tenore di vita, con ciò – si badi – diventando non già più “povera”, bensì – appunto – più “frugale”.

Vedremo cosa accadrà .....; ma è evidente che se vogliamo offrire un’utile educazione finanziaria soprattutto a coloro che opereranno nel mondo economico di domani, offriremmo a costoro un pessimo servizio se li educassimo oggi utilizzando le logiche ed i modelli che hanno caratterizzato il mondo economico di ieri.

## Recenti pubblicazioni

- 9** – ottobre 2015  
**Quaderni giuridici** Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
*A cura di G. Mollo*
- 8** – giugno 2015  
**Quaderni giuridici** Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma  
*G. Mollo, D. Montesanto*
- 82** – maggio 2015  
**Quaderni di finanza** Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise  
*M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso*
- 7** – maggio 2015  
**Quaderni giuridici** Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive  
*S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri*
- 81** – aprile 2015  
**Quaderni di finanza** Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay  
*M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre*
- 80** – marzo 2015  
**Quaderni di finanza** The impact of high-frequency trading on volatility. Evidence from the Italian market  
*V. Caivano*
- 79** – dicembre 2014  
**Quaderni di finanza** The liquidity of dual-listed corporate bonds. Empirical evidence from Italian markets  
*N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena*
- 78** – luglio 2014  
**Quaderni di finanza** Financial architecture and the source of growth. International evidence on technological change  
*L. Giordano, C. Guagliano*
- 6** – luglio 2014  
**Quaderni giuridici** La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano  
*S. Alvaro*

- 77** – giugno 2014  
**Quaderni di finanza** Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries  
*C. Guagliano, C. Mantovani*
- 76** – febbraio 2014  
**Quaderni di finanza** Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy  
*M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre*
- 75** – gennaio 2014  
**Quaderni di finanza** Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis  
*M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti*
- 5** – gennaio 2014  
**Quaderni giuridici** La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo  
*S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano*
- 4** – settembre 2013  
**Quaderni giuridici** I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti  
*G. Gasparri*
- 74** – agosto 2013  
**Quaderni di finanza** Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation on the transparency of structured products  
*L. Giordano, G. Siciliano*
- 3** – aprile 2013  
**Quaderni giuridici** Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano  
*S. Alvaro, B. Lupini*
- 2** – febbraio 2013  
**Quaderni giuridici** L'autodisciplina in materia di *corporate governance*. Un'analisi dell'esperienza italiana  
*S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano*
- 73** – gennaio 2013  
**Quaderni di finanza** The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy  
*C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento*
- 72** – dicembre 2012  
**Quaderni di finanza** Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis. An empirical analysis on Euro area bond and equity markets  
*M. Gentile, L. Giordano*
- 5** – dicembre 2012  
**Discussion papers** Il *trading* ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti e questioni di *policy*  
*S. Alvaro, V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola*