

Quaderni giuridici

A 20 anni dal TUF (1998–2018): verso la disciplina della Capital Market Union?

Atti del convegno Banca d'Italia – Consob

Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro, Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Marchesi Grafiche Editoriali Spa (Roma)

www.marchesigrafiche.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

A 20 anni dal TUF (1998–2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?

Atti del convegno Banca d'Italia – Consob

Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018

L'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (TUF) il 1° luglio 1998 fu l'occasione per riunire in un unico corpo normativo disposizioni sparse in diverse e numerose sedi legislative. La nuova disciplina fu improntata alla più ampia delegificazione; si caratterizzò per una compiuta privatizzazione dei mercati e per l'estensione dell'oggetto della disciplina delle società quotate, dalla materia della trasparenza a quella della *governance*.

Dopo l'approvazione del TUF, gli interventi normativi in materia finanziaria vi confluirono pressoché tutti, integrandone e ampliandone la portata. Nel complesso, risultarono accresciuti i poteri della Consob così come la tutela dei risparmiatori, anche se, in sostanza, l'impianto restò immutato quanto a obiettivi di vigilanza e dosaggio tra norme primarie e secondarie.

Con l'istituzione delle c.d. ESAs la situazione è mutata radicalmente. Un sempre maggior peso è andata acquistando la disciplina dell'Unione direttamente applicabile, rispetto a quella nazionale.

A vent'anni dall'entrata in vigore del TUF, il Quaderno, che raccoglie relazioni e interventi tenuti in occasione del convegno organizzato il 6 novembre 2018 dalle Avvocature della Banca d'Italia e della Consob, si pone il problema se la disciplina recata dal Testo Unico sia ancora attuale, o se non sia, invece, giunto il momento di iniziare a ragionare su di un Testo Unico della Finanza Europeo, anche in virtù delle iniziative di recente assunte dalla Commissione europea.

Il Quaderno fa innanzitutto il punto sull'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari, dalla sintesi delle numerose leggi in materia realizzata dal TUF fino agli ultimi sviluppi della legislazione dell'Unione in materia bancaria e finanziaria.

Tocca poi gli aspetti più significativi e attuali della disciplina: dall'attività non bancaria svolta dalle banche – anche alla luce del nuovo contesto europeo rappresentato dal Meccanismo Unico di Vigilanza – alla trasparenza e correttezza nei mercati finanziari e ai profili (interno, della composizione e funzione degli organi sociali, ed esterno, dei rapporti con gli azionisti e degli altri *stakeholder*) sotto cui può essere riguardata la *governance* di intermediari ed emittenti.

Infine, il Quaderno tratta il ruolo della Commissione europea e delle ESAs nell'armonizzazione delle regole e del residuo margine di manovra conseguentemente lasciato al legislatore nazionale, degli accresciuti compiti dell'ESMA alla luce del progetto di riforma delle ESAs, nonché del ruolo delle corti europee e nazionali nella definizione dei principi applicabili alle sanzioni in materia di abusi di mercato.

La raccolta degli atti del convegno viene pubblicata sia nella collana dei *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d'Italia sia nella collana dei *Quaderni giuridici* Consob.

I contributi dei relatori, in quanto *invited pieces*, non sono stati oggetto di revisione da parte del Comitato di Redazione.

* * * * *

The entry into force of the Consolidated Law on Finance (Testo Unico della Finanza, TUF), on 1st July 1998, seized the opportunity to gather into a single set of rules those provisions scattered in different and many venues. The new set of rules was inspired to the widest deregulation; the market's privatization as well as the extension of listed companies' discipline, from transparency to corporate governance, have been its main distinctive features.

Almost all the subsequent financial regulatory additions have been inserted in the TUF, after its entry into force, complementing and expanding its scope. Whilst the general purposes of the supervision as well as the balance between primary and secondary laws remained unchanged, both the Consob's powers and the protection of savers were increased.

After the introduction of the ESAs, the situation radically changed. Directly applicable Union law gained more importance *vis-à-vis* domestic law.

Twenty years after the TUF's entry into force, this Volume, which collects reports and speeches held during the conference organized on 6 November 2018 by the Legal Departments of the Banca d'Italia and the Consob, raises questions whether the Italian Consolidated Law on Finance framework has to be considered still adequate or, on the contrary, time has come for starting to explore the idea of a European Consolidated Law on Finance.

The Volume primarily focuses on the evolution of financial markets' regulation, starting from the gathering in a unique venue (the TUF) of the many relevant laws, until the latest developments on banking and finance Union laws.

The Volume then explores the most current and significant aspects of such provisions: non-banking activities carried out by banks (also in light of the new SSM context), transparency and fairness rules in financial markets as well as intermediaries' and issuers' corporate governance profiles, internal composition and functioning of corporate bodies, and their relationship *vis-à-vis* shareholders and other stakeholders.

Finally, the Volume analyses the role played by both ESAs and the European commission in the process of harmonization of rules and the consequent residual leeway left to domestic legislators, as well as ESMA's increased functions in light of the new ESAs' framework proposal reform and the role played by European and domestic courts in defining the principles applicable to administrative sanctions for market abuse.

Sommario

Indirizzo di saluto Ignazio Visco <i>Governatore di Banca d'Italia</i>	9
Indirizzo di saluto Anna Genovese <i>Presidente Vicario della Consob</i>	13
PRIMA SESSIONE	19
Intervento di apertura Renzo Costi	21
Dal decreto Eurosim alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata Gaetano Presti	25
Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo Guido Ferrarini	37
SECONDA SESSIONE	55
Banche e mercati finanziari: l’attività non bancaria delle banche tra TUF e Meccanismo di vigilanza unico Olina Capolino	57
I principi di trasparenza e correttezza nei mercati finanziari: la loro rilevanza nelle norme e nella giurisprudenza nazionale ed europea Salvatore Providenti	75
In principio sono sempre le funzioni Mario Stella Richter <i>Jr</i>	91

TERZA SESSIONE	103
Intervento di apertura	
Francesco Vella	105
Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari	
Luca Enriques	109
Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)	
Marco Lamandini e Raffaele D'Ambrosio	117
INTERVENTI E DISCUSSIONE	129
Intervento	
Eugenio Fusco	131
La tenuta del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato di fronte al principio del <i>ne bis in idem</i> europeo e convenzionale	
Antonella Valente	139

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina della Capital Market Union?

Interventi di apertura

Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia

Ignazio Visco

Indirizzo di saluto del Presidente Vicario della Consob

Anna Genovese

Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia

Gentile Presidente Professoressa Genovese, Signore e Signori,

È con grande piacere che do il benvenuto ai partecipanti a questo Convegno, ospitato dalla Banca d'Italia, ma organizzato congiuntamente dalle due Avvocature, della Banca e della Consob, a vent'anni dall'introduzione del Testo Unico della Finanza. Si tratta di una ricorrenza significativa, che le due Autorità di Vigilanza hanno deciso di celebrare insieme.

Il TUF entrò in vigore il 1° luglio 1998. Fu l'occasione per riunire in unico testo normativo – risultato dei lavori di una commissione tecnica presieduta da Mario Draghi, allora Direttore generale del Ministero del Tesoro – norme e disposizioni in materia di servizi di investimento e mercati sparse in diversi e numerosi testi legislativi.

In particolare, il TUF procedette all'armonizzazione con le norme introdotte nel decreto legislativo di recepimento della direttiva sui servizi di investimento ("decreto Eurosim" del 1996), ampliando la gamma degli intermediari abilitati e modificandone, per aspetti rilevanti, l'ambito delle attività consentite e la relativa disciplina.

Il decreto Eurosim aveva consentito alle banche la negoziazione in borsa di titoli anche diversi da quelli di Stato e alle società di investimento comunitarie l'ingresso nel mercato italiano. La vigilanza sulle imprese di investimento era quindi stata ripartita, come già previsto nella legge sull'attività di intermediazione mobiliare ("legge sulle SIM" del 1991), tra la Banca d'Italia e la Consob, con una più puntuale definizione del criterio di riparto delle competenze: sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, da un lato, trasparenza e correttezza dei comportamenti, dall'altro. Soprattutto, con il decreto Eurosim si era proceduto a "privatizzare" i mercati, la cui organizzazione e gestione avevano quindi assunto la natura di attività d'impresa.

Il TUF ricollocò, innanzitutto, in un corpo normativo unitario le disposizioni sugli intermediari e sui mercati, appena introdotte dal decreto Eurosim, estendendo la privatizzazione alla gestione accentrata di strumenti finanziari e alla fase della liquidazione titoli. Sostituì, quindi, alle numerose leggi concernenti gli attori del

mercato mobiliare, gruppi omogenei di norme, per lo più di principio, destinate a essere poi specificate da disposizioni regolamentari delle autorità di vigilanza, che videro così significativamente accresciute le loro responsabilità.

Emblematico, tra i molti, fu il gruppo organico di norme sulla gestione collettiva del risparmio, che sostituì le diverse e specifiche leggi sulle differenti tipologie di organismi di investimento collettivo, succedutesi nel tempo a partire dalla legge sull'istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare del 1983. Il TUF ampliò, inoltre, in modo significativo l'oggetto della disciplina delle società quotate, ma su tali aspetti lascio volentieri la parola alla professoressa Anna Genovese.

Gli interventi normativi che successivamente al TUF hanno portato ad accrescere responsabilità e poteri riguardo alla tutela dei risparmiatori hanno assunto in molti casi la forma di modifiche al testo unico, integrandone e ampliandone la portata. In particolare, modifiche dell'equilibrio tra poteri pubblici e autoregolamentazione privata quale delineato dal TUF furono introdotte con la cosiddetta "legge sul risparmio" del 2005.

Gli scandali finanziari dei primi anni 2000 generarono infatti una parziale virata nel senso della ri-pubblicizzazione della vigilanza sui mercati, erodendo le recenti acquisizioni della filosofia della privatizzazione: alla Consob vennero restituite parte delle competenze assegnate in precedenza all'esclusivo autocontrollo degli operatori.

Fu parzialmente rivisto l'assetto delle competenze della Consob e della Banca d'Italia al fine di renderlo maggiormente coerente con il riparto funzionale dei compiti di vigilanza, in particolare in materia di obbligazioni bancarie strutturate.

La produzione normativa del primo decennio degli anni duemila evidenziò poi anche un'altra costante: l'accrescimento, rispetto ai diversi interessi tutelati dal TUF, della protezione dei risparmiatori. Si tratta, come è evidente, di un obiettivo di primaria importanza per le autorità di vigilanza. Banca d'Italia e Consob, secondo le rispettive competenze, si affiancano con una collaborazione costruttiva nel perseguire la tutela del risparmio che viene indirizzato verso gli investimenti mobiliari. Questa collaborazione, fondata sulle norme del TUF, è stata di recente intensificata mediante un apposito "Accordo quadro".

Nel 2011, con l'istituzione delle autorità di vigilanza europee (AEV), si è registrato un deciso mutamento di paradigma.

Come ho già detto in altre occasioni, il destino dell'Italia è quello dell'Europa. Proprio sul terreno della legislazione in materia bancaria e finanziaria si registra in modo evidente l'integrazione fra i sistemi giuridici nazionali in un plesso unitario di regole, amministrato congiuntamente da autorità nazionali ed europee, sotto il controllo di organi giurisdizionali anch'essi europei e nazionali.

Il livello di unificazione del diritto garantisce certezza delle regole per chi investe, per chi lavora e per chi produce, superando le barriere nazionali, secondo lo spirito delle libertà fondamentali dei Trattati europei. In tale contesto interventi

normativi su singole giurisdizioni che possano segmentare il mercato unico rappresentano passi indietro in grado di influenzare negativamente investimenti e circolazione dei capitali.

Nel concreto, un peso sempre maggiore ha acquistato, rispetto alla disciplina nazionale traspositiva del diritto dell'Unione, la disciplina dell'Unione europea direttamente applicabile. Sempre più numerosi sono diventati i settori direttamente regolati dal diritto dell'Unione.

Tutto ciò non sorprende, perché il ruolo delle AEV è proprio quello di evitare, tramite l'armonizzazione massima, la *competition in laxity* tra Stati membri, con pericolosi arbitraggi normativi e di assicurare, per tale via, la stabilità finanziaria. Si tratta di una linea di tendenza che non si ferma alla sola enunciazione delle regole.

La loro stessa interpretazione e applicazione passano infatti, in prima battuta, per il vaglio delle AEV (mi riferisco, in particolare, alle risposte a quesiti sull'applicazione delle norme contenute in atti normativi dell'Unione), e successivamente per quello della Commissione di ricorso delle stesse autorità, senza dimenticare il ruolo svolto dalla Corte di Giustizia Europea. Il salto di prospettiva, rispetto all'epoca della redazione del Testo Unico della Finanza, è perciò notevole e impone a tutti gli attori istituzionali una riconsiderazione del proprio ruolo.

Le autorità nazionali hanno coerentemente iniziato ad astenersi dal dettare disposizioni secondarie, in presenza di norme europee che disciplinano compiutamente la materia. Ciò non significa che le autorità di vigilanza nazionali non incidano sul processo di armonizzazione delle regole e delle prassi di vigilanza. Tutt'altro; il loro ruolo è stato ed è attivo, in particolare, per quanto riguarda l'intermediazione finanziaria, nella duplice veste di partecipanti al Consiglio dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e di componenti del Sistema Europeo di vigilanza finanziaria. Parallelamente, la stessa giurisprudenza nazionale interloquisce con la Corte di Giustizia ogni qual volta occorre provocare una pronuncia di quest'ultima sull'interpretazione del diritto dell'Unione o la validità degli atti emanati dalle sue istituzioni.

Proprio considerando la mole degli interventi del legislatore dell'Unione e il residuo margine di manovra lasciato alla normativa nazionale, è doveroso porsi il problema se la disciplina contenuta nel TUF, a vent'anni dalla sua adozione, rappresenti ancora il principale punto di riferimento degli attori del mercato finanziario e delle autorità e istituzioni che lo vigilano.

Per rispondere a tale domanda non si può che partire da una ricognizione delle sempre più numerose disposizioni dell'Unione direttamente applicabili. Si possono in tal modo stabilire i contorni dell'interazione tra i diversi livelli – europeo e nazionale – della disciplina del mercato degli strumenti finanziari. Ma tale ricognizione può, a ben vedere, costituire anche il punto di partenza per verificare la completezza della stessa disciplina dell'Unione, evidenziarne eventuali lacune, suggerirne possibili integrazioni o razionalizzazioni.

Questo convegno – organizzato dai legali della Banca d'Italia e della Consob nel solco della tradizione di stretta collaborazione tra le due autorità – cerca di fornire una prima risposta proprio a tali domande.

Nel ringraziare le Avvocature della Banca d'Italia e della Consob per aver ideato e organizzato questo convegno e i relatori per avere accettato di contribuirvi, formulo a tutti i partecipanti gli auguri migliori per un proficuo svolgimento dei lavori.

Ignazio Visco

Indirizzo di saluto del Presidente Vicario della Consob

Signor Governatore, Signori e Signore,

sono, oltre che onorata, molto lieta di portare il saluto della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa a questo Convegno che, come ricordato, è stato organizzato congiuntamente dalle Avvocature della Banca d'Italia e della Consob.

Mi unisco al Governatore nel ringraziare i Relatori e tutti coloro che nelle due Autorità hanno contribuito alla realizzazione dell'iniziativa.

Il Testo Unico della Finanza è una fonte importantissima per il sistema del diritto societario e finanziario e anche per la sistematica del diritto dell'impresa. Celebrare il ventennale del TUF significa, per la comunità degli operatori e degli studiosi di questa fonte, rimarcare e vivificarne l'importanza. Farlo con un evento ospitato dalla Banca d'Italia e promosso dall'avvocatura di Banca d'Italia e della Consob esprime consapevolezza del rilievo strategico che il TUF – sin dal 1998 – assegna alla cooperazione fra le Autorità del mercato finanziario.

Il TUF è stato il primo intervento organico in tema di società quotate e ha innovato molti aspetti della disciplina societaria applicabile a società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'UE. Ulteriori disposizioni, introdotte nel Codice civile dalla riforma del diritto societario del 2003, in materia di società che fanno appello al mercato del capitale di rischio, hanno integrato il corpo di disposizioni riferito alle società quotate. In seguito, la disciplina degli emittenti titoli quotati contenuta nel TUF ha registrato ulteriori innesti. Alcuni in occasione del potenziamento dei controlli interni e della *governance* societaria voluto dalla legge sul risparmio del 2005. Altri per effetto del recepimento di direttive europee in materia di informazione societaria e di diritti delle minoranze, anche in caso di cessione delle partecipazioni di controllo. Ulteriori sviluppi si sono avuti a seguito di interventi finalizzati a migliorare, con le quote di genere introdotte nel 2011, la composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate.

Nella prospettiva, per quanto incerta, come traspare già dal titolo del Convegno, della realizzazione della *Capital Markets Union* (CMsU), questo corpo di

disposizioni di diritto societario va riconsiderato, anche in correlazione con altre disposizioni del TUF sul collocamento e sulla negoziazione delle azioni e degli strumenti finanziari. A tale fine è necessario, prima, ribadire obiettivi e tecnicità della CMsU.

La CMsU è un progetto a lungo termine ambizioso. La CMsU ha il macro obiettivo di sopprimere gradualmente le barriere economiche e legali alla creazione di un ecosistema finanziario, maggiormente diversificato e che favorisca la trasversalità e la condivisione del rischio tra i Paesi, attraverso mercati dei capitali interconnessi.

Vista dal lato di chi investe i propri risparmi, in estrema sintesi, la CMsU intende doppiamente promuovere gli investimenti: favorire gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi da società (soprattutto PMI), per ridurre la dipendenza che hanno le imprese dal sistema bancario tradizionale; agevolare gli investimenti transfrontalieri e accrescere la competitività internazionale dell'Unione nell'attrarre capitali da Paesi terzi.

Tali investimenti potranno realizzarsi indifferentemente attraverso l'intermediazione di una banca, attraverso i mercati dei capitali o attraverso canali alternativi come il *crowdfunding*.

Se l'Unione Bancaria in costruzione è stata la prima tappa obbligata per salvaguardare la stabilità economica e finanziaria nell'Eurozona, la seconda tappa è rappresentata dalla CMsU.

Tuttavia la partita per la CMsU è complessa e non si gioca solo presso le istituzioni europee. L'Action Plan europeo sulla CMsU richiede uno sforzo coordinato e un impegno costante da parte di tutti gli Stati Membri e di tutte le Autorità europee e nazionali. Cruciale è la definizione di una regolazione armonizzata e adeguata in materia di tutela del risparmiatore e di integrazione e piena funzionalità di infrastrutture di mercato interdipendenti.

Il tema della tutela del risparmiatore risulta particolarmente rilevante per il nostro Paese che si caratterizza per la presenza tanto di una grande quantità di risparmio, quanto di una moltitudine di risparmiatori non professionali che non si avvalgono di consulenza finanziaria, come emerge dall'ultimo Rapporto Consob sugli investimenti finanziari delle famiglie italiane.

In questo ambito, il Testo Unico della Finanza ha ancora molto da dire anche nel dibattito sulla CMsU.

I due più importanti principi ispiratori del TUF – trasparenza dell'informazione e correttezza dei comportamenti degli operatori economici – sono i pilastri normativi su cui si regge la regolamentazione del mercato finanziario.

Tali principi sono stati declinati dal TUF attraverso regole che guardano tanto al soggetto (ossia al risparmiatore) quanto all'attività e all'organizzazione imprenditoriale (dell'emittente e dell'intermediario finanziario). I principi sono declinati, da un lato, in termini di prerogative e diritti riconosciuti a chi instaura con un intermediario un rapporto contrattuale finalizzato all'investimento. Dall'altro lato,

in termini di regole organizzative e comportamentali poste alle imprese che offrono prodotti o servizi finanziari (gli emittenti, nel rapporto con investitori qualificati, con gli intermediari e con le infrastrutture di negoziazione; gli intermediari nel rapporto con i risparmiatori).

Mette conto, da questo punto di vista, sottolineare la valenza anticipatoria che il TUF, regolazione settoriale, riveste per il diritto dell'impresa in generale. Il TUF – come già aveva iniziato a fare la legge antitrust del 1990 e come farà appieno, qualche anno dopo, il Codice del consumo con le disposizioni in materia di pratiche commerciali scorrette – reca prescrizioni che combinano il paradigma giuridico dell'attività (che è l'attività delle imprese emittenti e che offrono servizi finanziari) con il paradigma giuridico del soggetto che è, a seconda dei casi, l'investitore o il risparmiatore, titolare di specifiche prerogative di protezione.

Proprio su questo versante, gli sviluppi più recenti del diritto finanziario sono stati notevoli. Negli ultimi anni sono intervenuti nel TUF nuovi e importanti inserimenti di discipline di protezione, per gli investitori e per la stabilità. Anche in questo caso, la crisi finanziaria iniziata nel 2008 ha condizionato la legislazione. La crisi ha mostrato come comportamenti dei singoli operatori, pur se legittimi o perfettamente razionali, possono risultare destabilizzanti e possono contribuire ad amplificare l'effetto di uno shock sistemico. Siffatte riflessioni hanno portato ad una revisione dell'intero impianto concettuale della regolamentazione finanziaria. Sono intervenute novità dirompenti. La più eclatante, ed inedita per la disciplina dei mercati finanziari, è la previsione di una misura inibitoria, sebbene di ultima istanza, rappresentata dalla *product intervention*. Alle Autorità tecniche competenti è stato attribuito il potere di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di determinati strumenti finanziari o certi tipi di attività o di pratica finanziaria.

Altra novità rilevante è stata l'introduzione di *Alternative Dispute Resolutions* (ADRs) che accrescono la forza e la fiducia dei risparmiatori che si rivolgono al mercato finanziario per allocare i propri risparmi. Questo è il caso dell'Arbitro per Controversie Finanziarie (ACF) che, sul solco dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), ha introdotto un importante presidio di *private enforcement* agevolato che affianca e coadiuva il *public enforcement*, di competenza di Banca d'Italia e di Consob.

L'innegabile rafforzamento degli istituti di protezione non contraddice l'istanza, che il TUF in vario modo valorizza, di proporzionalità delle misure e di contenimento degli oneri per gli operatori. Questo rafforzamento impone all'industria di recuperare competitività attraverso razionalizzazioni e accrescimenti nella qualità dei servizi.

Il Testo Unico della Finanza ha avuto ed ha altro grande pregio: quello di avere normato la stretta collaborazione tra Consob e Banca d'Italia.

Moltissime sono le disposizioni del TUF che si riferiscono ai rapporti (di cooperazione, di collaborazione, di comunicazione reciproca, di autorizzazione previo visto, ecc.) che devono intercorrere tra Consob e Banca d'Italia.

A livello nazionale, negli anni, ogni esperienza è stata fonte di stimolo per rafforzare cooperazione e coordinamento. Lo scorso giugno Banca d'Italia e Consob hanno ulteriormente rafforzato la reciproca collaborazione mediante la sottoscrizione di un Accordo quadro per la cooperazione e il coordinamento nell'esercizio delle rispettive funzioni, come già ricordato dal Governatore.

Anche nell'ambito del coordinamento fra Autorità di regolazione e vigilanza, però, la sfida è europea e può dare ulteriori opportunità se viene affrontata anche su scala europea.

Il capitolo della CMsU dedicato all'architettura della vigilanza era forse il più ambizioso. Puntava ad uniformare e maggiormente accentrare le funzioni di regolamentazione e vigilanza finanziaria su scala europea. Il progetto è stato, rispetto alle ipotesi di partenza, indebolito da non poche difficoltà attuative. Le ricadute negative di questa debolezza, però, sono evidenti. Strumenti nuovi e importanti per la tutela degli investitori come, ad esempio, la *product intervention* già richiamata, hanno minor efficacia se applicati a macchia di leopardo da Autorità nazionali che possono vigilare con massima tempestività ed efficacia solo sui comportamenti delle imprese rientranti nel perimetro della loro diretta vigilanza (nazionale).

C'è anche da dire che, in molti casi, i più recenti interventi legislativi sul TUF sono frutto di pressoché integrale trasposizione della normativa europea riguardante servizi di investimento (MiFID II), gestione collettiva, sedi di negoziazione, e sanzioni amministrative per gli illeciti finanziari e in materia di abusi di mercato. Il processo di uniformazione delle legislazioni nazionali in materia finanziaria dunque procede, anche se potrebbe essere più pervasivo. La disciplina dell'Unione Europea direttamente applicabile cresce e contribuisce a ridurre i margini per gli arbitraggi normativi. Tuttavia, al netto di possibili e talvolta necessarie differenze nazionali, anche le norme nazionali di mera trasposizione del diritto europeo sono soggette a interpretazione e applicazione nazionale. Possono perciò esserci disallineamenti. Sono utili meccanismi che, limitando questi possibili disallineamenti, assicurino agli operatori il terreno di gioco sostanzialmente uniforme di cui, su scala europea, c'è bisogno. Al tempo stesso, però, occorrono presidi e precondizioni che portino alla definizione, in Europa, di regole del gioco comuni realmente atte a promuovere coesione sociale e partecipazione ai benefici del maggiore sviluppo economico.

Nel perimetro della regolazione e della vigilanza finanziaria, secondo la Consob, un presidio di questo tipo potrebbe essere, per esempio, il più diffuso utilizzo del voto ponderato nelle sedi di decisione sovranazionali quali il Consiglio dell'ESMA. Anche di questo si discute in seno al progetto di riforma delle Autorità di Vigilanza europee, quale parte del progetto di costruzione della CMsU.

Non c'è a disposizione un tempo illimitato per riflettere su questi problemi e per discutere delle soluzioni. L'innovazione tecnologica procede spedita essendo, peraltro, secondo i principi del diritto dell'Unione Europea sanciti dall'art. 3 del TUE, anche positivamente considerata e promossa.

Nel settore finanziario, l'innovazione rimanda al fenomeno del Fintech che, nelle sue diverse manifestazioni, integra un elemento di "rottura" senza precedenti

per il modello tradizionale della regolamentazione e della vigilanza finanziaria. La vocazione transnazionale e massiva del fenomeno Fintech può esprimere, ancor prima del previsto, tutte le sue potenzialità e il risultato può abbondantemente sopravanzare, di fatto, il progetto di CMsU, ponendosi come "fatto compiuto" – economico e di mercato – al di sopra delle giurisdizioni nazionali e dell'architettura europea. Su questo processo bisogna avere una strategia. Ed è di gran lunga preferibile che sia europea e che faccia perno sulla CMsU, per cogliere le opportunità e mitigare i rischi di una rivoluzione che non è certo possibile, ammesso che possa essere desiderabile, frenare.

Auspico che questo Convegno, che ha nel titolo un interrogativo, si riveli una occasione per fornire, dopo le inevitabili domande, anche alcune ipotesi di risposta sulle sfide che il presente e il futuro ancora di più riservano alla regolamentazione del mercato finanziario e quindi al TUF.

Formulo a tutti i partecipanti gli auguri migliori per un proficuo svolgimento dei lavori.

Anna Genovese

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina della Capital Market Union?

Prima sessione

Intervento di apertura

Renzo Costi

Dal decreto Eurosim alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata

Gaetano Presti

- 1 Premessa
- 2 Il decreto Eurosim
- 3 La delega per il Testo Unico
- 4 L'estensione del Testo Unico
- 5 Segue: la disciplina degli emittenti
- 6 I principi ispiratori
- 7 Conclusioni

Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo

Guido Ferrarini

- 1 Introduzione
- 2 Perché un Testo Unico della Finanza?
- 3 Il TUF nell'età dell'euro (1999-2004)
- 4 Le riforme del diritto societario e della *corporate governance*
- 5 Il TUF e la Direttiva sulle OPA (2004)
- 6 Le riforme europee dopo la grande crisi finanziaria
- 7 Capital Markets Union
- 8 Conclusioni

Intervento di apertura

Renzo Costi (*)

Il decreto Eurosim (d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, di recepimento delle direttive 93/22 del 10 maggio 1993 e 6/22 del 15 marzo 1993), dal quale prendono avvio le relazioni che dovrei coordinare, costituisce nella storia dell'ordinamento del mercato mobiliare italiano, ad un tempo, un punto di arrivo ed un punto di partenza.

È innanzitutto il punto di arrivo di tutta la produzione legislativa degli anni Ottanta e dei primi anni Novanta.

È del 1983 la legge (77/83) che sottopone al controllo della Consob tutte le ipotesi di sollecitazione del pubblico risparmio; ed è la stessa legge che introduce nel nostro ordinamento il primo tipo di investitore istituzionale (il fondo comune di investimento aperto); è del 1985 la legge (4 giugno, n. 281) che fa della Consob un'autorità indipendente e che, da un lato, impone alle società quotate nuovi vincoli di trasparenza, ma, dall'altro, esclude ogni controllo politico sulle emissioni azionarie.

Ma è soltanto nei primi anni Novanta che l'ordinamento del mercato mobiliare italiano raggiunge un quadro di compiutezza confrontabile con quello degli altri paesi capitalistici avanzati. È del 1992 la prima legge sulle offerte pubbliche obbligatorie. Sono del 1991 la legge sull'intermediazione mobiliare polifunzionale e la prima disciplina organica dei mercati. È del 1991 anche la prima disciplina dell'insider trading.

Il d.lgs. 415/1996 contribuisce, sull'onda comunitaria, a fissare alcuni principi di base dell'ordinamento del mercato mobiliare, rivisitando e razionalizzando la disciplina dettata negli anni precedenti; e sotto questo profilo è il punto di arrivo delle riforme precedenti.

Ma il decreto Eurosim segna anche l'avvio di un nuovo ordinamento, che troverà nel Testo Unico del 1998 la propria organica sistemazione.

Due sono le regole fondamentali dettate da quel decreto: il principio del mutuo riconoscimento comunitario delle autorizzazioni all'esercizio delle attività di intermediazione e la codificazione della concezione dell'attività dei mercati regolamentati non più come una pubblica funzione, bensì come il prodotto di attività imprenditoriale, sia pure sottoposta al controllo pubblico.

(*) Professore emerito di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Bologna.

Il decreto legislativo 415 del 23 luglio 1996 era stato preceduto dalla legge delega al Governo (legge comunitaria del 1994, 6 febbraio 1996, n. 52), da esercitare entro il febbraio 1998, per il "riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari" e, nel quadro di tale riordino, avrebbe potuto "essere altresì modificata la disciplina relativa alle società quotate con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

Ed è su entrambi questi temi, ovviamente connessi, che lavorò una Commissione, presieduta dal prof. Mario Draghi. Un lavoro importante e gratificante, per chi ebbe la fortuna di prendervi parte, che sfociò nel Testo Unico del '98.

Non è mio compito passare in rassegna i tanti interventi di merito che ha effettuato il Testo Unico. Vorrei solo accennare a due interventi di metodo, che sottendono, per altro, anche coerenti scelte di merito.

È stato adottato un forte processo di delegificazione: la legge fissa regole generali, le autorità indipendenti danno attuazione ai principi fissati dal legislatore; autorità indipendenti il cui ruolo viene così enfatizzato.

È stato attribuito all'autonomia statutaria, sia degli emittenti sia degli intermediari, un ruolo importante, ma, nello stesso tempo, sono state dettate le norme inderogabili necessarie per favorire l'efficienza dei mercati e per tutelare il risparmio degli investitori. E mi pare che siano scelte che conservano integro il proprio valore.

Qualche riflessione sulle vicende del nostro ordinamento finanziario dopo il Testo Unico del 1998.

Ovviamente, il tratto più significativo di questa più recente legislazione sul mercato mobiliare è rappresentato dal ruolo, sempre più importante, dell'ordinamento comunitario, con una conseguente riduzione del ruolo del legislatore nazionale, compreso fra l'ordinamento comunitario e il potere normativo delle autorità indipendenti.

Sui rapporti fra ordinamento comunitario e ordinamento nazionale mi limiterei a poche osservazioni.

Le direttive possono perseguire un'armonizzazione minima o massima degli ordinamenti nazionali: la mancanza di una unica autorità comunitaria di vigilanza rende necessaria un'armonizzazione massima delle norme degli ordinamenti nazionali. Il rafforzamento dei poteri di ESMA potrà contenere la necessità di un'armonizzazione particolarmente accentuata delle norme materiali.

Una seconda osservazione: la norma comunitaria dovrebbe essere preferita alla norma nazionale solo quando l'obiettivo comunitario perseguito sia più facilmente raggiungibile applicando la disciplina comunitaria.

Ancora un'osservazione, relativa all'applicazione delle norme comunitarie. Queste potranno derogare alle norme nazionali in forza degli artt. 10 e 117 della

Costituzione e la loro applicazione non incontrerà un controlimite nella disposizione dell'art. 47 della Costituzione, non affermando quest'ultima un principio supremo dell'ordinamento costituzionale italiano; principio supremo che costituisce, secondo il pensiero della Corte Costituzionale (sentenza 4 maggio 1995, n. 143), l'unico "controlimite" capace di impedire l'applicazione, nello Stato membro, delle norme comunitarie che ne costituiscano una violazione.

È giunta l'ora di scrivere un testo unico comunitario delle regole del mercato mobiliare? A me pare che siano ancora troppe le differenze fra gli ordinamenti finanziari dei paesi membri e, soprattutto, fra le realtà dei loro mercati mobiliari e ancora troppo incerti i poteri delle autorità comunitarie in materia per ipotizzare una omogeneità capace di reggere un testo unico comunitario.

Ma probabilmente le relazioni che ascolteremo dimostreranno l'inconsistenza dei miei dubbi.

Dal "decreto Eurosim" alla "legge Draghi": la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l'hanno ispirata

Gaetano Presti (*)

1 Premessa

Affronto il tema che mi è stato assegnato con qualche imbarazzo essendo questa sessione presieduta da Renzo Costi che, dei provvedimenti di cui devo parlare, è stato uno degli artefici. Disagio aumentato dal timore di sembrare intimidito dalla sua presenza perché nella mia esposizione non riuscirò a nascondere una valutazione decisamente positiva, e una qualche *saudade*, per un lucido e lungimirante tracciato legislativo conclusosi con il Testo Unico, uno dei pochi provvedimenti degli ultimi decenni nella materia commerciale di cui, giustamente, non si è lamentata né la mancanza di un disegno razionale né la sciattezza redazionale.

Ma devo subito correggere l'ultima frase perché non è vero che il Testo Unico concluse un *iter* riformatore. Semmai è vero che il Testo Unico è stato, consapevolmente, un ponte: da un lato, ha terminato (o meglio, ha consolidato) il processo di aggiornamento radicale della disciplina dei servizi di investimento e dei mercati; dall'altro, ha volutamente rappresentato il trampolino da cui ha preso slancio la riforma del diritto societario realizzata poi nel 2003¹.

2 Il decreto Eurosim

Il decreto Eurosim (d.lgs. 415/1996), quello che nel titolo è rappresentato come il punto di partenza, è restato in vigore lo spazio di un mattino (due anni scarsi), ma la sua durata è inversamente proporzionale all'importanza concettuale che ha avuto nell'evoluzione della nostra materia.

Prima ancora del decreto, però, bisogna ricordare la legge sulle SIM del 1991: quella che, citando Giuliano Amato, ha segnato la fine del Far West nel sistema

(*) Professore ordinario di Diritto Commerciale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

¹ Fondamentale, per la ricostruzione analitica del processo di aggiornamento normativo, è il saggio di G. Ferrarini, *La riforma dei mercati finanziari e il Testo Unico*, in G. Ferrarini e P. Marchetti (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, Milano, 1998, p. 25 ss.

finanziario italiano. Questa legge, approvata dopo una lunga gestazione (il progetto venne depositato, come anche quello della ISD, nel 1988), si collocava in un momento di profondo rinnovamento delle regole del diritto dell'economia in Italia: basti ricordare la legge del 1983 sui fondi comuni mobiliari aperti e la sollecitazione del pubblico risparmio, la l. 281/1985 sulla Consob, la legge antitrust del 1990, il d.lgs. 356/1990 che superò il dogma della specializzazione delle banche prevedendo il gruppo polifunzionale; e, subito dopo, il TUB, le leggi su o.p.a. e patti parasociali, sull'insider trading, sulle SICAV, sui fondi pensioni, su quelli chiusi e immobiliari nonché, progressivamente, l'avvio della legislazione sulla tutela dei consumatori.

La legge SIM fu l'antecedente necessario dell'adeguamento alle direttive ISD e CAD allora in gestazione e che furono poi oggetto del decreto Eurosim. In un'ottica ancora, almeno apparentemente, italo-centrica, la legge SIM si basa sulle nozioni di attività di investimento mobiliare e di valori mobiliari (che poi evolveranno in quelle di servizi di investimento e di strumenti finanziari) e: (1) inventa una nuova figura di intermediario (la SIM, antecedente dell'impresa di investimento comunitaria) mandando in pensione gli agenti di cambio; (2) consente alle banche di svolgere direttamente un serie di attività di investimento e indirettamente (tramite una SIM controllata) la negoziazione in Borsa; (3) apporta elementi di novità al funzionamento e alla *governance* della Borsa, ancora ente pubblico che gode di monopolio legale, ma ora con alcune funzioni attribuite al neo istituito Consiglio di Borsa; (4) introduce, sia pur con qualche ambiguità, la ripartizione dei compiti di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob sulla base delle finalità (da un lato stabilità, dall'altro correttezza); (5) istituisce il Fondo nazionale di garanzia.

Insomma, la legge SIM prepara il terreno all'Eurosim e, difatti, quello tra il 1991 e il 1996 è stato definito da Mario Draghi come un periodo di "incubazione verso un sistema più maturo"².

Le due direttive pocanzi citate sono del 1993 (la n. 6 e la n. 22) e la loro attuazione è delegata al Governo dalla legge comunitaria 1994 (l. 52/1996). Dal 6 febbraio, data della legge di delega, al 23 luglio, data del decreto delegato n. 415, passano meno di sei mesi perché l'impianto della legge SIM ha già predisposto il sistema ad accogliere le innovazioni comunitarie, avendole in buona parte anticipate.

Con il decreto Eurosim, grazie al vincolo comunitario che si sposa coerentemente con le esigenze endogene di rinnovamento istituzionale del nostro sistema economico, abbiamo un rafforzamento a tutti i livelli della competitività all'interno del sistema finanziario con la caduta di una serie di posizioni di riserva legale.

In primo luogo vengono meno i vincoli protezionistici con il pieno riconoscimento delle imprese di investimento comunitarie: libertà di prestazione dei servizi e libertà di stabilimento si esprimono nella licenza unica e nel principio dell'*home-country-control* sicché alle imprese di investimento comunitarie è

² M. Draghi, *La riforma dei mercati degli intermediari*, dattiloscritto in IRS, *Osservatorio sul mercato azionario. Da SIM a EuroSIM: nuovi assetti per mercati e intermediari*, Quaderno, n. 14, Milano, 1996.

consentito sulla base della licenza originaria di svolgere attività e di impiantare succursali negli altri Paesi dell'Unione restando basicamente soggette alla vigilanza della propria autorità nazionale.

In secondo luogo, cadono i limiti residui per le banche che vengono ammesse direttamente anche nel *sancta sanctorum* delle negoziazioni in borsa (o meglio, nei mercati regolamentati) coerentemente al modello, ormai vincente, della banca universale.

In terzo luogo, il timido ammodernamento della borsa avviato dalla legge 1/1991 cambia passo e vengono sancite la privatizzazione e la caduta del monopolio, sostanzialmente sostituendosi la vecchia Borsa valori con i nuovi mercati regolamentati (art. 46); la disciplina amministrativa della quotazione viene rimpiazzata con il rapporto contrattuale tra emittente e società di gestione del mercato basato sul regolamento approvato dall'assemblea di quest'ultima. Dall'altro lato, ma comunque coerentemente con la caduta di lacci e laccioli, la regola della concentrazione in borsa delle negoziazioni aventi a oggetto strumenti finanziari quotati, appena introdotta dalla legge SIM, viene allentata.

Infine sono meglio articolate, a tutela dei risparmiatori, le regole sulla separazione patrimoniale e sono introdotti l'obbligo di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e una disciplina della crisi degli intermediari sulla falsariga di quella delle banche.

Altre innovazioni mi sembrano di minore importanza in un'ottica storica: sia la già ricordata sostituzione, più nominale che sostanziale, delle nozioni-base di attività di investimento mobiliare e di valori mobiliari³ con quelle di servizi di investimento e di strumenti finanziari, sia la diversa collocazione normativa di due delle vecchie attività di investimento mobiliare (la consulenza migra, allora, nei servizi accessori e l'offerta fuori sede tra le modalità di prestazione dei servizi di investimento), sia la nuova formulazione della clausola generale cui devono attenersi gli operatori: alla diligenza, correttezza, e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti viene aggiunta la funzionalizzazione anche all'integrità dei mercati che, peraltro, pur avendo indubbiamente una colorazione di interesse generale per la migliore allocazione delle risorse finanziarie, è certamente anche una preconditione per il perseguimento degli interessi della clientela.

Vengono sostanzialmente confermate (in buona parte anche letteralmente; talvolta con migliore rifinitura) le regole sulla tutela dei risparmiatori e sulla distinzione della vigilanza per finalità.

3 Ma con il d.lgs. 164/2007, da un lato, la prima definizione diviene "servizi e attività di investimento" e, dall'altro, la nozione di valori mobiliari viene recuperata non più come genere, ma come sottogenere all'interno del genere strumenti finanziari.

3 La delega per il Testo Unico

La delega al Governo contenuta nella legge comunitaria 1994, tuttavia, non era limitata all'attuazione delle direttive ISD e CAD (come disse Draghi, superava opportunamente i "limiti alla mera trasposizione dei precetti comunitari"⁴), ma riguardava altresì l'emanazione entro due anni di un testo unico delle disposizioni attuative della delega coordinandovi le norme vigenti nelle medesime materie e apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento (art. 8 l. 52/1996): rispondeva, cioè, "alle nuove esigenze scaturenti dalla rimozione dei limiti legislativi alla piena esplicazione della concorrenza e alla libera circolazione dei servizi finanziari"⁵. A questa ulteriore delega generale (che valeva per l'insieme delle direttive oggetto di quella legge comunitaria) venivano poi aggiunte, per quanto ci interessa, due precisazioni tutt'altro che marginali nei commi 3 e 4 dell'art. 21, dedicati rispettivamente alle materie delle sanzioni amministrative e penali e della disciplina dei soggetti emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati: in questi due casi delegando al Governo poteri non solo di coordinamento delle disposizioni esistenti, ma anche di innovazione normativa.

In ambedue i commi, infatti, la delega "innovativa" era preceduta dalla formula "in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi" e da tale enunciato si è desunto che il Testo Unico nella sua parte di coordinamento poteva riguardare ogni aspetto dell'intermediazione e dei mercati finanziari e mobiliari, anche ulteriore rispetto all'attuazione di ISD e CAD. In particolare, poi, sempre sul versante "innovativo", per la parte relativa agli emittenti si stabiliva che in tale occasione "potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza". L'intervento sulla disciplina societaria, quindi, seppur limitato agli emittenti strumenti finanziari quotati, non era circoscritto ai soli profili espressamente citati (introdotti dalla formula "con particolare riferimento" e, quindi, solo esemplificativi), ma poteva estendersi a ogni aspetto riguardante la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza⁶.

Veniva così aperta la strada a un testo unico che, al di là del contenuto delle due citate direttive, poteva intervenire sulla disciplina generale di intermediari, mercati ed emittenti, la nota tripartizione della legge Draghi che, dunque, già era ben chiara nella delega.

E per comprendere l'ampiezza della delega così interpretata è sufficiente rammentare che nel Testo Unico:

4 M. Draghi, *La riforma*, cit., p. 8 ss.

5 M. Draghi, *Ibidem*.

6 Su questa interpretazione della legge delega, v. Consob, *Lavori preparatori per il testo unico della finanza. Diritto societario*, Quaderni di finanza n. 29, Roma, 1998, p. 9 ss.

- intermediari non sono solo quelli abilitati alla prestazione dei servizi di investimento ma anche una nuova figura di *asset manager*, la società di gestione del risparmio, che riduce *ad unum* le varie figure previste nelle tante leggi del quindicennio precedente sulla gestione collettiva del risparmio e che, in più, viene abilitata anche al servizio consistente nella gestione di portafoglio di investimento su base individuale e assoggettata all'osservanza di principi e a una vigilanza unitari e analoghi a quelli vevoli per le SIM;
- mercati non sono solo quelli regolamentati perché nel TUF c'è anche la disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari (con la caduta di un altro monopolio e che a breve verrà integrata dal decreto 231/1998 di introduzione dell'euro) nonché un primo embrione della regolazione dei sistemi di scambi organizzati (art. 78), degli scambi di fondi interbancari (art. 79) e delle infrastrutture di mercato (compensazione, liquidazione e garanzia);
- emittenti non sono solo quelli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati in quanto le regole sull'appello al pubblico risparmio (capo I del titolo II della parte IV) prescindono dalla quotazione e una parte della disciplina dell'informazione (capo I del titolo III della stessa parte) si applica anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico.

Tornando allo sviluppo dell'ordinamento, dunque, se la legge Sim rappresentava lo *step one*, quello della preparazione, e il decreto Eurosim lo *step two*, quello dell'attuazione, allora il testo Unico è lo *step three*, quello del riordino complessivo in cui le parole d'ordine del rafforzamento della tutela degli investitori, compresi gli azionisti di minoranza, e dell'integrità dei mercati vengono estesi all'intero settore finanziario mobiliare. Ricordo che questo sviluppo della normativa accompagna e agevola l'avvio della stagione delle privatizzazioni, il "cambiamento di sangue" della borsa che, pur non aumentando di consistenza in modo rilevante, vede un cospicuo *turnover* di soggetti quotati⁷, la nascita di Borsa Italiana s.p.a., il percorso verso la moneta unica europea.

E, se mi è consentita un'osservazione di carattere socio-psicologico, pur conscio di catalogarmi come un *laudator temporis acti*, direi che il disegno (e anche i suoi contenuti: si pensi solo alla disciplina dell'o.p.a. nella versione originaria del TUF) rifletteva un clima culturale nonostante tutto ottimistico, pervaso di fiducia nel futuro, convinto delle virtù di un approccio dinamico schumpeteriano. La sensazione comune era quella della definitiva chiusura di esperienze percepite come negative (a livello globale il crollo del sistema sovietico cui in Italia fa seguito la caduta della prima Repubblica fondata politicamente sull'equilibrio tra i blocchi e, per tale ragione, connotata da fobia all'innovazione), del prossimo avvento di una prospettiva sempre più europea (si pensava che l'integrazione monetaria sarebbe stata il motore di quella politica), dell'affermarsi sempre più vivace di innovazioni tecnologiche rivoluzionarie che, allora, parevano rendere ogni attività più veloce, più sicura, più forte.

⁷ Cfr. G. Nardozi e G. Piluso, *Il sistema finanziario e la borsa*, Bari, 2010, p. 101.

4 L'estensione del Testo Unico

Torniamo al tema tecnico.

Come è evocato nel titolo dato alla mia relazione, che menziona il mercato mobiliare, il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in sintesi il TUF, usa l'aggettivo in una versione ristretta del termine, sostanzialmente coincidente con mobiliare. Ne vengono esclusi, quindi, sia l'intermediazione bancaria sia quella assicurativa e, in effetti, all'una era già stato dedicato nel 1993 un apposito Testo Unico erede della legge bancaria d'anteguerra, e per l'altra verrà predisposto il codice delle assicurazioni private nel 2005.

La scelta è comprensibile date le diversità strutturali fra le tre aree in cui si articola la finanza, ma non scevra di problemi. Non tanto di ordine terminologico, benché possa apparire singolare che tecnicamente l'espressione intermediari finanziari non sia quella impiegata per definire il genere di tutti gli intermediari regolati nel TUF (che, invece, sono i soggetti abilitati) ma quella utilizzata per definire una specie particolare di soggetti regolati nel TUB (titolo V), che a loro volta rientrano tra i soggetti abilitati ai sensi del TUF. Quanto perché le banche svolgono attività di intermediazione mobiliare (e, anzi, nel tempo, ne sono divenute la parte largamente predominante sia in via diretta sia con il controllo di SGR, unici soggetti legittimati alla gestione collettiva del risparmio); perché banche e assicurazioni sono i maggiori emittenti di prodotti finanziari e la linea di confine fra ciò che è soggetto al TUF e ciò che non lo è, in altri termini la prevalenza tra la componente bancaria o assicurativa e quella di investimento del risparmio, è sempre stata problematica, in misura progressivamente crescente; perché, almeno nel nostro sistema, banche e assicurazioni sono le attrici protagoniste dei mercati regolamentati (e dei sistemi di scambi organizzati).

Le difficoltà appena viste si riflettono immediatamente nel settore sensibile della vigilanza perché se essa è articolata per finalità inevitabilmente comporta la soggezione di banche e assicurazioni a una doppia vigilanza con tutti i problemi operativi e di coordinamento che ne possono derivare: per le imprese soggette a una, talvolta onerosa, doppia vigilanza e per le Autorità che devono trovare efficienti forme di collaborazione sul filo di una distinzione che non sempre è di traduzione pratica univoca. E se si opta per deroghe settoriali ove valga il diverso principio della ripartizione per soggetti (o per canale distributivo), il problema diviene quello della possibile inopportuna creazione in fatto di zone franche non sufficientemente presidiate.

Sono problemi che il Testo Unico si porta dietro dalla sua nascita e che nel tempo l'evoluzione del mondo finanziario latamente inteso non ha certamente ridotto; basti pensare alle note vicende delle crisi bancarie e a quelli che oggi si chiamano prodotti di investimento assicurativo. E, in altra ottica, ai poteri di regolazione e di vigilanza che oggi spettano all'ESMA.

5 Segue: la disciplina degli emittenti

Sempre in tema di perimetro del Testo Unico, ci si può chiedere come mai già nel 1996 con la legge delega si sia sentito il bisogno di unificare nello stesso testo di legge la disciplina degli intermediari e dei mercati con quella degli emittenti inserendo nello stesso contenitore quelle che la tradizione distingue come regole di mercato e regole societarie.

Al di là del fatto che forse la domanda stessa è semplicistica e mal posta poiché la miscela del TUF è ancor più complessa coinvolgendo pure norme di schietto diritto contrattuale e di diritto amministrativo nonché in misura sempre crescente di diritto internazionale privato, la risposta può essere triplice.

In primo luogo, la distinzione fra norme di mercato e norme societarie è molto laboriosa e forse, per essere sinceri, interessa solo i giuristi. Buona parte delle norme sull'organizzazione societaria si riflette sul funzionamento del mercato mobiliare e viceversa e indugiare troppo sulla loro natura corre il rischio di evocare la figura di Don Ferrante.

In secondo luogo, è indubbio che, alla metà degli anni '90, erano in atto, soprattutto in Italia, che partiva da una posizione più arretrata – e comunque diversa – rispetto ad altri Paesi, diverse tendenze: l'affievolimento della preponderanza dell'intermediazione creditizia classica nel finanziamento delle imprese, il venir meno del carattere pubblico e della specializzazione degli enti creditizi, la crescente importanza del mercato mobiliare anche per l'afflusso degli ex enti pubblici economici, la crescente concorrenza tra diverse piazze finanziarie mondiali dovuta all'armonizzazione europea e alla maggiore velocità dei capitali. Tutto questo comportava la necessità di abbinare alla classica tutela soprattutto pubblicistica del risparmio bancario una nuova forma di tutela, soprattutto privatistica, dell'investimento mobiliare e, quindi, di rivisitare il diritto societario degli emittenti per riequilibrare il *balance* tra soci di comando e soci di minoranza; in altri termini, di rendere più allettante e meno aleatorio l'investimento in strumenti finanziari sul mercato mobiliare e competere, anche dal punto di vista normativo, con i mercati e gli emittenti stranieri.

La deficitaria situazione di partenza che, anche al netto di tutte le riserve che potevano formularsi sulle metodologie seguite nelle indagini giusquantitative allora in voga, collocava l'Italia agli ultimi posti nelle classifiche di tutela dei soci di minoranza rendeva impellente una riforma che, se ancora non poteva giocarsi sul terreno generale del diritto societario, tuttavia poteva anticiparne i profili di maggiore urgenza. Come chiari il solito Draghi, il TUF ha rappresentato "un tentativo di disegnare un rapporto equilibrato tra l'interesse di chi partecipa al capitale dell'impresa in veste di azionista di minoranza e coloro che hanno la responsabilità della gestione... di individuare un sistema di *checks and balances* nel quale tutti i soggetti che operano e interagiscono nell'ambito dell'impresa abbiano la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri interessi, assicurando al contempo che il controllo sia allocato con efficienza, ossia agli imprenditori più adatti, e con il

maggior grado possibile di separazione fra governo delle imprese e titolarità dei mezzi finanziari in esse investiti⁸.

Ed è proprio qui che si coglie l'ulteriore valenza del TUF, inteso come trampolino di lancio della riforma societaria. Agli artefici del Testo Unico era ben chiaro che la delega aveva dei limiti perché certi profili potevano esser affrontati solo in una prospettiva più ampia. Basta ricordare gli accenni che allora fecero Draghi in relazione ai meccanismi di funzionamento dell'organo amministrativo⁹ oppure la Consob in relazione alla disciplina organica dei gruppi¹⁰ (che pure erano espressamente citati nella delega, ma per i quali saggiamente sembrava inopportuno intervenire settorialmente sulle sole quotate se non per i profili relativi all'informazione e ai controlli interni ed esterni). A nessuno poi sfuggiva che, comunque, il rafforzamento della tutela dei soci di minoranza nelle quotate avrebbe avuto l'effetto di aumentare lo scoglio normativo tra non quotate e quotate ottenendo così l'inopinato effetto di scoraggiare, anziché incentivare, le nuove quotazioni. Se ne trovano tracce sia nella norma del TUF relativa agli obblighi informativi degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ancorché non quotati¹¹; sia negli studi Consob che già allora anticipavano quella che sarà poi nel 2003 la distinzione tra s.p.a. chiuse e s.p.a. aperte¹², queste ultime distinte in quotate e ad azionariato diffuso con l'ipotesi (poi malamente realizzata nella riforma del 2003) di una disciplina tale da spingere gentilmente queste ultime verso la quotazione.

Non so dire se fin dall'inizio la delega per la disciplina delle società emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati fu pensata come testa d'ariete per procedere poi all'attacco del vecchio sistema societario oppure se la commissione incaricata di redigere il Testo Unico si rese conto solo in corso di lavori che la sistemazione dell'attico avrebbe dovuto essere completata con il ridisegno della struttura dell'intera abitazione¹³. Se anche questa seconda fosse la risposta giusta, certo è che – riprendendo un'espressione abusata e spesso fastidiosa, ma per una volta appropriata – i redattori del TUF hanno trasformato un problema in un'opportunità, meglio ancora in una necessità: quella di ammodernare finalmente un diritto societario fermo al codice civile del 1942, salve le rapsodiche e disorganiche modificazioni di fonte comunitaria.

8 M. Draghi, Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 del Prof. Mario Draghi davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 779.

9 M. Draghi, *Audizione del Direttore generale del Tesoro (21 gennaio 1998)*, in *Riv. soc.*, 1998, 206.

10 Consob, *Lavori preparatori*, cit., p. 39 ss. particolarmente a p. 43 s.; cfr. anche M. Draghi, *Audizione del Direttore generale del Tesoro (21 gennaio 1998)*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 217.

11 Il riferimento è all'art. 116 della versione originaria del TUF.

12 Consob, *Lavori preparatori*, cit., p. 17.

13 Peraltro, nella citata audizione parlamentare del 10 dicembre 1997 (cfr. nota 8), Draghi indicava tra gli obiettivi primari perseguiti nella bozza del TUF predisposta dalla Commissione da lui presieduta proprio quello di "costituire il presupposto per una complessiva rivisitazione del diritto societario".

6 I principi ispiratori

Il connotato fondamentale del TUF è, come appena detto, la regolazione unitaria e coordinata dei tre aspetti fondamentali: gli emittenti, cioè chi cerca dai soggetti economici in *surplus* (tipicamente i risparmiatori) risorse economiche da impiegare nell'attività imprenditoriale; gli intermediari, vale a dire chi presta un servizio per l'allocazione delle risorse delle unità in *surplus* indirizzandone o quanto meno eseguendone gli investimenti (sia sotto forma di servizi di investimento personalizzati sia sotto forma di gestione collettiva del risparmio); i mercati, cioè le sedi ove non solo si incrociano domanda e offerta di finanza ma nelle quali gli investitori hanno anche la possibilità di chiudere anticipatamente l'investimento cedendone ad altri soggetti la titolarità.

Dal punto di vista metodologico, il TUF si caratterizza per tre elementi.

Il primo è l'espressa previsione che il Ministero (allora del tesoro, oggi dell'economia), la Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni comunitarie (art. 2): è una formula meno perentoria di quella che si trova nell'art. 1, comma 4 della l. 287/1990 ("l'interpretazione delle norme contenute nel presente titolo è effettuata in base ai principi dell'ordinamento delle Comunità europee in materia di disciplina delle concorrenza"), ma che comunque indica chiaramente che fin dall'origine il TUF appartiene al sistema comunitario.

Il secondo è il già ricordato principio di collaborazione tra le varie Autorità preposte alla vigilanza (art. 4) non solo a livello nazionale.

Il terzo è la semplificazione, vale a dire la drastica delegificazione che con il TUF si è attuata. Da un lato, si è virtuosamente ridotto il numero delle leggi in materia (con il TUF sono scomparsi 34 provvedimenti normativi, talvolta fra loro scoordinati); dall'altro, si è ridotta l'estensione della legge come fonte di regolazione. In effetti con il TUF abbiamo avuto una robusta delegificazione, ma non una deregolamentazione: molti dei profili prima stabiliti per legge sono stati delegati alla normativa secondaria, soprattutto al potere regolamentare della Consob. All'epoca si calcolò che il TUF prevedeva 199 provvedimenti secondari attuativi. E non mancarono critiche anche vivaci a questo arretramento della fonte primaria, in cui si vedeva il pericolo di una burocratizzazione e della delega all'amministrazione, priva di legittimazione democratica, delle scelte di politica legislativa.

Non credo che la critica fosse centrata. All'epoca era ben chiaro il confine che correva tra scelte politico-valoriali riservate alla legge e loro attuazione tecnica delegata (prevalentemente) alla Consob con il vantaggio di poter essere più facilmente (più velocemente e con maggiore competenza) adeguata alle mutevoli situazioni di mercato.

Proceduralmente la Consob scelse di concentrare le proprie disposizioni in tre regolamenti che ricalcavano le tre macro aree del TUF (intermediari, mercati ed emittenti) e che videro la luce rispettivamente nel luglio 1998, dicembre 1998 e maggio 1999 preceduti da un'intensa (e allora nuova) attività di pubblica

consultazione. Di fatto, la complessiva disciplina della materia divenne più chiara e semplice da gestire, sia per la scrittura secca e ordinata, sia per la corretta ripartizione dei ruoli tra politica e amministrazione, sia per la ripartizione delle disposizioni regolamentari in tre mini testi unici, sia per l'obbligo della pubblicazione annuale del "compendio unico" anche in forma elettronica (art. 3, comma 4).

Oggi la situazione è cambiata: il Testo Unico non è più unico (basti pensare ai regolamenti europei che regolano direttamente parte della materia del TUF), la tecnica redazionale si è adeguata al modesto *standard* generale, i regolamenti si sono moltiplicati, il legislatore talvolta ha delegato scelte di politica del diritto alla Consob (si pensi alla farisaica norma sulle operazioni con parti correlate – l'art. 2391-*bis* c.c. – che di fatto ha passato la "patata bollente" alla Commissione). Oltre al metodo di *notice and comments*, resta però come lascito di quella stagione iniziale una prassi per cui sul sito Consob è agevolmente ricostruibile la disciplina primaria e secondaria applicabile in ogni data per la quale si voglia svolgere la ricerca. Un risultato non così modesto come potrebbe apparire in un'epoca in cui spesso è problematica, prima ancora dell'interpretazione, la stessa selezione delle regole rilevanti.

Passando al merito, le parole d'ordine del TUF erano aumento della concorrenza, valorizzazione dell'autonomia privata, rafforzamento della tutela del risparmio.

Il *favor* per la concorrenza, per un mercato aperto anche oltre i confini nazionali, era chiaramente visibile sia nella già ricordata caduta di alcuni vetusti monopoli sia nelle specifiche discipline. A quest'ultimo riguardo mi pare sufficiente accennare alle regole allora stabilite per l'o.p.a., alla mancanza di protezionismo, alla *passivity rule*, alla regola di neutralizzazione dei patti parasociali (che sarà poi il modello della, purtroppo opzionale, *break-through rule* comunitaria).

Alla spinta verso un maggior tasso di concorrenzialità corrispondeva una valorizzazione dell'autonomia privata che, da un lato, trovava il suo aspetto più eclatante nella autoregolazione, sia pur doverosamente sorvegliata, dei mercati regolamentati; dall'altro, sul versante degli emittenti, dava il là alla stagione dell'autodisciplina. Credo possa convenirsi che, senza l'*humus* del Testo Unico, neppure sarebbe stato pensabile il Codice di Autodisciplina delle società quotate, la cui prima edizione (il c.d. Codice Preda) risale appunto all'ottobre 1999. Al di là del fatto che le prime esperienze applicative non furono tutte virtuose (facile è ricordare la piena adesione al Codice Preda di Parmalat), certo è che il Codice ha avuto un'importante funzione propulsiva del nostro diritto societario e che, soprattutto da quando gli amministratori devono redigere la relazione sul governo societario (art. 123-*bis* TUF), ha contribuito ad aumentare la tutela degli investitori.

La tutela degli investitori, infine, veniva affermata nei diversi settori ove si pongono problemi di *agency*: i clienti nei confronti degli intermediari (aspetto su cui poi interverrà, anche con alcuni eccessi iperprotettivi, la giurisprudenza di merito), gli investitori nei confronti degli emittenti, gli azionisti di minoranza nei confronti di chi (azionisti di maggioranza e/o *management*) esercita il controllo sulla società. In questo settore appaiono nel TUF istituti originali che dimostrano come i suoi redattori

non si siano limitati all'esame delle esperienze estere per importarle in Italia (p.e. l'azione di responsabilità esercitabile da una minoranza qualificata oppure la sollecitazione delle deleghe): penso, in particolare, al c.d. sindaco di minoranza cui spetta la presidenza del collegio. Istituto che forse non è stato sufficiente per rivitalizzare l'organo sindacale, ma da cui poi è germinata la figura degli amministratori di minoranza, studiata con attenzione dagli stranieri come alternativa agli amministratori indipendenti (dei quali è ben nota la definizione che ne dava Guido Rossi).

Infine, ma non ripeterò quello che ho già detto, l'ultima parola d'ordine del TUF era la necessità della riforma societaria; anzi, per riprendere, ancora una volta, le parole di Mario Draghi, della riforma del diritto dell'impresa in generale *"che si estenda anche a temi quali la nozione stessa di imprenditore e alle regole che presiedono la nascita, la crescita, la crisi e la cessazione dell'impresa"*¹⁴; tema a mio parere ancor oggi attuale.

7 Conclusioni

Non tocca a me formulare conclusioni, soprattutto all'inizio di una giornata che è scandita in ricognizione del passato, analisi del presente e discussione sulle prospettive. Posso solo ribadire il valore storico del TUF, come esempio di legislazione avveduta, lungimirante e consapevole. In un dato momento storico il TUF, e gli altri provvedimenti che, come ho ricordato, ne sono stati i progenitori, ha accompagnato lo sviluppo del sistema Italia. Successivamente, quando il contesto generale è drasticamente peggiorato, ha probabilmente aiutato a limitare i danni. Oggi ci si può chiedere se un Testo Unico, quel Testo Unico con quella impostazione, dopo una settantina di provvedimenti di modifica, ha ancora un senso. Ho ricordato prima come ormai importanti segmenti della materia siano oggi regolati primariamente da regolamenti europei e potrei aggiungere che il TUF, attualmente per buona parte costituito da definizioni, acronimi e norme di diritto internazionale privato, è schiacciato tra l'incudine delle svariate fonti europee e il martello della normativa secondaria di attuazione.

In altra prospettiva, forse non regge più la grande tripartizione alla base del TUF.

Per un verso, è indubbio che il TUF, se è stato decisivo per attrarre gli investitori stranieri, non è stato sufficiente per ampliare l'asfittico mercato mobiliare italiano (leggo che la capitalizzazione del mercato azionario era pari al 42% del PIL nel 1998 e al 41% a inizio 2018) tant'è che se la montagna non viene a Maometto, allora è Maometto che va alla montagna: in altri termini se le PMI non crescono, cambiano veste giuridica e si quotano allora si consente alle PMI, proprio in quanto PMI e con la conservazione della loro veste giuridica tipicamente di s.r.l., di accedere al pubblico risparmio tramite il *crowdfunding*.

14 M. Draghi, *Audizione del Direttore generale del Tesoro (29 luglio 1998)*, in Riv. soc., 1998, p. 1395.

Per altro verso, anche la sempre maggiore integrazione tra intermediari (soprattutto banche) e mercati mette in crisi la sistematica del TUF: basti pensare che i sistemi organizzati di negoziazione sono annoverati tra i servizi di investimento.

La conclusione, necessariamente interlocutoria, è allora una domanda: *Que reste-t-il de notre TUF?* Anzi, visto che i mutamenti degli ultimi vent'anni hanno toccato pure la domanda di Charles Trenet¹⁵: Kerestetil?

15 I. Bignardi, *Kerestetil*, Milano, 2017.

Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo

Guido Ferrarini (*)

1 Introduzione

Questa relazione offre un quadro, seppure parziale dati i limiti di tempo concessi, delle trasformazioni del TUF dopo la sua adozione nel 1998 e risponde a tre domande: a) come è cambiato il TUF nei 20 anni dalla sua emanazione? b) quali fattori hanno determinato le varie riforme del TUF? c) che previsioni possono formularsi sul futuro del TUF?

I temi della relazione si collocano soprattutto nei campi del governo societario, dei mercati finanziari e delle o.p.a. In tali materie, infatti, l'autore ha svolto una buona parte della propria attività di ricerca e professionale negli ultimi 20 anni. In vari punti sarà fatto perciò rinvio a precedenti lavori. Nelle medesime materie l'Italia ha portato avanti politiche che non costituiscono il mero riflesso di indirizzi UE, ma sono espressione di *path dependency* pur risultando innovative.

Nell'insieme, il TUF e le sue trasformazioni nel ventennio trascorso oscillano tra i due poli della liberalizzazione – dei mercati, dei servizi e delle strutture di governo societario – e della tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati. L'enfasi sull'uno o l'altro polo spesso dipendono da circostanze contingenti e risultano influenzate, a seconda dei casi, dagli andamenti dell'economia. Anche gli scandali finanziari d'inizio secolo e la grande crisi del 2008 hanno giocato un ruolo importante nel rafforzamento dei controlli e nella moltiplicazione delle regole rispetto al testo originario del TUF. Inoltre, le trasformazioni del TUF risultano determinate dal diritto europeo, nella misura in cui sono cresciute le materie oggetto di intervento UE e sono diminuite le discrezionalità nazionali. Infatti, le direttive sono ormai di massima armonizzazione e sono gradualmente soppiantate dai regolamenti.

2 Perché un Testo Unico della Finanza?

2.1 Il disegno originario

Il TUF è nato dalla necessità di coordinare le norme di recepimento della direttiva sui servizi di investimento (ISD) con le altre disposizioni in materia di mercati finanziari e tutela degli investitori. La ISD rappresentava un tentativo di modernizzazione del diritto dei mercati finanziari, oltre che di armonizzazione

(*) Professore emerito di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Genova.

(minima) di tale diritto a livello europeo. Essa rifletteva l'esperienza britannica di liberalizzazione dei mercati finanziari (cd. big bang) ed era – dal punto di vista britannico – funzionale all'espansione dei servizi finanziari della City nel resto d'Europa.

La Direttiva lasciava comunque aperti spazi di reazione da parte degli altri Stati membri, ad es. consentendo la concentrazione delle operazioni di borsa. Di questa possibilità si era avvalso il nostro ordinamento quando implementò la Direttiva nel 1996, al fine di proteggere i nostri mercati di borsa – che erano stati riorganizzati in quegli anni con il passaggio al sistema telematico di negoziazione – ed anche per contrastare la concorrenza che proveniva dalla City di Londra pure nella negoziazione dei titoli delle nostre società quotate¹.

Peraltro, nel TUF furono incluse, fin dalle origini, disposizioni di diritto societario relative alle società quotate, nella convinzione che la modernizzazione del diritto dei mercati dovesse includere la *corporate governance*. Tali disposizioni non erano di derivazione comunitaria, pur risentendo delle esperienze internazionali. Esse erano focalizzate sul collegio sindacale, equivalente italiano del *audit committee*, che già risultava disciplinato dalle *best practices* inglesi ed americane. La delega per il TUF, infatti, non contemplava una riforma dei consigli di amministrazione, che sarebbe poi intervenuta dapprima con il Codice di autodisciplina della Borsa (Codice Preda) e successivamente con la riforma del diritto societario del 2003.

Anche la materia delle o.p.a. venne coperta dal TUF, sia per gli aspetti societari che per quelli di mercato. I *takeover* infatti si collocano a metà strada tra il diritto azionario e quello dei mercati finanziari. Inoltre, la direttiva comunitaria sulle o.p.a. era in via di gestazione e sembrava prossima all'adozione, che invece avvenne sei anni dopo. Il TUF trasse dalla proposta di direttiva, tra l'altro, l'istituto dell'o.p.a. obbligatoria, che la proposta di direttiva prevedeva secondo il modello inglese del City Code e che molto veniva apprezzato dagli investitori internazionali come strumento di tutela delle minoranze².

2.2 Il TUF come strumento di politica economica

Il TUF rifletteva la volontà di contribuire allo sviluppo del nostro mercato dei capitali riequilibrandone il peso rispetto al sistema bancario e accrescendone la competitività nel contesto europeo e internazionale. Esso si presentava perciò come uno strumento di politica economica diretto, anzitutto, a diminuire la dipendenza delle nostre imprese dal sistema bancario riequilibrando il rapporto tra sistema bancario e mercato dei capitali in favore di quest'ultimo. Questo tema era già stato

1 Cfr. i contributi di M. Pagano, S. Schaefer, A. Röell e M. Onado nel libro da me curato, *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer, 1998, p. 177 ss. che descrivono il quadro competitivo dei mercati finanziari in Europa a cavallo di quegli anni.

2 Vedine la ben nota teorizzazione di L. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in 109 *Quarterly Journal of Economics*, 1994, p. 957 ss., secondo il quale l'o.p.a. obbligatoria disincentiva i trasferimenti inefficienti del controllo, cioè quei trasferimenti che trasferiscono all'acquirente consistenti benefici privati del controllo, pur ostacolando certi trasferimenti efficienti, che invece andrebbero favoriti.

affrontato a più riprese prima del TUF, dato il carattere asfittico del nostro mercato di borsa perlomeno fin dagli anni '30 e considerata la necessità di rivitalizzarlo per contribuire ad una migliore distribuzione dei rischi e delle fonti di finanziamento delle imprese.

Le riforme poste in essere a partire dalla legge 216 del 1974 istitutiva della Consob si palesavano infatti come ancora inadeguate a consentire uno sviluppo effettivo del nostro mercato dei capitali. Di un tale mercato, inoltre, si sentiva negli anni '90 una rinnovata esigenza per il sostegno della politica di privatizzazioni che il nostro governo andava realizzando e che aveva bisogno del sostegno di un mercato dei capitali efficiente, nel quale poter prima collocare e poi negoziare i titoli delle società privatizzate. Analoga esigenza veniva naturalmente avvertita con riguardo al nostro debito pubblico, la cui misura era in allora già considerevole e richiedeva una attenta gestione da parte del governo con il supporto di adeguate strutture di mercato primario e secondario.

Oltre a questi obiettivi interni, il disegno di politica economica sottostante al TUF faceva propri quelli delle riforme comunitarie. Le fondamenta del diritto europeo dei mercati finanziari furono poste negli anni '60 (Rapporto Segré), ma trovarono nuova linfa nel Libro bianco della Commissione sul Mercato interno (1985) che stabiliva un programma di misure per conseguire un mercato unico entro il 1992³. La Commissione intendeva accelerare il processo di armonizzazione con gli strumenti del mutuo riconoscimento, della armonizzazione minima e del controllo da parte del paese d'origine. Gli Stati membri potevano comunque imporre requisiti obbligatori nell'interesse generale, come le norme di protezione dei consumatori, purché non duplicassero i requisiti posti dallo Stato di origine. L'armonizzazione minima consentiva per giunta un certo livello di concorrenza regolatoria, nella misura in cui gli Stati di origine potevano imporre requisiti aggiuntivi.

In un tale contesto, furono adottate le direttive comunitarie che trovarono poi attuazione nel testo originario del TUF: la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo (UCITS I) nel 1985; la Direttiva sull'informazione da pubblicare per l'acquisto di partecipazioni importanti (1988); la Direttiva sul prospetto (1989); la Direttiva sui servizi di investimento (ISD) nel 1993.

2.3 Le basi ideologiche e culturali del TUF

Il TUF si collocava in un modello di capitalismo di mercato nel quale la finanza era al servizio dell'industria per sostenerne lo sviluppo. Non erano ancora emersi in modo evidente i segni di quel capitalismo finanziario che, in altri paesi, avrebbe portato entro dieci anni alla grande crisi finanziaria.

Il TUF si collocava inoltre in una fase temporale di crescita economica ininterrotta e di sviluppo finanziario conseguente ai processi di liberalizzazione dei mercati e dei servizi finanziari degli anni 70 e 80. Esso rappresentava un tentativo di

3 Cfr. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3a ed., Oxford, 2014, p. 1 ss.

adeguamento del nostro sistema giuridico alle mutate condizioni della finanza ed era accompagnato da un relativo ottimismo circa gli effetti positivi dello sviluppo finanziario sulla crescita economica. Non si percepivano ancora gli eccessi in materia di derivati, remunerazioni dei manager e assunzione di rischi da parte degli intermediari, che sarebbero emersi nella grande crisi del 2008.

In buona sostanza, il TUF rifletteva l'ideologia liberal-democratica prevalente nel mondo occidentale all'epoca della sua emanazione, che era ben rappresentata dall'allora Ministro Ciampi e dal DG del Tesoro Mario Draghi, i quali vedevano nella libertà degli operatori e dei mercati in un contesto di regole e di vigilanza pubblica le condizioni per una crescita ordinata del paese. Nel caso italiano in particolare i mercati finanziari dovevano contribuire al finanziamento efficiente del nostro (ingente) debito pubblico ed essere di ausilio alla politica delle privatizzazioni. La regolazione doveva disciplinare i mercati e la loro organizzazione in modo da consentirne lo sviluppo nel contesto europeo ed internazionale, assicurando una adeguata tutela degli investitori.

La figura di Mario Draghi alla presidenza della Commissione inter-istituzionale che nel 1997 provvide alla redazione del TUF presso il Ministero del Tesoro (con l'ausilio di un comitato di giuristi ed economisti) testimonia – per l'alta specializzazione accademica, l'elevata professionalità e l'esperienza di governo dell'economia – il carattere innovativo e interdisciplinare del progetto, insieme con il suo forte respiro europeo e internazionale.

In effetti, nei lavori preparatori del TUF non mancarono i riferimenti, più o meno espliciti, alla teoria della *law and finance*, ai sensi della quale lo sviluppo dei mercati dei capitali dipende dalla qualità del diritto e dal livello di protezione degli investitori⁴. Questa teoria vede nei sistemi di common law le regole più idonee a consentire lo sviluppo della finanza di mercato, trovando una forte correlazione tra alcune di queste regole e il livello di sviluppo finanziario nei diversi paesi. Naturalmente un tale indirizzo non è andato esente da critiche e vari autori, soprattutto tra i giuristi, hanno contestato l'esistenza di un rapporto di causalità nella direzione indicata dagli autori sopra citati. Secondo alcuni, sarebbero i mercati finanziari più sviluppati e le loro *constituencies* a richiedere una regolazione appropriata al loro modello più evoluto⁵.

Peraltro, a distanza di alcuni anni, l'enfasi sulle riforme legislative genera qualche scetticismo, alla luce dei risultati non sempre soddisfacenti che esse hanno avuto in termini di maggiore tutela degli investitori e conseguentemente di sviluppo dei mercati nei paesi che mancano di meccanismi adeguati di *enforcement* pubblico o privato⁶. Queste critiche trovano oggi un supporto empirico in alcuni studi che

4 Cfr. R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Schleifer e R. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, 52, 1997, p. 1131 ss.; Eid., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 106, 1998, p. 1113 ss.

5 Cfr. J. Coffee, *Future As History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, in *Northwestern Law Review*, 93, 1998-1999, p. 641 ss.

6 Cfr. il mio *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy*, in K. Hopt, E. Wymeersch, H. Kanda e H. Baum (a cura di), *Corporate Governance in Context*, Oxford, 2005, p. 31, con riferimento all'impatto pratico del TUF nell'epoca immediatamente successiva alla sua adozione; nonché G. Ferrarini e P. Giudici, *Financial Scandals and*

cercano di dimostrare la correlazione/causalità tra intensità dell'*enforcement* pubblico e privato e sviluppo dei mercati finanziari⁷.

Sempre nei lavori preparatori del TUF non sono mancati i riferimenti al movimento della *Corporate governance*, che risale agli anni '70 e aveva trovato le sue origini negli Stati Uniti per poi espandersi nel Regno Unito e successivamente negli altri Stati europei⁸. Sul piano internazionale, tale movimento venne recepito dai Principi OCSE (prima edizione 1999), ma già nel 1979 in occasione della crisi finanziaria asiatica il FMI e la Banca mondiale richiedevano una riforma della *Corporate governance* come condizione per l'assistenza agli Stati in crisi. Il movimento in questione mirava a rafforzare i controlli sulla gestione delle imprese per ridurre i costi di agenzia dei manager⁹. Il compito spettava soprattutto ai consigli di amministrazione che erano stati a lungo dormienti ed avevano mancato al proprio ruolo di monitoraggio¹⁰. In Italia, come si è detto, l'enfasi era in allora posta principalmente sul collegio sindacale. I consigli di amministrazione stavano sullo sfondo e venivano implicitamente lasciati all'autodisciplina e alle *best practices*.

Dagli estensori del TUF veniva altresì prestata implicita adesione alla teoria della contendibilità del controllo, che era maturata negli studi americani di finanza negli anni '70 e '80 e vedeva nelle o.p.a. uno strumento per realizzare il ricambio manageriale nelle società con gestione poco efficiente o negativa. Diverse disposizioni del TUF originario risultavano fondate su questo assunto. Un articolo di M. Pagano, F. Panunzi e L. Zingales diede supporto teorico all'impostazione del TUF¹¹.

Non mancarono le discussioni pubbliche dei principali temi sul tappeto. Nell'estate del 1997, una vivace polemica giornalistica fu avviata da E. Scalfari su La Repubblica a proposito di un'ipotesi di disciplina del TUF (trapeolata dal segreto dei lavori preparatori) che avrebbe potuto innalzare la soglia per l'informativa sugli acquisti di azioni e conseguentemente i limiti agli incroci azionari. Vi era il timore che una tale misura rafforzasse i gruppi di controllo, sebbene essa fosse principalmente diretta ad aumentare la contendibilità del controllo alzando la soglia dell'informativa sugli acquisti. Il Ministro Ciampi dovette intervenire a difesa dell'operato della Commissione Draghi e la polemica si sopì. Essa peraltro aveva evidenziato che due modelli di capitalismo (angloamericano e renano) continuavano a contendersi il campo in un mercato finanziario, peraltro, ancora dominato dai gruppi di controllo. Il primo modello prevalse nel TUF, ma vi furono rigurgiti del secondo in periodi successivi, come vedremo nel corso dell'esposizione.

the Role of Public Enforcement: The Parmalat Case, in J. Armour e J. McCahery, *After Enron*, Oxford (Hart), 2006, p. 159 ss.

7 Vedine una rassegna in H. Jackson and J. Zhang, *Private and Public Enforcement of Securities Regulation*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, p. 928 ss.

8 B. Cheffins, *The History of Corporate Governance*, in M. Wright et al. (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford, 2013, p. 46 ss.

9 R. Gilson, *From Corporate Law to Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, cit., p. 3 ss.

10 M. Eisenberg, *The Structure of the Corporation. A Legal Analysis*, Little Brown, 1976, p. 137 ss..

11 *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.* 1998, p. 168.

3 Il TUF nell'età dell'euro (1999-2004)

3.1 La riforma del diritto europeo dei mercati finanziari

Le modifiche del TUF nel primo decennio derivarono in buona misura dalla necessità di implementare le direttive comunitarie emanate sulla base del Piano di azione in tema di servizi finanziari (FSAP) adottato dalla Commissione nel 1999. Questo piano era largamente omogeneo con la politica legislativa del TUF e perseguiva obiettivi analoghi su scala europea. Inoltre, nel 2001 il Comitato di saggi sulla regolazione dei mercati europei di valori mobiliari, nominato dal Consiglio e presieduto da Alexandre Lamfalussy (Comitato Lamfalussy) propose una nuova struttura istituzionale di tali mercati (Rapporto Lamfalussy) che aprì la strada alla creazione di una autorità europea (prima CESR, poi ESMA). Questi documenti anticiparono una notevole europeizzazione del TUF, vale a dire il trasferimento di larga parte della politica legislativa alle sedi europee.

3.2 Il Piano di azione europeo

Il Piano si fondava sull'assunto che carenze di armonizzazione normativa bloccassero una maggiore integrazione dei mercati finanziari in Europa e proponeva di superarle. Inoltre, si proponeva di proteggere il mercato dai rischi di una maggiore integrazione e di assicurare la protezione degli investitori al dettaglio in un contesto integrato. Il Piano era funzionale all'introduzione dell'euro, che rimuoveva il rischio di cambio, aumentava la trasparenza di prezzo sui mercati e avrebbe comportato uno spostamento degli investitori dai prodotti nazionali a quelli pan-europei¹².

La tecnologia già contribuiva a incrementare la prestazione transfrontaliera di servizi finanziari, la diffusione di informazioni di mercato e l'accesso alle negoziazioni, determinando una maggiore integrazione dei mercati. Gli sviluppi delle sedi di negoziazione (borse e MTF) aumentavano la concorrenza tra loro, riducevano i costi di transazione e aumentavano il numero di operazioni transfrontaliere.

Il Piano portò alla formazione di un nuovo corpo di regole (*rulebook*) per i mercati finanziari composto principalmente dai seguenti provvedimenti: Regolamento sugli standard contabili internazionali (2002); Direttiva sul prospetto informativo (2003); Direttiva sulla trasparenza societaria (2004); Direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID) (2004); Direttiva UCITS IV (2009). Le nuove regole portarono a corrispondenti riforme del TUF negli anni successivi.

3.3 Il Processo Lamfalussy

Il Rapporto Lamfalussy diede nuovo impulso al processo di regolazione dei mercati finanziari in Europa, che era risultato troppo lento e bisognoso di maggiore

¹² Cfr. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit.

armonizzazione e collaborazione tra autorità di vigilanza. Come è noto, il sistema Lamfalussy prevede quattro livelli di regolazione a livello europeo:

Livello I: il Parlamento europeo e il Consiglio adottano per via di co-decisione una direttiva (o un regolamento) che contiene principi quadro in una certa materia.

Livello II: la Commissione adotta atti delegati o di implementazione sulla base di quanto previsto a livello I.

Livello III: ESMA emette raccomandazioni e linee guida e conduce peer reviews delle pratiche di vigilanza delle autorità nazionali.

Livello IV: la Commissione controlla il rispetto della legislazione europea da parte degli Stati membri e procede in caso di violazioni.

Il sistema Lamfalussy caratterizza ormai tutta la regolazione finanziaria europea, ma deve ancora trovare aggiustamenti. La regolazione risulta spesso farraginoso e complessa: oltre ai tre livelli europei, vi sono quelli nazionali; peraltro, l'utilizzo crescente di regolamenti europei semplifica la regolazione e ne aumenta l'efficacia pratica. Le autorità europee di vigilanza (ESA) hanno essenzialmente compiti di coordinamento delle autorità nazionali; ma ESMA ha anche compiti di vigilanza diretta che in prospettiva dovrebbero aumentare con la riforma delle ESA, che costituisce un tassello importante della Capital Markets Union (v. infra).

4 Le riforme del diritto societario e della *corporate governance*

4.1 Premessa

Le regole del T.U.F. in tema di governo societario furono presto messe alla prova da due serie di eventi: la crisi finanziaria di inizio secolo e i relativi scandali societari; la riforma del diritto societario in Italia e i piani europei di riforma.

4.2 Enron, Parmalat e gli altri scandali societari di inizio secolo

All'inizio di questo secolo si sono verificati scandali societari da ambo i lati dell'Atlantico, che presentavano caratteristiche comuni ed hanno evidenziato certe ricorrenti debolezze della *corporate governance* e della regolazione dei mercati finanziari.

Negli USA Enron, pur essendo nata in settori molto tradizionali come quello dell'energia, costituiva il paradigma di quelle imprese della new economy (come Worldcom, Computer Associates, Health South, Global Crossing ecc.) che hanno dapprima seguito una parabola vistosamente ascendente sul piano della reputazione e delle quotazioni di borsa e sono poi crollate ignominiosamente a seguito della scoperta di frodi finanziarie. Enron e le altre imprese ora citate hanno manipolato i

propri dati finanziari con la complicità dei revisori e degli analisti, occultando la reale situazione finanziaria e inducendo in inganno gli investitori sul valore delle proprie azioni. Le relative frodi e manipolazioni dei corsi hanno determinato una bolla speculativa che è poi scoppiata dando origine alla prima crisi finanziaria di questo secolo, di dimensioni e portata comunque inferiori a quelle della grande crisi del 2007-2008.

In Europa analoghi scandali si sono avuti sia nel campo della *new economy* – dove hanno riguardato società come Lernout & Hauspie e Vivendi Universal – sia in settori tradizionali dove hanno colpito società come Parmalat e l'olandese Royal Ahold. Anche in questi casi manipolazioni contabili hanno determinato valutazioni errate delle società emittenti, la crisi delle quali ha portato a crolli dei titoli, quando non addirittura al fallimento delle società stesse. Le problematiche emerse da questi scandali sul piano del governo societario riguardavano specialmente: a) il ruolo e la disciplina dei consigli di amministrazione – in particolare degli *audit committees* e degli *independent directors* – nonché dei dirigenti preposti a funzioni contabili; b) il ruolo e la disciplina dei *gatekeepers* – in particolare dei revisori contabili che avevano spesso trascurato le loro funzioni di certificazione per prestare alle società revisionate più lucrosi servizi di consulenza; c) i meccanismi di incentivo dei dirigenti rappresentati da varie forme di remunerazione variabile e – nelle società della *new economy* – specialmente da *stock options* che spesso creavano incentivi perversi a gonfiare i conti per spingere in alto il valore di titoli.

4.3 Le riforme degli anni 2003-2005

I primi anni di questo secolo si sono distinti per le iniziative di ampia riforma del diritto societario che rispondevano sia ad esigenze di modernizzazione – spesso intesa come maggiore flessibilità delle regole societarie e maggiori spazi per l'autonomia privata – sia ad esigenze di maggiore tutela degli azionisti/investitori dopo gli scandali di inizio secolo.

A livello europeo, la Commissione presieduta da Jaap Winter ha prodotto nel 2002 il suo Rapporto su *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* che tocca alcuni dei temi fondamentali del diritto societario (*corporate governance*, capitale, gruppi, mobilità delle società ecc.) suggerendo un approccio flessibile che dia adeguato spazio all'autonomia privata. Il rapporto Winter fu seguito nel 2003 da un Piano di azione della Commissione europea sul diritto societario, che è stato poi attuato negli anni successivi sia attraverso la legislazione europea che mediante raccomandazioni¹³.

In Italia, la riforma del diritto societario è del 2003. Anch'essa risponde ad esigenze di ammodernamento della nostra legislazione e in qualche misura anche di flessibilità delle regole per aumentare la competitività del nostro sistema sia all'interno che in Europa. Il rapporto tra riforma del diritto societario e TUF è andato

¹³ Cfr. ampiamente in argomento G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter e E. Wymeersch (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004.

nei due sensi: alcune disposizioni del TUF acquistavano valenza generale trasmigrando nel codice civile; altre venivano introdotte nel TUF o modificate per riflettere le novità della riforma societaria.

Anche il governo societario rientrava tra i temi di riforma sia del Piano di azione che della legislazione interna – la quale ha introdotto, tra l'altro, due nuovi modelli di governo societario, il monistico e il dualistico, alternativi a quello tradizionale – e della legge n. 262/2005 sulla tutela del risparmio che ha inciso notevolmente sul TUF. La legge n. 262 rappresentava la risposta italiana agli scandali societari di inizio secolo. Essa era in parte ispirata dal famoso Sarbanes-Oxley Act del 2002 che aveva reagito agli scandali americani e in larga misura rifletteva il Piano di azione della Commissione europea. La legge n. 262 adottava peraltro in certe materie soluzioni tipicamente nazionali, asimmetriche rispetto ai trend internazionali e non sempre coerenti tra loro, tanto da essere definita in un commento di quegli anni come un "*pot-pourri della corporate governance*"¹⁴.

Oltre a disciplinare a livello legislativo il principio del *comply or explain*, la legge sul risparmio è intervenuta sul tema delle elezioni degli amministratori di società quotate rendendo obbligatorio il voto di lista per l'elezione di almeno un amministratore di minoranza (art. 147-ter, comma 1, TUF). Ha reso inoltre obbligatoria la presenza di un amministratore indipendente (che non coincide necessariamente con l'amministratore di minoranza) fissandone i requisiti di indipendenza con riferimento a quelli del collegio sindacale (art. 147-ter, comma 4). La legge in esame introduceva anche l'obbligo di nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, sulla falsariga di quanto fatto dal SOX (art. 154-bis, comma 1, TUF). Altre modifiche importanti della legge sul risparmio riguardavano la disciplina dei revisori, nella quale si introducevano limiti al contestuale svolgimento di altre attività per la società revisionata, alla stregua ancora di quanto previsto dal SOX.

5 Il TUF e la direttiva sulle o.p.a. (2004)

5.1 La filosofia del TUF in tema di o.p.a.

I redattori del TUF fecero implicito riferimento alla proposta di Direttiva sulle o.p.a. che all'epoca sembrava prossima all'approvazione e rifletteva ampiamente il modello inglese, che pure venne attentamente considerato dagli estensori del TUF. Il modello inglese, peraltro, era affidato all'autodisciplina, alla quale si sarebbe dovuto fare spazio nel sistema "regolatorio" della direttiva. Pilastri di questo modello, sul piano sostanziale, erano l'o.p.a. obbligatoria e la regola sulle misure difensive (successive) che non potevano essere adottate dal *board* senza l'autorizzazione dell'assemblea.

14 Cfr. G. Ferrarini e P. Giudici, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in Riv. Soc., 2006, p. 573.

Il TUF recepì l'o.p.a. obbligatoria nella convinzione che essa fosse uno strumento importante di tutela delle minoranze, in quanto consentiva un exit in caso di trasferimento del controllo a soggetto non gradito e in ogni caso permetteva una distribuzione del premio di controllo tra gli azionisti. Il TUF recepì anche la regola di passività modificata del consiglio di amministrazione, nel convincimento che essa avrebbe ridotto il potere delle minoranze di controllo di resistere alle scalate. Sullo sfondo stava la convinzione che un certo grado di contendibilità del controllo consentisse di meglio monitorare i gruppi di comando¹⁵.

La proposta di direttiva non faceva riferimento alle difese preventive. Anche questa circostanza rifletteva l'esperienza inglese. Nel Regno Unito non esiste un divieto di misure preventive (*pre-bid defences*) che comunque sono sconsigliate e generalmente non vengono usate. Nell'esperienza italiana invece l'uso di difese preventive era frequente, sotto forma di azioni di risparmio (senza voto), gruppi piramidali e patti di sindacato. I redattori del TUF si posero il problema di limitarle per contenere la possibilità delle minoranze di controllo di opporsi con successo al ricambio manageriale. Fu allora introdotta una regola (art. 123 TUF) che altrove abbiamo definito - adoperando il linguaggio del Rapporto Winter - come *mini-breakthrough* dei patti di sindacato¹⁶, i quali sono appunto recedibili dalle parti quando sia lanciata un'o.p.a. per il controllo della società oggetto del patto.

5.2 La lunga gestazione della Direttiva

La direttiva venne approvata dodici anni dopo la presentazione della proposta della Commissione e sei anni dopo l'adozione del TUF. Il ritardo era dovuto al conflitto tra Stati Membri in tema di difese dalle scalate. Infatti, i paesi (come la Svezia) che fanno largo ricorso alle misure preventive (in particolare, le azioni a voto multiplo) non intendevano rinunciare a tali misure che da tempo assicuravano il controllo di alcune delle società più grandi, pur in presenza di un mercato nazionale del controllo relativamente vivace. Il Regno Unito era invece interessato a che gli altri paesi UE adottassero una regola di passività al fine di evitare la *frustration* delle o.p.a. una volta lanciate, salva l'autorizzazione assembleare. La Germania - che aveva subito il vulnus dell'o.p.a. ostile di Vodafone su Mannesmann - non era disposta ad accettare un limite alle misure successive al lancio di un'o.p.a. (regola di passività modificata) se non si fossero anche limitate le misure preventive diffuse in altri paesi, come le azioni a voto multiplo. L'Italia aveva una posizione mediana, avendo nel TUF recepito la regola di passività modificata di cui alla prima proposta di direttiva, oltre alla regola sopra citata di *mini-break-through* dei patti di sindacato (e dei limiti al possesso azionario delle società privatizzate: Art. 212 TUF).

15 Ho affrontato il tema nei seguenti lavori: *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, p. 737 ss; *Law Reform and the Contestability of Corporate Control*, in Company Law Reform in OECD Countries, Stockholm, 7-8 December 2000, scaricabile dal sito www.oecd.org.

16 G. Ferrarini e G. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, in Cornell International Law Journal, 42, 2010, p. 301 ss., e in Riv. Soc., 2010, p. 680 ss.

Il Comitato Winter venne incaricato di trovare una soluzione a questo conflitto e ad altri punti controversi della disciplina europea dei takeovers in modo da sbloccare lo stallo della proposta di direttiva. Il Rapporto all'uopo pubblicato nel gennaio 2002 propose di adottare una regola anti-*frustration* modellata su quella inglese. Nello stesso tempo propose una *break-through rule* che nel caso di o.p.a. avrebbe reso inefficaci le misure preventive (oltre alle azioni a voto multiplo e a quelle senza voto, i patti di sindacato, i limiti al possesso azionario e misure consimili). Nelle intenzioni del Comitato, la regola rispondeva ad un principio di proporzionalità tra controllo e rischio, peraltro limitatamente al caso di lancio di un'o.p.a.

La soluzione di compromesso proposta incontrò forti resistenze. Sul piano politico, i paesi nordici non erano disposti ad accettare l'inefficacia delle misure preventive in caso di o.p.a.; la regola di *break-through* rendeva praticamente inutili quelle misure facendole cadere proprio nelle situazioni nelle quali esse mostravano al meglio la propria utilità. In effetti, la regola equivaleva ad imporre in via generalizzata e inderogabile un principio di *one-share, one-vote* che – pur essendo generalmente apprezzato dai mercati e dagli investitori istituzionali – non ha trovato una giustificazione sicura negli studi teorici ed empirici di finanza. Sembrava invece preferibile lasciare ai diritti nazionali la scelta delle misure difensive da limitare e degli strumenti per limitarle in accordo con le pratiche nazionali¹⁷. Il risultato delle resistenze politiche alla regola di *break-through* è stato che nella Direttiva tale regola compare insieme con quella di passività modificata, ma entrambe sono facoltative per gli Stati Membri e comunque sottoposte ad una condizione di reciprocità rispetto alle società che non siano soggette alle medesime regole o a regole equivalenti.

5.3 L'attuazione della Direttiva in Italia

Sul piano interno, l'attuazione di questa parte della Direttiva è stata dapprima integrale e poi oggetto di due modifiche ravvicinate: a) d.lgs. 229/2007: la regola di passività (Art. 104 TUF) venne mantenuta e quella di neutralizzazione (Art. 104-bis) si aggiunse alla mini-*break-through* relativa ai patti parasociali; b) d.l. 185/2008: entrambe le regole divennero facoltative, nel senso che si applicavano solo se ciò fosse previsto dallo statuto sociale (*opt-in*); c) d.lgs. n. 146 del 25.9.2009 (testo attuale): la regola di passività si applica a tutte le società, ma è suscettibile di *opt-out* statutario; quella di neutralizzazione si applica solo se previsto in statuto (*opt-in*).

Queste variazioni non sono facili da spiegare¹⁸. In breve, la prima era coerente con l'impostazione originaria del TUF, ma più radicale; la sua adozione si spiegava forse osservando che il costo della regola di neutralizzazione era comunque ridotto in un sistema nel quale molte società sono soggette a controllo di diritto. La seconda manifestava un eccesso in senso opposto, motivato dalla crisi finanziaria e

17 Così argomentai nello scritto *One Share – One Vote: A European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2006, p. 147, e in *Riv. Soc.*, 2006, p. 24.

18 Cfr. lo scritto citato sopra alla nota 15.

dalla volontà di proteggere le poche società più grandi da scalate ostili. La terza è più di un compromesso tra le precedenti: l'impostazione originaria del TUF si è indebolita in quanto la regola di passività è suscettibile di *opt-out* (che diverse società hanno esercitato), mentre quella di neutralizzazione difficilmente sarà fatta oggetto di *opt-in*.

6 Le riforme europee dopo la grande crisi finanziaria

6.1 I grandi temi

La crisi finanziaria ha messo in moto un ampio processo di riforme sia a livello internazionale (G20/FSB) che europeo (Rapporto de Larosière). Queste riforme riguardano gli intermediari finanziari, i mercati di strumenti cash e derivati, il governo societario e le autorità di vigilanza. Esse toccano settori importanti come la nuova regolazione prudenziale delle istituzioni finanziarie (adeguatezza patrimoniale, liquidità, remunerazioni dei dipendenti, *risk management* ecc.), le crisi e le procedure di risoluzione, la vigilanza macro-prudenziale, le autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA, EIOPA). Il loro impatto sul TUF è notevole per ciascuno di questi settori, ma non è pensabile di passarle tutte in rassegna negli spazi di questa relazione. Meglio allora offrire alcuni flash sull'evoluzione di temi particolarmente significativi.

6.2 Autorità europee di vigilanza

Una prima risposta alla crisi è stata l'istituzione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria che ha compiti di vigilanza sia microprudenziale che macroprudenziale. I comitati ai quali anteriormente spettava il coordinamento della vigilanza su banche (CEBS), mercati finanziari (CESR) e assicurazioni (CEIOPS), sono stati trasformati nel 2010 in autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA e EIOPA). Queste fanno oggi parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, che comprende pure il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e le autorità nazionali.

All'ESMA in particolare spettano compiti sia di collaborazione nella produzione delle regole relative ai mercati finanziari, sia di coordinamento delle autorità nazionali di vigilanza su tali mercati e in alcuni limitati casi (agenzie di rating e *trade repositories*) anche compiti di vigilanza diretta. La sua istituzione ha avuto chiaramente un impatto sulle attività e sul ruolo della Consob e quindi anche sul TUF. Nella misura in cui le funzioni dell'ESMA evolveranno nel senso di comprendere sempre più compiti di vigilanza diretta – come recentemente ha proposto la Commissione con particolare riguardo alle CCP e all'industria dell'*asset management* – le funzioni delle autorità nazionali verranno corrispondentemente erose, ma non in misura completa visto che l'ESMA potrà avvalersi delle stesse nello svolgimento dei propri compiti.

6.3 Mercati e infrastrutture di mercato

Nella materia delle sedi di negoziazione, la reazione alla crisi finanziaria è stata affidata a MiFID II e MiFIR. In generale, questa riforma ha avvicinato la disciplina degli MTF a quella dei mercati regolamentati e ha introdotto una nuova categoria di sede di negoziazione – le *organized trading facilities* (OTF) – per coprire certe ipotesi di internalizzazione delle transazioni su strumenti finanziari che MiFID I aveva lasciati scoperte. Essa ha poi esteso le regole di trasparenza agli strumenti cd. *non-equity* e in particolare alle obbligazioni per le quali molto si era discusso nel vigore della MiFID se fosse opportuno estendere la trasparenza alle negoziazioni OTC. Le turbolenze della crisi hanno fatto prevalere la tesi, prima minoritaria a livello internazionale, favorevole alla trasparenza post-negoziale. Il nostro sistema, peraltro, era già allineato con questo indirizzo per volontà di Consob. MiFIR ha rafforzato altresì la disciplina di trasparenza degli strumenti ammessi a sedi di negoziazione, riducendo lo spazio per esenzioni e quindi per la formazione di dark pools.

MiFIR ha anche previsto per gli intermediari una *trading obligation* relativa alle negoziazioni su strumenti finanziari ammessi a sedi di negoziazione. Tale regola introduce una nuova forma di concentrazione delle negoziazioni su strumenti finanziari ispirata da esigenze di trasparenza e di *best execution*. Rispetto alle regole di concentrazione consentite dalla ISD, peraltro, essa presenta margini di flessibilità, potendo le negoziazioni essere eseguite su qualsiasi sede di negoziazione dove i singoli strumenti siano trattati. Ancora MiFIR ha previsto in conformità con gli indirizzi del G20 – una *trading obligation* anche per certe categorie di derivati che presentino un grado sufficiente di standardizzazione.

Nella materia delle infrastrutture di mercato, la reazione alla crisi è stata affidata alla EMIR, la quale ha adeguato il sistema europeo alle linee guida internazionali che prevedono a) una standardizzazione delle operazioni OTC in derivati; b) la trasparenza di tali operazioni attraverso la comunicazione a *trade repositories* (TR); c) l'istituzione di sistemi centrali di *clearing*; d) la negoziazione in borsa e su piattaforme elettroniche (prevista in realtà da MiFIR). EMIR quindi ha previsto l'istituzione di TR e l'obbligo di comunicazione dei derivati conclusi OTC a tali istituzioni per la relativa registrazione; e ha disciplinato le CCPs e previsto una *clearing obligation* rispetto agli *eligible contracts*.

Nell'insieme queste riforme e le modifiche del TUF che ne sono conseguite portano a una parziale riconfigurazione (*reshaping*) dei mercati in strumenti finanziari, che vedono rafforzate le regole e la vigilanza in risposta alla crisi¹⁹; e ad una maggiore trasparenza delle operazioni in derivati ed una loro maggiore resilienza grazie all'intervento obbligatorio di CCPs. Peraltro, le CCPs non eliminano i rischi, bensì li gestiscono in modo centralizzato. Esse stesse divengono quindi una possibile fonte di rischio sistemico e meritano speciale attenzione sul piano della regolazione e della vigilanza²⁰.

19 Cfr. G. Ferrarini e N. Moloney, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups*, in EBOR, 2012, p. 557 ss.

20 Per approfondimenti v. G. Ferrarini e P. Saguato, *Clearinghouses and Systemic Risk*, in corso di pubblicazione.

6.4 Governo societario

La crisi ha comportato una riforma del governo societario anzitutto per quanto riguarda le istituzioni finanziarie. Si è ritenuto da parte di governi e regolatori – non invece di molti accademici – che certi difetti della *corporate governance* pre-crisi abbiano contribuito alla crisi di molte istituzioni, specialmente nel settore bancario. Si è provveduto conseguentemente a regolare questo settore con maggior dettaglio a livello sia internazionale che europeo, non solo per la materia dei *boards*, ma anche per quella delle remunerazioni. La CRD IV e la MiFID II contengono le nuove regole in materia di governo societario e di remunerazioni per le banche e le imprese di investimento. Regole analoghe sono contenute nel regime degli UCITs e in quello dei fondi d'investimento alternativi. Il TUF e la disciplina regolamentare interna hanno recepito queste riforme con notevole aggravio per le imprese, specialmente quelle di minori dimensioni.

Nell'insieme la materia è stata oggetto di profonda regolamentazione, non solo per le imprese *significant* e per quelle a carattere sistemico – come le linee guida internazionali suggerivano – ma per tutte le istituzioni finanziarie, salve sporadiche e limitate applicazioni del principio di proporzionalità. Il pendolo delle riforme è oscillato troppo, dopo la crisi finanziaria, nel senso delle regole e dovrebbe prima o poi tornare su posizioni meno estreme, che restituiscano spazi all'autonomia privata e ai *board*²¹.

Le imprese non finanziarie sono risultate meno problematiche, dal punto di vista del governo societario, nella crisi che in effetti ha riguardato principalmente le banche. Peraltro, le riforme del governo delle istituzioni finanziarie non hanno mancato di riflettersi sulle altre imprese. Settori come le remunerazioni e il *risk management* hanno ricevuto rinnovata attenzione, spesso con qualche fondamento visti gli scandali che in questi ultimi anni hanno colpito alcune grandi imprese industriali (Volkswagen e Facebook, per citare i casi più famosi). Inoltre, i livelli elevati delle remunerazioni specialmente nel mondo anglo-americano continuano a caratterizzare molte grandi imprese, talora senza adeguata corrispondenza sul piano delle performance e comunque senza ragionevole proporzione rispetto alle remunerazioni medie dei dipendenti delle imprese in questione.

La seconda direttiva sui diritti degli azionisti affronta le circostanze ora indicate attribuendo nuovi diritti in varie materie quali le remunerazioni, le operazioni con parti correlate e l'orientamento di lungo termine della gestione delle imprese quotate. Essa muove dalla considerazione del maggior peso degli azionisti di minoranza grazie alla crescita quantitativa degli investitori istituzionali nel capitale delle società ed al maggiore engagement degli investitori nel merito delle strategie e di altre decisioni importanti dei boards e dei manager. La direttiva riflette il ribilanciamento in corso tra azionisti e boards nelle società a capitale diffuso, nelle quali la proprietà si è riconcentrata per effetto della crescita della componente

21 Come argomentato nel capitolo introduttivo del volume a cura di D. Busch, G. Ferrarini e G. van Solinge, *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019.

istituzionale, e in quelle con azionisti di controllo, dove gli azionisti di minoranza sempre più si caratterizzano per una crescita della loro componente istituzionale²².

L'impatto della direttiva sul TUF sarà quindi notevole, anche se il nostro sistema legislativo era comunque relativamente attrezzato in termini di tutela delle minoranze, dati il voto di lista, la relativa indipendenza dei *board* e la disciplina Consob delle operazioni con parti correlate.

7 Capital Markets Union

7.1 Pilastri della CMU

La Commissione ha formulato l'obiettivo di fondo della CMU come segue: “[La CMU] cerca di meglio collegare i risparmi con gli investimenti e di rafforzare il sistema finanziario europeo promuovendo la condivisione privata dei rischi (*risk-sharing*), fornendo fonti di finanziamento alternative e incrementando le opzioni per gli investitori istituzionali e al dettaglio. La rimozione degli ostacoli alla libera circolazione dei capitali attraverso i confini rafforzerà l'Unione economica e monetaria sostenendo la convergenza economica ed aiutando a sopportare gli shock economici nell'area dell'euro ed oltre, rendendo l'economia europea più resiliente”. Questo obiettivo comprende almeno due fini: il primo è di agevolare l'incontro dei settori in avanzo con quelli in disavanzo, promuovendo i mercati dei capitali e le fonti alternative di finanziamento; il secondo è di rafforzare l'Unione economica e monetaria europea e di sostenere l'euro attraverso un maggiore flusso di capitali tra stati.

La promozione dei mercati e delle fonti alternative di investimento appartiene al disegno originario di politica economica del TUF che mirava, come si è visto, allo sviluppo del mercato dei capitali riequilibrandone il ruolo rispetto al settore bancario. Ma la CMU sposta questo disegno all'ambito europeo e lo vede funzionale ad un rafforzamento del sistema finanziario europeo e dell'euro. Lo conferma l'enfasi posta sulla riforma delle ESA e in particolare su quella dell'ESMA, che dovrebbe acquisire nuove funzioni di vigilanza diretta (v. sopra). In uno scritto recente abbiamo anzi proposto di fare dell'ESMA l'autorità europea per il listing e i prospetti informativi, e poi di dotarla di altri compiti di vigilanza diretta tanto da renderla, come alcuni specialisti auspicano da anni (già a partire dal Rapporto Segré) una SEC europea²³.

Il contesto storico è ovviamente diverso da quello delle origini del TUF, come dimostrano le materie che nella CMU costituiscono oggetto di specifica attenzione. Anzitutto, il tema dell'innovazione finanziaria si pone in termini allora sconosciuti per il ruolo attuale del Fintech ed il suo impatto sullo sviluppo della finanza alternativa.

22 Cfr. A. Paces, *Shareholder Activism in the CMU*, in D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, p. 507 ss.

23 Cfr. E. Avgouleas e G. Ferrarini, *A Single Listing Authority and Securities Regulator for the CMU and the Future of ESMA: Costs, Benefits, and Legal Impediments*, in *Capital Market Union in Europe*, cit., p. 55 ss.

La CMU punta sull'innovazione per portare forme alternative di credito, come il *loan based crowdfunding*, alle PMI ed anche per promuovere il *marketplace investing*, in particolare l'*investment-based crowdfunding*. Una proposta di regolamento europeo prevede una disciplina delle operazioni transfrontaliere in questi settori con l'obiettivo di consentire la formazione di piattaforme europee, che oggi sono difficili da formare per la frammentazione dei regimi nazionali applicabili. Il piano di azione della Commissione sul Fintech prefigura altre possibili evoluzioni che l'utilizzo del *blockchain* e dell'intelligenza artificiale potrebbero determinare nel campo dei servizi finanziari.

L'innovazione finanziaria è oggi guardata con cautela dopo l'esperienza della grande crisi, che ha visto tecniche innovative come le cartolarizzazioni e i *credit-default swaps* impiegate in schemi che hanno aggravato, se non determinato, la crisi stessa in vari settori. La CMU cerca di rivitalizzare alcune di queste tecniche con interventi ad hoc, come il recente Regolamento europeo sulla *securitisation* che – partendo dal presupposto dell'utilità di un tale strumento per i mercati finanziari europei – ne offre una disciplina diretta a renderlo meglio fruibile e trasparente, evitando le complessità che nella crisi hanno fatto crollare i relativi mercati insieme con la fiducia nello strumento medesimo. La CMU mira altresì a promuovere i mercati privati degli strumenti finanziari, sostanzialmente allargando sul piano regolatorio gli spazi per i *private placement* di obbligazioni e altri strumenti di debito e agevolandone il carattere pan-europeo.

Oltre che all'offerta di strumenti finanziari, la CMU guarda alla domanda degli stessi e cerca di svilupparla a livello pan-europeo, con riferimento tanto alla protezione degli investitori al dettaglio, quanto allo sviluppo di nuove forme di investimento collettivo. L'enfasi sugli investitori istituzionali tocca vari aspetti oggi determinanti per questi organismi che rivestono un ruolo di crescente importanza sia nei mercati finanziari che nell'azionariato delle imprese quotate. Il recente Piano di azione sulla finanza sostenibile è certamente funzionale alla CMU, nella misura in cui prevede una responsabilizzazione degli investitori istituzionali sui temi della ESG e l'adozione di misure dirette a rendere i loro comportamenti in questo campo trasparenti e coerenti con le richieste degli investitori finali.

7.2 Impatto della Brexit

La Brexit ha avuto ed avrà un impatto notevolissimo sulla CMU, che era stata pensata con particolare riguardo al Regno Unito che è sede della principale piazza finanziaria europea e non è parte della *European Banking Union*. La CMU è senza dubbio una costruzione diversa dalla EBU, che ha compiti di regolazione prudenziale sulle banche e obiettivi di stabilità del sistema bancario, mentre la CMU guarda allo sviluppo dei mercati dei capitali e alla tutela degli investitori. Tuttavia, la mancata partecipazione del Regno Unito a seguito della sua uscita dalla UE potrebbe addirittura far dubitare dell'utilità di una CMU monca della sua parte più importante, cioè della City di Londra e dei relativi mercati ed intermediari. In senso contrario, la Commissione ha invece ritenuto che la Brexit aumentasse l'interesse per la CMU

come strumento di riorganizzazione e rafforzamento dei mercati finanziari della UE una volta privati della principale piazza finanziaria.

La CMU dovrebbe quindi accompagnare sia il rimpatrio di certe attività – come il clearing di strumenti finanziari – nelle principali piazze finanziarie europee, sia la reimpostazione dei rapporti con il Regno Unito in campo finanziario, una volta che questo sia divenuto un paese terzo e le sue istituzioni finanziarie abbiano perduto la licenza unica della quale oggi ancora beneficiano. Inoltre, la CMU dovrebbe aiutare la UE ad acquisire una massa sufficiente a competere con le altre piazze finanziarie globali (Londra inclusa). Da questo punto di vista, la riforma dell'ESMA e l'attribuzione di nuovi compiti di vigilanza diretta a tale autorità dovrebbero creare un interlocutore unico e più forte nei rapporti con le autorità di vigilanza dei paesi terzi²⁴.

Un impatto del Brexit si avrà anche dal punto di vista politico e culturale, nella misura in cui fino ad oggi l'influenza del Regno Unito sulla legislazione dei mercati finanziari è stata innegabile, come notato anche in questa relazione con riguardo alle origini della ISD e della Direttiva sulle o.p.a. L'assenza del Regno Unito dai tavoli legislativi della UE dovrebbe caratterizzare il diritto europeo in senso più continentale. Ma la UE non potrà trascurare le leggi degli stati terzi, incluso il Regno Unito, se non vorrà subire arbitraggi regolamentari o sottrarsi alla globalizzazione dei mercati che richiede un campo da gioco livellato. Del resto, molti dei principi della legislazione finanziaria si formano oggi in sedi internazionali come il G20/FSB e per i mercati finanziari la IOSCO. C'è quindi da immaginare che vi saranno limiti all'autonomia regolamentare della UE, inclusa la possibilità che – restando verosimilmente Londra una piazza finanziaria a servizio della UE – non mancheranno negoziati tra la Commissione e il Governo britannico sulle riforme più importanti, al fine di rendere i rispettivi sistemi equivalenti e consentire alle istituzioni finanziarie di ciascun'area di operare nell'altra senza soverchi aggravii.

8 Conclusioni

Questa relazione ha cercato di rispondere alle tre domande poste in apertura. La prima riguarda i cambiamenti del TUF, che sono stati sostanziali in questo ventennio e ne hanno profondamente modificato i contenuti e, per certi aspetti, la filosofia ispiratrice. Lo si è visto per ciascuna delle materie specificamente considerate. Il governo societario si è arricchito di nuove disposizioni, non sempre omogenee tra loro e in qualche caso *path-dependent*, a seguito della riforma del 2005 e della grande crisi del 2008. La disciplina delle o.p.a. si è adeguata alla direttiva europea con oscillazioni che l'hanno distaccata dal disegno originario in parti importanti. I mercati hanno visto aumentare il peso delle regole per quanto riguarda il regime di trasparenza e specificamente il mercato dei derivati, che ha visto crescere non solo la trasparenza delle operazioni, ma anche la loro resilienza e potenzialmente la liquidità.

24 Cfr. vari contributi in questo senso nel volume *Capital Markets Union in Europe*, cit., p. 81 ss.

La seconda domanda riguardava i fattori che hanno determinato le varie riforme del TUF. Come si è visto, due crisi finanziarie – quella di inizio secolo e la grande crisi recente – hanno contribuito a determinare una riforma incisiva del governo societario, la prima, e una nuova regolazione degli intermediari e dei mercati, la seconda. Nell'insieme, le regole sono cresciute di numero, il loro peso è aumentato e forse anche la loro capacità di prevenire altre crisi; l'espressione dubitativa attiene principalmente al fatto che non sappiamo da dove la prossima crisi potrebbe derivare. Peraltro, non solo le crisi hanno concorso alla produzione delle regole, bensì anche il desiderio di stimolare la crescita delle imprese attraverso una modernizzazione del diritto societario e dei mercati, come ampiamente dimostrato dal Piano di azione sulla CMU. Questo piano ci dimostra come la politica economica di cui il TUF era espressione si sia spostata a Bruxelles e come dalla legislazione europea – sempre più costituita da regolamenti – ci dovremmo attendere riforme in questo campo.

La terza domanda riguarda il futuro del TUF ed è sicuramente la più difficile da rispondere. Verosimilmente, la CMU traccia le linee di evoluzione futura della legislazione in questo campo e quindi anche del TUF, nella misura in cui lo stesso darà attuazione a direttive europee. Peraltro, il passo stesso della CMU sarà determinato dall'evolversi della politica europea: nella misura in cui i nazionalismi si affermeranno, ci potremo aspettare qualche arretramento rispetto alle misure oggi previste. Altri aspetti della politica economica europea che potranno influenzare le trasformazioni del diritto dei mercati finanziari sono il Fintech – che oltre ad avere un ruolo importante nella CMU è oggetto di uno specifico piano d'azione – e la finanza sostenibile, anch'essa oggetto di un ambizioso piano d'azione, che incrocia la CMU e porterà ad interventi in ciascuna materia del diritto dei mercati finanziari, che dovrà essere rivisto alla luce dei nuovi orientamenti internazionali in materia di sostenibilità.

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina della Capital Market Union?

Seconda sessione

Banche e mercati finanziari: l'attività non bancaria delle banche tra TUF e Meccanismo di vigilanza unico

Olina Capolino

- 1 Attività non bancaria delle banche e disciplina nazionale (con un accenno alle competenze europee)
- 2 Attività non bancaria delle banche e MVU
- 3 Poteri di vigilanza nazionali ed europei
- 4 Le competenze sulle misure strutturali
- 5 Il progetto di riforma delle imprese di investimento a rilevanza sistemica: verso una modifica del concetto di ente creditizio?
- 6 Conclusioni

I principi di trasparenza e correttezza nei mercati finanziari: la loro rilevanza nelle norme e nella giurisprudenza nazionale ed europea

Salvatore Providenti

- 1 Premessa. I principi e gli obiettivi nella "*securities law*"
- 2 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi
 - Intermediari
- 3 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi
 - Mercati e abusi di mercato
- 4 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi
 - Emittenti
- 5 Esempi giurisprudenziali caratterizzati dalla rilevanza del riferimento a principi, obiettivi e clausole generali

In principio sono sempre le funzioni

Mario Stella Richter jr

Banche e mercati finanziari: l'attività non bancaria delle banche tra TUF e Meccanismo di vigilanza unico

Olina Capolino (*)

1 Attività non bancaria delle banche e disciplina nazionale (con un accenno alle competenze europee)

Il titolo del mio intervento richiama alla memoria un volume curato da Mario Porzio nel 1993, ormai molti anni fa¹. L'opera nasceva sull'onda del dibattito, all'epoca in corso, sulla reintroduzione nel nostro ordinamento della banca universale, e prendeva in esame tra l'altro i rapporti tra disciplina delle banche e l'allora vigente legge n. 1/1991 sulle SIM. La banca universale era vista come alternativa al gruppo polifunzionale, che pure da molti era ritenuto più consono al sistema bancario italiano²; con il Testo Unico Bancario si sceglieva intanto di abbandonare i tradizionali vincoli di specializzazione operativa e temporale e si consentiva alle banche di operare direttamente in tutti i settori dell'intermediazione finanziaria³.

L'ampliamento dell'ambito operativo delle imprese bancarie non intaccava, tuttavia, la nozione tradizionale di attività bancaria. L'articolo 10 del TUB riprendeva infatti la definizione secondo cui il nucleo essenziale e l'elemento caratterizzante di questa attività è costituito dall'esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico e dell'erogazione del credito. La nozione di attività bancaria adottata dal TUB è del resto simile a quella invalsa nell'ordinamento europeo, che sin dalla direttiva 77/780 definisce "ente creditizio" l'impresa "la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto"⁴.

Al tempo stesso, il comma 3 dell'art. 10 TUB ha sancito la possibilità per le banche di ampliare la propria sfera operativa, abilitandole a "ogni altra attività

(*) Avvocato Capo, Banca d'Italia.

1 M. Porzio (a cura di), *L'attività non bancaria delle banche*, Milano 1993.

2 M. Onado, in M. Porzio (a cura di), op. cit., p. 10.

3 C. Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, Bologna 2016, p. 45.

4 Cfr. ora l'art. 4(1), n. 1), del regolamento (UE) n. 575/2013 (*Capital requirements regulation*, CRR).

finanziaria secondo la disciplina propria di ciascuna"⁵. Si tratta nell'impostazione del TUB – di attività per le banche meramente eventuali rispetto a quella, tipica, della raccolta del risparmio congiunta all'esercizio del credito⁶. Nel generico concetto di "attività finanziaria" rientrano peraltro attività autonomamente rilevanti, quali la prestazione dei servizi di investimento, espressamente inclusa tra le "attività ammesse al mutuo riconoscimento"⁷.

All'epoca dell'entrata in vigore del TUB, l'ambito di svolgimento di tali attività era delimitato, per le banche, dalla legge n. 1/1991 (legge SIM). Questa legge, che aveva rappresentato in Italia il primo intervento legislativo organico nella materia dei servizi di investimento⁸, individuava le attività di intermediazione mobiliare oggetto di disciplina e prevedeva, in via generale, che l'esercizio professionale delle medesime nei confronti del pubblico fosse riservato alle banche, oltretutto alle società di intermediazione mobiliare. La stessa legge tuttavia precludeva alle imprese bancarie l'attività di negoziazione di valori mobiliari quotati in borsa o nel mercato ristretto, diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato (art. 16, comma 1, legge SIM), prevedendo così una considerevole limitazione all'operatività diretta delle banche nel campo dell'intermediazione mobiliare.

Detta limitazione è stata poi definitivamente⁹ superata con il Testo Unico della Finanza. Il TUF infatti non solo ha regolato in maniera più completa rispetto alle leggi preesistenti i soggetti tipici che operano nel campo dell'intermediazione mobiliare, come individuati nel tempo dalle leggi italiane e europee (SIM, SGR, SICAV, cui si sono via via aggiunti altri soggetti e schemi di investimento), ma ha anche compiutamente disciplinato l'attività delle banche nel campo dei servizi di investimento, sancendo il superamento di una disposizione (il già ricordato art. 16 della legge SIM), che era in realtà incompatibile con le direttive europee.

Per effetto del quadro normativo consolidatosi con il TUF, le banche, come le SIM, vennero dunque abilitate a svolgere professionalmente nei confronti del pubblico tutti i servizi e le attività di investimento, ivi compresa l'attività di negoziazione in relazione a tutte le tipologie di strumenti finanziari. L'art. 18 del TUF

5 Le successive direttive in materia bancaria hanno mantenuto ferma la connessione tra raccolta del risparmio ed esercizio del credito. Cfr. G. Minervini, *L'attività non bancaria della banca*, in *Bancaria*, 2000, vol. 11, p. 20 e ss.. Non affrontiamo in questa sede il tema delle attività strumentali e ausiliarie o connesse e complementari all'attività bancaria (art. 10, comma 3, TUB), né quello delle attività esercitabili indirettamente dalle banche, tramite le partecipazioni detenibili.

6 P. De Vecchis, *Spunti per una rinnovata riflessione sulla nozione di banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, p. 748 e ss.; P. Ferro-Luzzi, *La nozione di attività bancaria*, in P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, *La nuova legge bancaria*, Milano 1996, vol. I, p. 209 e ss.; R. Costi, *L'ordinamento bancario*, V ed., Bologna 2012, p. 201 e ss.; F. Vella e G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna 2019, p. 164.

7 Cfr. l'art. 1, comma 2, TUB e l'Allegato alla direttiva 89/646/CEE. Quest'ultima direttiva assoggetta al regime del riconoscimento reciproco non soltanto le attività caratterizzanti, ma anche tutte le altre individuate dall'elenco allegato (ora Allegato 1 alla direttiva 2013/36/UE).

8 R. D'Ambrosio, *La Borsa e la finanza*, in E. Galanti, R. D'Ambrosio, V. Guccione (a cura di), *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa – Dall'unità d'Italia al 2001*, Venezia 2012, p. 377 e ss.

9 Il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, recante il "Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi" (decreto "Eurosime"), già non prevedeva più, all'art. 2, alcuna limitazione operativa nei confronti delle banche.

include espressamente le banche tra i soggetti cui sono riservati detti servizi e attività¹⁰ Le uniche attività a carattere finanziario che l'impresa bancaria non può attualmente esercitare sono quindi quella assicurativa e quella di gestione del risparmio (art. 32-*quater*TUF), che sono in effetti strutturalmente lontane dall'attività bancaria¹¹ e perciò riservate ad altri intermediari¹².

Il TUF non si è limitato ad attuare nell'ordinamento italiano le disposizioni delle direttive europee in materia di servizi di investimento¹³ e di organismi di investimento collettivo¹⁴, ma ha disciplinato anche i servizi ausiliari svolti dalle banche nei confronti di altri soggetti abilitati, servizi che, seppur non autonomamente considerati dalla legislazione europea di settore, sono stati dal TUF assoggettati a una speciale disciplina regolamentare. L'art. 38 (oggi 47) ha disciplinato, in particolare, l'attività della banca depositaria, prevedendo che sia compito della Banca d'Italia, sentita la Consob, specificare le condizioni per l'assunzione del relativo incarico.

La riconosciuta possibilità per le banche di operare pienamente nel campo dei servizi di investimento (rispettando la relativa disciplina) non cancella l'esigenza immanente in un sistema che diversifica le regole e le autorità di vigilanza – di individuare la linea di demarcazione tra banca e mercato mobiliare, tra prodotti bancari e prodotti finanziari. Alcune figure "di confine" sono disciplinate dall'art. 25-*bis* del TUF, che prende in esame i depositi strutturati e gli altri prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche.

La nozione di deposito è strettamente attinente al "cuore" dell'attività bancaria, uno dei cui elementi tipici è appunto la raccolta di fondi rimborsabili. Nella disciplina europea, la definizione di deposito è rinvenibile nell'art. 2(1), n. 3), della direttiva 2014/49/UE (DGSD), ove il deposito viene definito come "*un saldo creditore, risultante da fondi depositati in un conto o da situazioni transitorie derivanti da operazioni bancarie normali, che l'ente creditizio deve restituire secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili, compresi un deposito a termine fisso e un deposito di risparmio*". Ma, tra i depositi così definiti, la direttiva 2014/65/UE (cd. MiFID 2) individua poi la sottocategoria dei depositi strutturati, includendoli tra i prodotti ai

10 I servizi e attività di investimento aventi a oggetto strumenti finanziari sono quelli definiti dall'art. 1, comma 5, TUF: "(a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; g-bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione)".

11 E ciò sebbene la gestione collettiva del risparmio sia stata in passato chiaramente definita come "parabancaria": cfr. P.G. Marchetti, *Dove vanno i fondi comuni di investimento in Riv. soc.*, 1985.

12 Il principio è salvaguardato dalla regola per cui, ove la SGR appartenga a un gruppo bancario, essa deve poter beneficiare di presidi di autonomia nelle scelte gestorie rispetto alla capogruppo. Cfr. Banca d'Italia, Comunicato, *Poteri di direzione e coordinamento nell'ambito di un gruppo bancario nei confronti delle società di gestione del risparmio*. (09A13610) (G.U. Serie Generale, n. 267 del 16 novembre 2009).

13 Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari, *Investment Services Directive* (ISD).

14 Direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

quali si applica, seppur parzialmente, la disciplina in materia di intermediazione finanziaria¹⁵.

A livello nazionale la nozione di deposito "semplice" è contenuta nell'art. 69-bis, comma 1, lettera c), del TUB, nella sua formulazione successiva al recepimento della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (n. 2014/59/UE, BRRD): costituiscono depositi "*i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche con obbligo di rimborso; non costituiscono depositi i crediti relativi a fondi acquisiti dalla banca debitrice rappresentati da strumenti finanziari*"¹⁶. La nozione di deposito "strutturato" è invece stata introdotta nel nostro ordinamento con l'attuazione della MiFID 2¹⁷, inserendo all'art. 1, comma 6-decies, del TUF¹⁸ la stessa definizione già presente nella disciplina europea. L'art. 25-bis del TUF estende poi all'attività di vendita o intermediazione dei depositi strutturati l'applicabilità delle norme di condotta, della disciplina dei contratti e delle disposizioni in materia di consulenza, già previste in generale per l'attività di intermediazione finanziaria¹⁹.

I depositi strutturati sono dunque una *species* dei depositi bancari, pienamente rimborsabili, ma con un rendimento legato, nell'*an* o nel *quantum*, a indici, strumenti finanziari, merci, tassi di cambio: essi costituiscono perciò, per questi aspetti, anche un prodotto di investimento, che il legislatore europeo ha ritenuto opportuno assoggettare a parte della disciplina MiFID 2, con lo scopo di rafforzare la fiducia degli investitori e di rendere più uniforme il trattamento normativo²⁰.

Rispetto a questo genere di prodotti composti o misti, si ripropongono le annose problematiche relative al riparto di competenze tra le autorità di vigilanza. Come sappiamo, detto riparto a livello europeo è effettuato secondo una distinzione per soggetti, mentre a livello nazionale segue un criterio tendenzialmente basato sulle distinte finalità della vigilanza. La linea di demarcazione non è sempre nettamente tracciata. Il legislatore europeo ha delegato l'ESMA ad elaborare e aggiornare periodicamente orientamenti tecnici volti all'individuazione dei requisiti per poter ritenere complesso un deposito strutturato²¹. I poteri di intervento

15 V. in particolare l'art. 1(4) e l'art. 4(1), n. 43), della direttiva 2014/65/UE (MiFID 2).

16 La norma citata definisce, più esattamente, "*depositi: i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche con obbligo di rimborso; non costituiscono depositi i crediti relativi a fondi acquisiti dalla banca debitrice rappresentati da strumenti finanziari indicati dall'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ovvero il cui capitale non è rimborsabile alla pari, ovvero il cui capitale è rimborsabile alla pari solo in forza di specifici accordi o garanzie concordati con la banca o terzi; costituiscono depositi i certificati di deposito purché non rappresentati da valori mobiliari emessi in serie*". Cfr. anche l'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF, che esclude esplicitamente i depositi bancari (non rappresentati da strumenti finanziari) dal novero dei "prodotti finanziari".

17 D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

18 "*Per 'deposito strutturato' si intende un deposito quale definito all'articolo 69-bis, comma 1, lettera c), del T.U. bancario che è pienamente rimborsabile alla scadenza in base a termini secondo i quali qualsiasi interesse o premio sarà rimborsato (o è a rischio) secondo una formula comprendente fattori quali: a) un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l'Euribor o il Libor; b) uno strumento finanziario o una combinazione degli strumenti finanziari; c) una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali; o d) un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio*".

19 La norma precisa inoltre che rimane fermo l'obbligo di rendere ai depositanti l'informativa in relazione alla garanzia dei depositi prevista dall'art. 3 del d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30, attuativo della DGSD.

20 "Considerando" n. 39 della MiFID 2.

21 L'ESMA ha emanato le "*Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*" (ESMA/2015/1787).

sull'offerta di tali depositi per finalità di tutela dei risparmiatori, ordinato funzionamento del mercato e stabilità del medesimo sono però attribuiti dal regolamento cd. MiFiR all'EBA²², che può anche sostituirsi alle autorità nazionali nell'adozione delle misure necessarie. La mancata omogeneità dei criteri di riparto delle competenze a livello europeo può creare problemi di raccordo tra le autorità nazionali, considerato anche che nel *board* dell'EBA siede (solo) la Banca d'Italia e nel *board* dell'ESMA è rappresentata (solo) la Consob.

Nell'ordinamento nazionale, come è noto le competenze di vigilanza sull'attività non bancaria delle banche sono suddivise tra la Consob, per quanto attiene alla tutela degli investitori e all'ordinato funzionamento del mercato, e la Banca d'Italia, con riguardo alla stabilità del mercato stesso (art. 7-*bis* del TUF). Il riparto di competenze in materia di supervisione segue quindi un approccio prevalentemente funzionale, in cui a un'autorità di vigilanza prudenziale (tradizionalmente, la Banca d'Italia) si affianca un'altra autorità che controlla la correttezza nei rapporti con la clientela di ciascun segmento. Ma qui l'approccio diventa ibrido²³, perché tende a seguire la tipologia dei servizi e prodotti offerti (per i servizi bancari e di pagamento è competente la stessa Banca d'Italia; per i servizi e attività di investimento la Consob)²⁴, e quindi, in sostanza, a differenziarsi in base alle attività svolte dai soggetti vigilati.

Questa complessa ripartizione è il risultato di una lunga evoluzione storica, che ha nell'emanazione del TUF una delle tappe più significative. Il TUF ha riunito, semplificato e migliorato le molte leggi preesistenti che regolavano gli investimenti e il mercato. In ciò, il TUF ha beneficiato certamente degli approfondimenti e delle metodologie messi a punto durante l'elaborazione del TUB²⁵, che lo aveva preceduto nell'opera di sistematizzazione della legislazione in materia bancaria e finanziaria. Ma il TUF non si è limitato a ripartire le competenze, perché si è anche caratterizzato per il confronto dialettico tra le due autorità tecniche di vigilanza in questo caso coinvolte, Banca d'Italia e Consob, tenute a "regolare i confini" delle rispettive competenze e a precisare le modalità della indispensabile collaborazione.

Il frutto di quel confronto è ora al nostro esame, e si presenta in tutta la sua complessità. L'attività interpretativa delle autorità di vigilanza e la prassi sono approdate a soluzioni composite. Si pensi alla disciplina sulla trasparenza bancaria,

22 Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, art. 41 e ss.. Sui poteri di intervento dell'EBA e dell'ESMA in materia di prodotti e servizi finanziari cfr. R. D'Ambrosio, *The temporary intervention powers of the European Banking Authority and the European Securities and Markets Authority: content and limits*, in *ERA Forum. Journal of the Academy of the European law*, 2018, pp. 33 e ss..

23 Ci si permette di rinviare a O. Capolino, *Le Autorità*, in E. Galanti (a cura di), *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, in Trattato di diritto dell'economia, vol. V, Padova 2008, p. 167 e ss.; Id., *La continua riforma delle autorità di vigilanza sugli intermediari e sui mercati finanziari*, in G. Bracchi e D. Masciandaro (a cura di), *Banche italiane: un'industria al bivio*, XII Rapporto della Fondazione Rosselli, Roma 2007, p. 587 e ss..

24 Diversa è la situazione in ambito assicurativo, in cui v'è maggiore simmetria tra regole sostanziali applicabili agli intermediari e organizzazione della relativa attività di vigilanza, affidata all'IVASS.

25 Si veda in proposito AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Atti del convegno di Roma del 16 settembre 2013, Quaderno di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia n. 75, Roma 2014.

che non si applica ai prodotti finanziari ai sensi dell'art. 23, comma 4, TUF: il criterio, così enunciato, sembrerebbe di agevole applicazione, ma richiede in realtà adattamenti rispetto ai prodotti finanziari composti. Il provvedimento della Banca d'Italia sulla trasparenza applica alle figure "miste" un criterio di prevalenza, guardando alle finalità esclusive o preponderanti del prodotto finanziario²⁶, finalità che però non sono sempre agevolmente identificabili e andranno individuate in concreto caso per caso.

2 Attività non bancaria delle banche e MVU

L'attività non bancaria delle banche va oggi necessariamente inquadrata nello scenario del Meccanismo unico di vigilanza, istituito con il regolamento n. 1024/2013, ai sensi dell'art. 127(6) TFUE (regolamento MVU)²⁷. Il dibattito sull'attuazione riservata alla norma del Trattato ha finora prevalentemente riguardato l'ambito degli "specific tasks" trasferiti alla BCE, in contrapposizione ai poteri che restano alle autorità nazionali. È il caso però di prendere in esame anche gli altri elementi considerati dalla norma abilitante, quali i soggetti nei cui confronti la vigilanza della BCE può esercitarsi, e le caratteristiche della vigilanza che può essere trasferita all'istituzione europea.

Come è noto, il regolamento MVU ha attribuito alla competenza esclusiva e diretta della BCE compiti di vigilanza prudenziale nei confronti degli enti creditizi. Si tratta di una disciplina che attua solo parzialmente la previsione di cui all'art. 127(6) TFUE, il quale prevede la possibilità di affidare alla BCE "compiti specifici" relativi alla vigilanza non solo degli enti creditizi, ma anche delle altre istituzioni finanziarie, con la sola esclusione delle imprese di assicurazione. Il regolamento MVU, allo stato, non contempla però il conferimento alla BCE di compiti di vigilanza su enti finanziari diversi dalle banche: una scelta, questa, che risente anche del periodo in cui la legislazione sull'Unione bancaria è maturata, posto che la crisi finanziaria aveva messo in luce soprattutto le debolezze della vigilanza bancaria e le pesanti conseguenze che la crisi di una banca comporta.

26 Banca d'Italia. Disposizioni su *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari – Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, in http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/trasparenza_operazioni/index.html: "Secondo quanto previsto dall'articolo 23, comma 4, del T.U.F., le disposizioni non si applicano ai servizi e alle attività di investimento né al collocamento di prodotti finanziari e alle operazioni e servizi che siano componenti di prodotti finanziari, sottoposti alla disciplina della trasparenza prevista dal medesimo T.U.F., salvo che si tratti di operazioni di credito ai consumatori disciplinate ai sensi del titolo VI, capo II, del T.U. Conseguentemente, le presenti disposizioni: a) non si applicano ai servizi e alle attività di investimento come definiti dal T.U.F. e al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento, quali, ad esempio, obbligazioni e altri titoli di debito, certificati di deposito, contratti derivati, pronti contro termine; b) in caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante non sia di investimento si applicano: - all'intero prodotto se questo ha finalità, esclusive o preponderanti, riconducibili a quelle di servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. (ad esempio, finalità di finanziamento, di gestione della liquidità, ecc.); - alle sole componenti riconducibili a servizi o operazioni disciplinati ai sensi del titolo VI del T.U. negli altri casi. In caso di prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante sia di investimento, si applicano le disposizioni del T.U.F. sia al prodotto nel suo complesso sia alle sue singole componenti, a meno che queste non costituiscano un'operazione di credito ai consumatori (alle quali si applica quanto previsto dalle presenti disposizioni)." (Sez. I, par. 1.1.).

27 Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

Quanto alle caratteristiche della vigilanza concretamente attribuita alla BCE conformemente all'art. 127(6) TFUE, occorre ricordare che la norma del Trattato fa riferimento esclusivamente alla "vigilanza prudenziale", e che l'art. 4 del regolamento MVU opera a sua volta un (implicito) rinvio alla disciplina sostanziale dettata da alcuni testi normativi europei sulla stessa vigilanza prudenziale, in particolare il CRR²⁸ e la CRD IV²⁹. Alla BCE viene quindi conferito il compito di assicurare che le banche rispettino la specifica disciplina sostanziale richiamata, mediante il potere di applicare sia le disposizioni contenute nei regolamenti europei, direttamente efficaci, sia le disposizioni dettate dalle norme nazionali attuative delle direttive³⁰.

A tale scopo, il regolamento MVU riconosce alla BCE un ampio insieme di poteri e strumenti di vigilanza, alcuni dei quali previsti da disposizioni europee direttamente applicabili, perché indicati nello stesso regolamento MVU (che ne determina presupposti ed estensione), o attribuiti all'autorità di vigilanza da altre disposizioni di diritto sostanziale direttamente applicabili, come quelle del CRR. Altri poteri sono invece individuati per rinvio alla legislazione nazionale: la BCE ha infatti la facoltà di esercitare direttamente quei poteri «*che il pertinente diritto dell'Unione conferisce alle autorità competenti e designate*», anche ove tali poteri siano in concreto previsti dal diritto nazionale attuativo delle direttive europee (art. 9(1)(2) regolamento MVU).

I poteri che non promanano dal diritto dell'Unione rimangono invece alle autorità nazionali competenti e non sono trasferiti alla BCE; ciò nonostante, l'art. 9(1)(3) del regolamento MVU attribuisce alla BCE la facoltà di chiedere alle autorità nazionali, mediante istruzioni, di esercitare, come previsto dai rispettivi ordinamenti, quei poteri di cui essa non possa avvalersi direttamente.

Il regolamento MVU non individua soltanto in positivo i compiti attribuiti alla BCE, ma circoscrive anche la portata delle norme attributive attraverso una serie di esclusioni, risultanti in parte dai "Considerando" del regolamento. Con particolare riferimento al tema oggetto di questo convegno, va sottolineato come il regolamento MVU abbia ritenuto opportuno lasciare alle autorità nazionali la vigilanza sulle banche "*in relazione ai mercati finanziari*", così come la vigilanza sui soggetti che, benché non qualificabili come "*enti creditizi*" ai sensi del diritto dell'Unione, sono sottoposti dal diritto nazionale alla medesima vigilanza degli enti creditizi. In particolare, il "Considerando" n. 28 del regolamento MVU esclude (tra l'altro) i profili oggetto della MiFID dal sistema di vigilanza unico in materia bancaria: la vigilanza su tali aspetti rimane dunque esclusivamente al livello nazionale. E l'art. 1 del

28 Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

29 Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

30 Cfr. anche il "Considerando" n. 34 del regolamento MVU, laddove si legge che "*Nell'assolvimento dei suoi compiti e nell'esercizio dei suoi poteri di vigilanza, la BCE dovrebbe applicare le norme sostanziali concernenti la vigilanza prudenziale degli enti creditizi. Queste norme sono costituite dal pertinente diritto dell'Unione, in particolare i regolamenti direttamente applicabili o le direttive, ad esempio quelle sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi e sui conglomerati finanziari*".

regolamento precisa che "La portata dei compiti di vigilanza della BCE si limita alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi" (escludendo in particolare che alla BCE siano attribuiti "compiti relativi alla vigilanza prudenziale delle controparti centrali")³¹. Ritorneremo in seguito su questo argomento.

Anche rispetto ai suddetti poteri di vigilanza della BCE, e in particolare a quelli ad essa conferiti dall'art. 9(1), (2) e (3), regolamento MVU, si pone il problema della individuazione dei confini delle aree di competenza rispetto alle autorità di vigilanza sui mercati. Il campo delle attività non bancarie svolte dagli enti creditizi è quello su cui, più di ogni altro, emergono problemi interpretativi, perché più numerosi sono gli istituti giuridici in cui esigenze prudenziali e tutela delle controparti e dei mercati vengono a intersecarsi. Si pensi, ad esempio, ai requisiti organizzativi volti a prevenire fenomeni di conflitto di interessi con i clienti dei servizi di investimento prestati dalle banche³²; ai requisiti patrimoniali e organizzativi per lo svolgimento dei compiti di banca depositaria³³; oppure alle tecniche di *risk mitigation* previste per le operazioni infragruppo³⁴.

Le menzionate attività determinano, tra l'altro, anche ricadute prudenziali per la banca, ma ciò non dovrebbe essere sufficiente ad attrarle nell'orbita dei compiti della BCE ai sensi dell'art. 4 del regolamento MVU. Quest'ultimo infatti va letto tenendo presente la fonte normativa del conferimento di tali poteri, l'art. 127(6) del TFUE, che prevede la possibilità di attribuire alla BCE compiti unicamente relativi alla "vigilanza prudenziale".

È al tempo stesso vero, però, che ciascuna di dette attività può essere riguardata almeno da due diverse prospettive: il deposito di beni di OICR può essere ad esempio considerato in relazione all'impatto prudenziale che ha per la banca depositaria (e allora indirettamente ricade nell'ambito disciplinato dal CRR e dalla CRD IV), ma può anche essere esaminato in relazione alla tutela degli investitori nell'OICR (e allora risulta prevalente il profilo della vigilanza spettante all'autorità di mercato). Analogamente, i servizi di investimento possono essere considerati sia per il loro impatto prudenziale, sia anche sotto il profilo della tutela dei clienti e delle regole di comportamento.

In sintesi, ogni attività non bancaria presenta profili rilevanti in rapporto a distinte regolamentazioni, le quali a loro volta, in considerazione degli interessi in

31 Laddove invece l'intermediario sia al tempo stesso controparte centrale ed ente creditizio, esso rientrerà nel novero dei soggetti sottoposti alla vigilanza della BCE o dell'autorità nazionale competente, a seconda del suo *status* di soggetto vigilato significativo o meno significativo. Cfr. al riguardo quanto previsto dall'art. 2, n. 20, comma 2, del regolamento BCE n. 468/2014, secondo cui "una controparte centrale (CCP), come definita all'articolo 2, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, che si qualifica come ente creditizio ai sensi della Direttiva 2013/36/UE, è considerata un soggetto vigilato in conformità al regolamento sull'MVU, al presente regolamento e al pertinente diritto dell'Unione, fatta salva la vigilanza sulle CCP da parte delle ANC di riferimento, come stabilito dal Regolamento (UE) n. 648/2012". Ai fini della qualificazione dell'intermediario quale ente significativo ovvero meno significativo è dubbio a quali attività occorra far riferimento: cfr. sul punto R. D'Ambrosio, *Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali IX, 2016, p. 596.

32 Art. 1(3), lett. a), e art. 16 direttiva 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE.

33 Art. 22 direttiva 13 luglio 2009, n. 2009/65/CE.

34 Regolamento UE 4 luglio 2012, n. 648/2012 (art. 3(2) e art. 11). Cfr. R. D'Ambrosio, *Meccanismo di Vigilanza Unico*, cit., p. 595, nt. n. 25.

gioco, delle finalità della vigilanza e dello statuto soggettivo di chi svolge l'attività (banca o SIM) coinvolgono distinte autorità, così determinando un complesso mosaico di competenze e poteri, a seconda dell'angolo visuale dal quale si osserva il fenomeno.

Per concludere sul punto, deve osservarsi che, anche nei casi in cui la BCE è priva di competenze di vigilanza relativamente a determinate attività, è però forte l'esigenza di un costante scambio di informazioni tra la BCE stessa e le autorità nazionali competenti per i singoli profili, al fine di evitare che il complesso sistema di controlli qui solo accennato si traduca in asimmetrie informative e inefficacia dei poteri.

3 Poteri di vigilanza nazionali ed europei

Sin dall'avvio del MVU si è posto il problema di come coordinare i poteri di vigilanza delle autorità nazionali, disciplinati dai rispettivi ordinamenti, con quelli della BCE, specialmente nei casi in cui è dubbio se determinate competenze previste da leggi nazionali abbiano finalità prudenziali.

Come già ricordato, in base al regolamento MVU la BCE può avvalersi dei poteri nazionali direttamente, quando essi derivano da norme nazionali attuative di direttive, oppure indirettamente, impartendo istruzioni alle autorità nazionali competenti. In alcuni casi non è però semplice stabilire se determinati poteri previsti da normative nazionali abbiano natura esclusivamente (o prevalentemente) prudenziale e se possano o no essere ricondotti a una normativa europea di riferimento.

La BCE ha adottato un'interpretazione estremamente ampia della propria sfera di competenza, in base alla quale un potere di vigilanza previsto dal diritto nazionale potrà essere da essa esercitato direttamente ove - sebbene non previsto dal diritto dell'Unione - rientri genericamente nell'ambito dei compiti ad essa affidati e abbia comunque una funzione di sostegno rispetto alla vigilanza prudenziale. I compiti di vigilanza prudenziale della BCE finiscono per attrarre così anche le diverse funzioni spettanti alle autorità nazionali; ogniqualvolta la normativa nazionale preveda un'autorizzazione per l'esercizio di un'attività finanziaria, anche non inclusa tra quelle previste dall'allegato 1 alla CRD IV, competerà alla BCE rilasciare il provvedimento autorizzativo³⁵.

L'interpretazione adottata dalla BCE indubbiamente risolve rilevanti problemi pratici e offre un orientamento chiaro alle banche vigilate, ma deve essere vagliata alla luce sia del regolamento MVU, che chiede di poter ricondurre i poteri attribuiti alla BCE a una espressa previsione del diritto dell'Unione, sia, ancor prima, dell'art. 127(6) TFUE, che impone di attribuire alla BCE solo compiti specifici, senza

35 Questa interpretazione è stata comunicata alle banche maggiormente significative il 31 marzo 2017, con l'invito a rivolgersi direttamente alla BCE quale autorità competente: ECB, *Additional clarification regarding the ECB's competence to exercise supervisory powers granted under national law*, SSS/2017/0140, 31 March 2017, https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2017/Letter_to_SI_Entry_point_information_letter.pdf?cb0801df81ba2db9d450ce4fb53065c8.

che essi possano essere incrementati per via interpretativa. E va verificata soprattutto nei casi in cui i poteri nazionali di vigilanza si collocano in una "zona di confine" rispetto a quelli attribuiti all'autorità di mercato per la tutela dei clienti. Così è nel campo delle attività non bancarie delle banche, in cui esigenze prudenziali e di tutela delle controparti e dei mercati si affiancano, o meglio si intersecano, e si pone maggiormente il problema dell'estensione "orizzontale" della vigilanza prudenziale della BCE³⁶.

Ci si può così domandare se sia un potere di natura prudenziale quello previsto all'art. 19(4) TUF, secondo cui spetta alla Banca d'Italia autorizzare l'esercizio di servizi e attività di investimento da parte delle banche, o quello, previsto all'art. 47 TUF, di autorizzare l'attività di banca depositaria e di disciplinare le modalità di svolgimento di tale attività; quale natura abbia il potere di autorizzare l'emissione di *covered bonds* da parte delle banche; e se i richiamati poteri possano essere ricondotti alla CRD IV, e dunque alla competenza esclusiva della BCE, o piuttosto alla MiFID e alle direttive OICVM.

Una linea di confine va tracciata infine tra i poteri conferiti dall'ordinamento nazionale alle autorità di vigilanza prudenziale (e dunque anche alla BCE) in materia di requisiti organizzativi delle banche e quelli conferiti all'autorità di mercato per assicurare che l'organizzazione e i controlli interni delle banche siano idonei ad assicurare un'effettiva tutela dei clienti e una corretta prestazione dei servizi di investimento³⁷. Secondo l'art. 6, comma 2, lett. b)-*bis*, TUF, la Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio, relativi, tra l'altro, alle procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento. Non rientra invece nelle competenze della Consob, e spetta dunque alla Banca d'Italia o alla BCE la vigilanza sulla funzione di controllo interno sotto il profilo della verifica dell'esistenza di un efficace presidio ai rischi sulla stabilità della banca derivanti dalla violazione di norme, incluse quelle sulla prestazione dei servizi di investimento.

4 Le competenze sulle misure strutturali

Il tema dell'attività non bancaria delle banche si interseca poi con quello della disciplina delle cosiddette "misure strutturali" volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi. Tra il 2014 e il 2015 è stata discussa una proposta di regolamento europeo, ispirata dal Rapporto Liikanen³⁸, che prevedeva in una prima versione un

36 L'espressione è di F. Annunziata, *Fostering Centralization of EU Banking Supervision through case-law*, in Bocconi Legal Studies Research Paper Series, April 2019, p. 9

37 Cfr. R. D'Ambrosio, *Meccanismo di Vigilanza Unico*, cit., pp. 596-597.

38 High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, *Final Report*, Brussels 2 October 2012, https://web.archive.org/web/20121003231405/http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.

divieto assoluto di negoziazione per conto proprio da parte delle banche e, in una versione successiva, l'obbligo di allocare questa attività presso una *trading entity* separata nell'ambito del gruppo. Nella prospettiva della proposta, la separazione delle attività ad alto rischio dalle attività "di base" delle banche avrebbe avuto la funzione di ridurre i rischi sistemici³⁹: a tal fine le attività di negoziazione per conto proprio avrebbero dovuto essere effettuate da un'entità giuridicamente, economicamente e operativamente separata dall'ente creditizio incaricato delle attività bancarie al dettaglio. L'autorità competente avrebbe dovuto identificare e separare le attività di negoziazione per conto proprio dalle rimanenti attività bancarie.

La proposta di una specifica disciplina dell'Unione in materia non ha poi più avuto seguito, come è noto, per rinuncia degli Stati membri, sia perché molti degli obiettivi che il regolamento si poneva sono stati poi realizzati per altra via, sia perché alcuni Paesi avevano intanto già dettato al riguardo una propria disciplina nazionale.

L'ipotesi di una disciplina sulle misure strutturali viene qui richiamata perché tocca un profilo rilevante nell'esame dei rapporti tra il meccanismo di vigilanza unico e la disciplina dell'attività delle banche non riconducibile all'attività bancaria "tipica". Infatti l'eventuale adozione (anche a livello nazionale) di misure strutturali non si riflette soltanto sulle modalità di svolgimento delle attività delle banche nel mercato degli strumenti finanziari, ma determina anche un evidente impatto in termini di vigilanza prudenziale, in quanto la decisione di separare l'entità che svolge l'attività bancaria tradizionale e quella, o quelle, cui sono allocate le attività di *trading* incide "sulla struttura dell'intero gruppo bancario e impone una riconsiderazione dei requisiti prudenziali a livello individuale e sub-consolidato, in linea con l'assetto organizzativo che viene ad assumere il gruppo"⁴⁰.

Per questo motivo può ritenersi che i poteri sulle misure strutturali rientrino nella competenza della BCE o delle autorità nazionali competenti, a seconda della qualificazione della banca come significativa o meno significativa (ed era non a caso questa la soluzione prevista anche dal progetto di disciplina europea). E infatti i cambiamenti strutturali, ai sensi dell'art. 4(1) lett. i), del regolamento MVU rientrano tra gli aspetti cui si estende la competenza della BCE, alla quale viene attribuito il compito di "assolvere i compiti di vigilanza collegati..., nei casi previsti espressamente dal pertinente diritto dell'Unione per le autorità competenti, a cambiamenti strutturali

39 Più in dettaglio, a una prima versione di regolamento sulle misure strutturali, predisposta dalla Commissione il 29 gennaio 2014 (2014/0020 (COD), aveva fatto seguito una seconda bozza, elaborata dal Consiglio il 19 giugno 2015. Le due versioni differivano perché, in luogo del divieto assoluto del *proprietary trading*, contemplato nel testo della Commissione, il testo del Consiglio prevedeva l'obbligo di separare tale operatività, ma nell'ambito del gruppo. Entrambe le misure – il divieto assoluto e permanente (art. 6 del testo della Commissione) e la separazione obbligatoria del *proprietary trading* (art. 2 del testo del Consiglio) – rappresentavano strumenti nuovi nell'ambito del diritto finanziario dell'Unione; e ciò rispetto sia al potere dell'EBA ex art. 9(5) reg. 1093/2010 di vietare in via generale (ma solo temporaneamente) attività finanziarie, sia al potere dell'autorità di risoluzione e dell'autorità di vigilanza di imporre modifiche strutturali (rispettivamente ex artt. 17 e 27 BRRD); sia, infine, agli strumenti cc.dd. di *Pillar 2* (artt. 104 CRD IV e 16 regolamento MVU), che prevedono limitazioni o obblighi di disinvestimento, ma sempre caso per caso.

40 R. D'Ambrosio, *Meccanismo di Vigilanza Unico* cit., p. 595, nota n. 25.

*richiesti agli enti creditizi per prevenire lo stress finanziario o il fallimento, ad esclusione dei poteri di risoluzione*⁴¹.

5 Il progetto di riforma delle imprese di investimento a rilevanza sistemica: verso una modifica del concetto di ente creditizio?

Abbiamo finora considerato l'attività non bancaria delle banche. Ma prima di concludere vorrei accennare anche a una ipotesi di "contaminazione inversa" che deriverà in futuro dalla normativa europea.

Speculare al tema finora illustrato è infatti l'ipotesi della riconduzione alla nozione di attività bancaria dell'attività delle (maggiori) imprese di investimento mobiliare. L'ipotesi è contenuta in una proposta presentata dalla Commissione europea nel dicembre 2017, avente ad oggetto una modifica alla disciplina sui requisiti prudenziali applicabili alle imprese d'investimento autorizzate ai sensi della MiFID⁴².

Va premesso che, nell'attuale quadro normativo, alcune SIM sono assimilate alle banche sotto diversi profili, che toccano la vigilanza prudenziale, la disciplina del risanamento e della risoluzione, la liquidazione coatta amministrativa. Sono infatti prese in esame dal punto di vista prudenziale tutte le SIM "autorizzate a detenere fondi o titoli della clientela, e che pertanto possono trovarsi in una situazione di debito con tali clienti"⁴³. La BRRD accomuna poi nell'unica definizione di "ente" soggetto alle misure di risanamento e di risoluzione sia gli enti creditizi che le imprese di investimento autorizzate a detenere fondi dei clienti, che svolgono le attività di negoziazione per conto proprio e/o di collocamento con assunzione a fermo o con garanzia, o la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; lo stesso ambito di applicazione è previsto per le norme nazionali sulle procedure di gestione delle crisi⁴⁴.

Alcuni servizi di investimento presentano, in effetti, dal punto di vista oggettivo, una significativa affinità con l'attività bancaria, sotto il profilo della tipologia di rischio cui gli intermediari sono esposti: la presenza di un potenziale rapporto obbligatorio con la clientela (derivante dalla detenzione di titoli o fondi) rappresenta un evidente punto di osmosi tra il mondo bancario e finanziario e giustifica una disciplina non differenziata.

41 Non essendosi completato l'iter di approvazione del progetto di regolamento dell'Unione, restano però le misure previste dalle leggi nazionali, non attuative di norme dell'Unione (va dunque verificata la loro riconduzione al novero dei poteri della BCE ex art. 9 regolamento MVU).

42 Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento e recante modifica alle direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE (2017/0358(COD)), su cui cfr. Relazione del Parlamento europeo del 27 settembre 2018 (A8-0295/2018); Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento e che modifica i regolamenti (UE) n. 575/2013, 600/2014 e 1093/2020 (2017/0359/COC), su cui cfr. i testi approvati in prima lettura dal Parlamento europeo, P8_TA(2019)0377 e P8_TA(2019)0378.

43 Cfr. l'art. 4(1), n. 2, lett. c), del CRR e l'art. 55-bis, comma 1, TUF.

44 Direttiva 2014/59/UE, artt. 2(1), n. 3, e 23.

Sotto questo profilo, le recenti proposte di direttiva e di regolamento volte a modificare il regime prudenziale applicabile alle imprese di investimento intendono garantire una vigilanza proporzionata, evitando costi eccessivi per le imprese di investimento e superando le complessità applicative delle attuali regole. Le proposte prevedono la ripartizione delle imprese di investimento in tre categorie, assoggettate a regimi prudenziali differenti in base alle dimensioni e alle attività svolte. Solo le imprese di dimensioni maggiori che effettuano attività di negoziazione per conto proprio e/o di collocamento con garanzia, incluse nella prima delle tre categorie, verrebbero assoggettate allo stesso regime applicabile alle banche.

Più in dettaglio, nella prima categoria sarebbero inclusi gli intermediari a maggior rilevanza sistemica – identificati in quelli di maggiori dimensioni (attività superiori a 30 mld. di euro, eventualmente a livello consolidato) che assumono rischi in proprio – i quali verrebbero espressamente qualificati come *credit institutions* e, previa autorizzazione ai sensi dell'art. 8 CRD IV, assoggettati alla medesima regolamentazione prudenziale delle banche; nella seconda, gli intermediari che comunque superano determinate soglie dimensionali, i quali sarebbero destinatari di una nuova regolamentazione prudenziale semplificata, in parte direttamente applicabile, basata su regole specifiche per le imprese d'investimento; nella terza, infine, gli intermediari minori, che sarebbero tenuti soltanto a mantenere un capitale minimo e a soddisfare i requisiti a copertura del rischio operativo e di liquidità.

Per arrivare a questo risultato, le proposte prevedono la modifica della definizione di ente creditizio contenuta nell'art. 4 del regolamento n. 575/2013 (CRR), laddove definisce la nozione di ente creditizio con riguardo alle imprese "*la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto*": la classica attività bancaria. A questa previsione verrebbe aggiunta una lett. b), volta a ricomprendere nella nozione di *credit institution* anche le imprese che svolgono una qualsiasi delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di collocamento con garanzia.

In base a dette proposte, quindi, le imprese di investimento di natura sistemica e soggette a rischi paragonabili a quelli delle banche, attualmente autorizzate ai sensi delle discipline nazionali attuative della MiFID, sarebbero tenute a chiedere l'autorizzazione all'attività bancaria. Si tratterebbe indubbiamente di una notevole novità nella tassonomia comunemente adottata al livello europeo, considerato che la nozione di *credit institution* è stata sempre storicamente ristretta agli intermediari svolgenti attività bancaria tipica⁴⁵, mentre per i soggetti dediti alle altre attività finanziarie suppliva la nozione amplissima di intermediari finanziari.

Va tra l'altro considerato che l'obbligo di conseguire una licenza bancaria per le imprese di investimento che superano la prevista soglia dimensionale comporterebbe per queste imprese la possibilità (anche) di raccogliere depositi ed

45 Cfr., al riguardo, la relazione di accompagnamento al *Draft Statute* del SEBC redatto dalla Commissione dei Governatori, in cui si riferisce che "[t]he nature of a credit institution with which operations will be conducted will need to be circumscribed with reference to agreed Community definitions. A suitable definition for a credit institution may be found in Article 1 of the First (Banking Directive)", in R. Smits, *The European central Bank, Institutional Aspects*, Le Hague-London-Boston, 1997, p. 234 e ss..

erogare credito, e ciò potrebbe generare difficoltà di coordinamento con le eventuali discipline nazionali che prevedono la separazione strutturale tra le due tipologie di attività, ricordate nel precedente paragrafo.

La conseguenza più rilevante della proposta è però che, a seguito del mutamento della definizione di *credit institutions*, le imprese di investimento maggiori che verrebbero classificate come enti creditizi si ritroverebbero anche incluse nella corrispondente definizione di cui all'art. 2 del regolamento MVU, e quindi assoggettate alla vigilanza della BCE nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza, ai sensi dell'art. 6 dello stesso regolamento.

Il parere reso dalla BCE sulla proposta di direttiva e di regolamento della Commissione⁴⁶ ha evidenziato al riguardo un non marginale problema procedurale, laddove ha osservato come una strada alternativa per assicurare alle imprese di investimento maggiori la vigilanza della BCE sarebbe stata quella di modificare il regolamento MVU, anziché intervenire sul regolamento 575/2013.

In effetti, volendo affidare alla vigilanza della BCE nuovi soggetti, occorrerebbe seguire la strada di una modifica del regolamento adottato ai sensi dell'art. 127(6) del TFUE: disposizione, questa, che come è noto condiziona il conferimento alla BCE di compiti di vigilanza prudenziale ad una procedura legislativa, che richiede una decisione unanime dei membri del Consiglio, mentre il CRR (e con esso la richiamata definizione di "ente creditizio") può essere modificato secondo la procedura ordinaria (proposta della Commissione e voto della maggioranza del Parlamento europeo e del Consiglio).

La *ratio* della procedura prevista dall'art. 127(6) TFUE è rinvenibile nella volontà di riservare alla valutazione dei singoli Stati membri alcune scelte fondamentali: se cedere sovranità in materia di vigilanza prudenziale, quali *specific tasks* conferire alla BCE, e con riferimento a quali intermediari finanziari. Ciascuno Stato deve consentire a un trasferimento di funzioni amministrative che, in mancanza dell'unanime decisione, permanerebbe a livello nazionale: per questo motivo il conferimento alla BCE di specifici compiti di vigilanza prudenziale è demandato a una procedura legislativa speciale, disciplinata direttamente dall'art. 127 TFUE, e per lo stesso motivo la decisione circa l'ambito della delega non può essere affidata ad atti normativi adottati con una procedura legislativa ordinaria, che non preveda l'unanimità degli Stati membri⁴⁷.

46 ECB, *Opinion on the review of prudential treatment of investment firms* (CON/2018/36). Il parere esprime anche preoccupazione per le conseguenze non volute che potrebbero derivare da un cambiamento della definizione di *credit institution*: al riguardo, fa riferimento alle implicazioni statistiche e di politica monetaria, ma avverte che gli effetti non voluti potrebbero essere più ampi. Ad esempio in relazione alle conseguenze derivanti dal mancato ottenimento della licenza bancaria (che diventerebbe obbligatoria per le imprese maggiori), che paradossalmente renderebbe configurabile il reato di abusivismo pur in assenza dello svolgimento delle attività tipiche delle banche.

47 La Corte di Giustizia Europea ha chiarito che "le regole relative alla formazione della volontà delle istituzioni comunitarie trovano la loro fonte nel Trattato e che esse non sono derogabili né dagli Stati membri né dalle stesse istituzioni (...). Solamente il Trattato può, in casi specifici (...), autorizzare un'istituzione a modificare una procedura decisionale da esso prevista"; con la conseguenza che "Riconoscere ad un'istituzione la facoltà di porre in essere fondamenti normativi derivati, che vadano nel senso di un aggravio ovvero di una semplificazione delle modalità

In linea teorica, quindi, non dovrebbe essere sufficiente una modifica della definizione di "ente creditizio" nel regolamento sui requisiti prudenziali per ottenere, conseguentemente e automaticamente, anche un ampliamento dei soggetti sottoposti alla vigilanza della BCE.

L'adozione di una nozione ristretta di "ente creditizio" ai fini del MVU emerge del resto dallo stesso regolamento istitutivo. L'adozione di una nozione tradizionale di ente creditizio emerge in numerosi punti del regolamento: secondo il "Considerando" n. 20 del regolamento, relativo al potere conferito alla BCE di autorizzare l'attività bancaria, gli operatori meritevoli di autorizzazione sono quelli in grado di "gestire i rischi specifici insiti nella raccolta di depositi e nell'erogazione di crediti"; il "Considerando" n. 30 sottolinea che l'assunzione dei compiti di vigilanza da parte della BCE assicurerà la stabilità finanziaria "garantendo anche la tutela dei depositanti"; il "Considerando" n. 28, già citato al precedente paragrafo 2, esclude espressamente una estensione della vigilanza BCE a soggetti non rientranti nella nozione (vigente) di ente creditizio, anche se il diritto nazionale li sottopone alla stessa vigilanza, così come esclude una estensione della vigilanza europea nei confronti delle banche alla materia dei mercati degli strumenti finanziari. Infine, abbiamo anche già ricordato che, in base all'art. 1(2) del regolamento, "La portata dei compiti di vigilanza della BCE si limita alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi"⁴⁸.

Nessuna previsione del regolamento MVU consente, viceversa, di ritenere che il legislatore europeo abbia voluto conferire alla BCE poteri di vigilanza su soggetti che non raccolgono depositi, ma che svolgono attività di negoziazione per conto proprio o di sottoscrizione⁴⁹. E, sebbene l'art. 127(6) TFUE includa tra i soggetti astrattamente affidabili alla vigilanza della BCE non solo le banche, ma anche le "altre istituzioni finanziarie" (con la sola esclusione delle assicurazioni), il regolamento MVU non sembra voler prevedere future estensioni dei poteri della BCE a soggetti che non raccolgono depositi e non erogano credito, soggetti non classificabili, cioè, all'epoca dell'adozione del regolamento stesso, come *credit institutions*.

Sembra, dunque, che il rinvio operato dall'art. 2 del regolamento MVU alla definizione di *credit institution* contenuta nel CRR non possa essere considerato un 'rinvio mobile' (sicché, se cambia quella definizione, cambia anche l'ambito della vigilanza della BCE), e che il regolamento MVU non abbia inteso delegare al diritto

d'adozione di un atto, significherebbe attribuire alla stessa un potere legislativo che eccede quanto previsto dal Trattato" (CGUE, Grande Sezione, 6 maggio 2008, in C-133/06, Parlamento europeo vs. Consiglio).

48 L'art. 78(5) del regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca centrale europea, del 16 aprile 2014 (che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate) specifica poi che l'autorizzazione all'attività rilasciata dalla BCE "copre le attività del richiedente in qualità di ente creditizio, (...) fatto salvo ogni requisito supplementare per l'autorizzazione (...) di attività diverse dalla raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili presso il pubblico e dalla concessione di crediti per proprio conto".

49 Va anche considerato che, sebbene i rischi delle imprese di investimento maggiori siano, come sopra ricordato, certamente comparabili a quelli cui le banche espongono il sistema finanziario, le attività rispettivamente svolte restano diverse, perché la trasformazione delle scadenze propria dell'attività di raccolta e di impiego delle banche resta riservata a queste ultime e preclusa alle imprese di investimento.

sostanziale bancario l'individuazione dei soggetti da sottoporre alla vigilanza da parte della BCE.

D'altra parte, se nell'interpretazione delle norme di diritto secondario dell'Unione (come il regolamento MVU) va prescelta l'interpretazione maggiormente aderente ai Trattati⁵⁰, deve riconoscersi che lo stesso art. 127(6) TFUE ha adottato una nozione di ente creditizio circoscritta agli intermediari che svolgono attività bancaria tipica. Altrimenti non avrebbe avuto senso affiancare nella norma alla nozione di "enti creditizi" quella di "altre istituzioni finanziarie": una formula amplissima, che esclude le sole imprese di assicurazione.

Occorre però considerare il problema anche da una diversa prospettiva. Nel nostro ordinamento nazionale, la nozione ristretta di attività bancaria offerta dall'art. 10, comma 1, TUB, come non preclude alle banche un'operatività più ampia, ricomprendente anche attività non riconducibili a detta nozione, così non impone loro l'esercizio di entrambe le attività "caratterizzanti" entro parametri rigidi e predeterminati. Le banche acquistano il carattere di impresa bancaria con l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, e possono variare liberamente le proprie scelte operative senza soggiacere ad una rigida predeterminazione del contenuto dell'attività svolta, che era invece tipica del sistema, anteriore al TUB, fondato sulla distinzione tra diverse categorie di banche, ciascuna caratterizzata da una specifica operatività⁵¹.

Tornando al progetto di riforma, è vero che in base ad esso le imprese di investimento maggiori dovrebbero chiedere l'autorizzazione come *credit institutions* anche quando non intendono di fatto esercitare le tipiche attività bancarie, ma è anche vero che, una volta autorizzate, nulla impedirebbe loro di svolgere dette attività. Ottenuta la licenza bancaria, le imprese in questione potrebbero cioè esercitare liberamente ai sensi dell'art. 33 CRD IV – e salvo che l'autorizzazione rilasciata loro non imponga specifiche limitazioni – tutte le attività elencate nell'Allegato I della stessa CRD IV, tra cui quindi anche l'attività di raccolta dei depositi e di concessione di crediti per conto proprio. Nella stessa proposta di riforma in esame non è rinvenibile alcuna disposizione volta ad escludere che le imprese di investimento di maggiori dimensioni possano svolgere, appena ottenuta la licenza bancaria, anche attività ulteriori rispetto alla negoziazione per conto proprio e alla sottoscrizione finalizzata al collocamento.

In definitiva, l'esame del progetto di riforma impone una scelta tra due visioni: l'una sostanzialistica, l'altra, per così dire, formalistica. Se da una parte il regolamento MVU sembra far riferimento, più che alla astratta qualificazione dei

50 CGUE, C-305/05, *Ordre des barreaux francophones et germanophones and others*, 28; C-101/01, Lindqvist, 87; c-386/08, Brita, 39; C-63/09, Walz, 22.

51 R. Costi, op. cit., p. 220, nt. 33: "È vero, per altro, che nulla vieta a un soggetto di costituire una banca o di trasformarsi in banca per poi esercitare attività bancaria in via del tutto marginale rispetto ad altra attività finanziaria. Così, non è raro che intermediari finanziari o SIM, raggiunte determinate dimensioni, scelgano di trasformarsi in banche, non già per esercitare effettivamente, o perlomeno in modo significativo rispetto alle proprie attività, quella bancaria, bensì per giovare sia della più ampia sfera di operatività prevista dall'ordinamento per le banche (così da poter, magari solo occasionalmente, fornire al cliente tutti i servizi finanziari, salve le riserve di attività previste dalla legge) sia per giovare della maggiore fiducia che i potenziali consumatori nutrono, a torto o a ragione, nei confronti delle banche".

soggetti vigilati, all'effettivo svolgimento della tipica attività bancaria, dall'altra è innegabile che, allo stato, la BCE esercita i suoi compiti di vigilanza prudenziale su tutti gli enti autorizzati come banche, a prescindere dalla loro concreta operatività: potrebbe dunque sostenersi che l'autorizzazione come ente creditizio, e l'assoggettamento al connesso livello di vigilanza prudenziale, siano sufficienti a incardinare il suo potere di supervisione.

6 Conclusioni

Distinguere nettamente tra attività bancaria tipica e attività finanziarie diverse è difficile, e i recenti sviluppi dimostrano che lo sarà sempre di più. Può dirsi, anzi, che la distinzione per ambiti di attività, cui corrisponde il riparto di competenze tra diverse autorità di vigilanza, costituisce un'operazione per molti versi convenzionale, connotata da ampi margini di arbitrarietà, soggetta talvolta a ripensamenti, e condizionata dall'evoluzione storica e dalla tradizione giuridica degli ordinamenti.

L'ampia operatività concessa alle banche è principalmente frutto dello speciale statuto cui esse sono soggette, imperniato su una stringente regolazione e su una supervisione continua. Su questa ossatura fondamentale, fatta di regole prudenziali e di correttezza, si innestano le discipline tipiche delle ulteriori attività finanziarie svolte dalle banche stesse e dagli altri intermediari. I rapporti tra queste differenti discipline, alla luce dell'evoluzione del complessivo quadro regolamentare, ora soprattutto europeo, e della strutturazione dei poteri di vigilanza nel MVU, non sono semplici, ma si inquadrano nella storia e nello sviluppo, sempre in divenire, del settore bancario e finanziario e – parallelamente – dell'attività di vigilanza.

Un punto fermo deve essere, invece, nella prospettiva della sana e prudente gestione e della tutela del cliente, l'esistenza di un proporzionato livello di supervisione e di protezione, in assenza del quale non può che svilupparsi una tendenza verso le attività meno presidiate e meno corrette. La "*possibile inopportuna creazione in fatto di zone franche non sufficientemente presidiate*"⁵² si tradurrebbe, inevitabilmente, anche in un problema di stabilità degli intermediari stessi e dell'intero sistema.

52 G. Presti, Dal "decreto Eurosim" alla "legge Draghi": la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l'hanno ispirata, in questo Quaderno.

I principi di trasparenza e correttezza nei mercati finanziari: la loro rilevanza nelle norme e nella giurisprudenza nazionale ed europea

Salvatore Providenti (*)

1 Premessa. I principi e gli obiettivi nella “*securities law*”

Una delle caratteristiche peculiari del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria o Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58 del 28.2.1998, per tutti diventato il TUF per una felice intuizione del presidente della Consob di allora Tommaso Padoa Schioppa che ritenne giusto far passare l'idea avanzata da alcuni di noi collaboratori di avere i due acronimi facili di TUB e TUF) è la presenza di alcune importanti norme di principio. Tali norme indicano finalità da perseguire o sintetizzano in una clausola generale i doveri degli operatori del mercato; esse svolgono una funzione sia prescrittiva, ad esempio nei confronti delle Autorità di vigilanza, alle quali assegnano in genere le finalità a cui devono ispirare la propria azione, sia di strumento utile all'interpretazione delle altre norme, in particolare anche di quelle che impongono obblighi di comportamento agli operatori.

Si tratta di una modalità di legiferare (quella di far precedere da norme di principio quelle di dettaglio) non molto risalente nella tradizione giuridica italiana (dove pure hanno sempre avuto un grande ruolo le “clausole generali” come ad esempio la “buona fede” contrattuale di cui agli artt. 1337 o 1366 c.c.) ma certamente presente nella regolamentazione dell'Unione Europea, sia per effetto del peso sempre più rilevante dei c.d. “considerando” che introducono le leggi euro-unitarie (già comunitarie) sia per la costante presenza nelle Direttive e nei Regolamenti di norme che stabiliscono principi generali e indicano obiettivi da perseguire.

Fra i principi e le finalità da perseguire sono peculiari della «*securities law*» (espressione sintetica che può usarsi per ricomprendervi la disciplina dell'intermediazione finanziaria non bancaria, delle sedi di negoziazione di strumenti finanziari, degli emittenti che si rivolgono al mercato per il loro finanziamento o la loro capitalizzazione) la trasparenza e correttezza, intese come strumenti finalizzati alla

(*) Responsabile della Consulenza Legale, Consob.

protezione (o tutela) degli investitori e dell'integrità del mercato, diversamente declinati ma sempre presenti nelle distinte grandi aree tematiche di intermediari, mercati (sedi di negoziazione), emittenti, in cui ancora oggi è ripartito il TUF (pur dopo i tanti interventi modificativi ed integrativi intervenuti negli anni specialmente per effetto del recepimento di norme euro-unitarie).

Nell'evoluzione normativa e nell'esperienza applicativa giurisprudenziale nazionale ed europea recente l'attenzione a tali principi ed obiettivi ha sempre avuto rilievo centrale. Oggetto del presente contributo è quello di fornire spunti che mostrano come essi abbiano avuto ed abbiano ancora una capacità generativa di soluzioni a questioni controverse (almeno come strumento interpretativo delle norme di dettaglio) di grande rilievo. Dopo una ricognizione del dato normativo, suddivisa per le tre grandi aree del TUF (Intermediari/Mercati/Emittenti), l'attenzione è in questa sede posta principalmente su alcune pronunce giurisprudenziali che confermano tale situazione, indicate come esempi di una tendenza senza alcuna pretesa di esaustività.

2 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi - Intermediari

2.1 Gli obiettivi della vigilanza

Procedendo all'esame del dato normativo, in materia di intermediari è bene prendere le mosse dall'art. 5 che indica al comma 1 gli obiettivi della vigilanza sulle imprese e i servizi d'investimento: la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario; l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

Come noto, per il perseguimento di tali obiettivi, la Banca d'Italia (comma 2) è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari; la Consob (comma 3) è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.

Sempre nella Parte intermediari del TUF v sono altre norme "di principio". Ad esempio l'art. 6, comma 01, riguardante i criteri a cui le Autorità si devono ispirare nel dettare norme regolamentari, contiene un altro elenco di obiettivi generali da tenere in conto: "*a) valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati; b) proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari; c) riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana; d) agevolazione dell'innovazione e della concorrenza*". Si tratta di obiettivi centrati sulla proporzionalità e sull'attenzione alla competitività dell'industria nazionale; in sostanza la loro indicazione da parte del legislatore stabilisce un altro principio generale da tenere presente insieme agli altri sopra riferiti e dà voce e riconoscimento a interessi diversi da quelli di protezione di

determinati beni a rischio (come la stabilità degli intermediari o l'integrità del mercato) o soggetti deboli (come gli investitori) indicati dall'art. 5.

In occasione del recepimento della Direttiva MIFID 2 (Direttiva n. 2014/65 del 15.5.2014, entrata in vigore il 3.1.2018, recepita con il d.lgs n. 120 del 3.8.2017) è stata inserita un'altra norma (art. 6, comma 02) che ribadisce e riformula in modo specifico per il settore dell'intermediazione finanziaria il divieto di "gold plating" già presente nell'ordinamento nazionale¹. In base ad essa *"La Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dall'articolo 16, paragrafi 8, 9 e 10 della direttiva 2014/65/UE e dai relativi atti delegati (e dunque in materia di separazione di fondi), nonché dall'articolo 24 della direttiva medesima (e dunque in materia di regole generali di correttezza e trasparenza verso il cliente), solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano"*.

La norma appare un concentrato degli interessi diversi che tutti i principi generali posti dal legislatore finora ricordati sottendono. Essa impone un limite centrale per il mantenimento e rafforzamento della posizione competitiva dell'industria italiana e, nello stesso tempo, riconosce anche uno spazio di integrazione, il cui uso da parte del regolatore è giustificabile soltanto con la necessità di difendere da "rischi specifici" quei beni giuridici che emergono come i principi/obiettivi di maggior rilievo nella materia dell'intermediazione finanziaria: protezione (o tutela) degli investitori ed integrità del mercato. Al perseguimento di tali obiettivi sono volte principalmente, come già detto, norme di trasparenza e correttezza, ma anche quelle specifiche norme di stabilità e controllo dei rischi (diverse da quelle più invasive tipiche del mondo bancario o assicurativo) che sono presenti anche in quest'area dell'ordinamento (ad esempio, in materia di separazione patrimoniale).

Sempre alla tutela degli investitori fa riferimento anche il principio di graduazione indicato alla Consob dall'art. 6, comma 2, secondo cui l'Autorità nell'esercizio dei poteri regolamentari tiene conto anche *«delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi»*.

¹ Si ricorda che ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. c), della legge n. 234/2012, contenente "Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea", *"gli atti di recepimento di direttive dell'Unione europea non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse, ai sensi dell'articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater, della legge 28 novembre 2005, n. 246"*. Questi ultimi, come modificati dall'art. 14 della legge n. 183/2010, definiscono *"livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive comunitarie: a) l'introduzione o il mantenimento di requisiti, standard, obblighi e oneri non strettamente necessari per l'attuazione delle direttive; b) l'estensione dell'ambito soggettivo o oggettivo di applicazione delle regole rispetto a quanto previsto dalle direttive, ove comporti maggiori oneri amministrativi per i destinatari; c) l'introduzione o il mantenimento di sanzioni, procedure o meccanismi operativi più gravosi o complessi di quelli strettamente necessari per l'attuazione delle direttive"*. Inoltre il comma 24 quater sopra richiamato precisa che *"L'amministrazione da' conto delle circostanze eccezionali, valutate nell'analisi d'impatto della regolamentazione, in relazione alle quali si rende necessario il superamento del livello minimo di regolazione comunitaria. Per gli atti normativi non sottoposti ad AIR, le Amministrazioni utilizzano comunque, i metodi di analisi definiti dalle direttive"* della Presidenza del Consiglio in materia di analisi d'impatto della regolamentazione.

2.2 Clausole generali e obiettivi nella disciplina del rapporto tra cliente ed intermediario

La disciplina degli intermediari è caratterizzata poi dalla presenza di clausole generali anche nelle norme che regolano il rapporto tra cliente ed intermediario.

Si ricorda in particolare che in base all'art. 21, comma 1: "*Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività*".

In tutte le lettere del comma in questione, vi sono obblighi di carattere generale che disegnano in poche parole l'intero spettro dei doveri dell'intermediario abilitato (poi dettagliati in un profluvio di regole di dettaglio euro-unitarie e nazionali); ma è certamente l'art. 21, comma 1, lett. a) che riveste un ruolo centrale nella relazione con il cliente. In quel testo, alla diligenza che appartiene alla tradizione consolidata della disciplina del mandato nel nostro diritto civile, si affiancano correttezza (comunque non estranea al codice civile) e trasparenza e le tre clausole generali sono finalizzate al servizio migliore possibile dell'interesse dei clienti (che non è altro che protezione degli investitori/clienti dell'intermediario) e, ancora una volta, all'integrità del mercato. Inoltre la trasparenza e la correttezza tornano alle lettere b) (i clienti devono essere sempre adeguatamente informati) e c) (le comunicazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti); l'integrità del mercato non è estranea all'efficienza nello svolgimento dei servizi e delle attività di cui alla lett. d).

In piena coerenza con questa rilevanza di determinati interessi protetti e principi da perseguire si pongono anche le nuove norme in materia di "*product governance*" e "*product intervention*", come risultanti da una lettura congiunta delle fonti europee (artt. 9 e ss. MIFID2; artt. 39 e ss. MIFIR, Regolamento n. 600/2014 del 14 maggio 2014) che le prevedono direttamente e delle norme nazionali che le fanno proprie (fra cui in materia di "*product governance*" i commi 2 bis e 2 ter dello stesso art. 21 del TUF; in materia di "*product intervention*" l'art. 7-bis del TUF).

In base alla disciplina rinnovata sui conflitti d'interesse e a quella sulla *product governance* i processi interni dell'intermediario devono essere strutturati in modo tale che le "esigenze del cliente" siano valorizzate in tutte le fasi della «catena di intermediazione», individuando ex ante i prodotti che, per le loro caratteristiche, non soddisfano le esigenze di determinate categorie di clienti (rapporto corretto tra prodotto e target). Inoltre i "sistemi incentivanti" devono essere declinati con modalità tali da contenere il rischio di condotte opportunistiche.

Ancor più evidente la rilevanza dei principi di fondo è nella disciplina della c.d. "*product intervention*" che attribuisce alle Autorità europee (l'ESMA per gli strumenti finanziari ovvero l'EBA per i depositi strutturati) e nazionali poteri di ultima

istanza (esercitabili, dopo un confronto con le altre Autorità, solo qualora la normativa o una migliore vigilanza non consentirebbero di fronteggiare il problema in modo più efficace), che consentono di vietare o limitare: la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari (o depositi strutturati) ovvero di strumenti finanziari (o depositi strutturati) aventi particolari caratteristiche; un tipo di attività o pratica finanziaria.

Il presupposto del potere è che vi sia alternativamente: timore significativo in merito alla protezione degli investitori; minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci; minaccia alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione (in tale ultimo caso il potere è esercitabile alle Autorità nazionali competenti per la stabilità). Un ulteriore caso particolare è quello che si verifica qualora "*un derivato ha ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi del mercato sottostante*" (art. 42, par. 2, di MiFIR, che attribuisce tale poter alle Autorità nazionali).

Tornano ancora, come è evidente, protezione degli investitori ed integrità dei mercati.

Ancora, possono ricondursi ai principi generali di correttezza e trasparenza nelle relazioni con il cliente anche tutte le più note regole in materia di prestazione dei servizi d'investimento, e, fra queste, quella c.d. di adeguatezza (o *suitability rule*) applicabile ai servizi di consulenza e gestione e quella c.d. di appropriatezza, applicabile agli altri servizi (cfr. per la loro più recente formulazione, adottata nel rispetto della MIFID 2 e dell'art. 54 del Regolamento delegato n. 2017/565, gli artt. 40 e ss. del Regolamento Intermediari della Consob adottato con Delibera n. 201307 del 15.2.2018 e le norme europee ivi richiamate).

In base ad esse, in sintesi, gli intermediari devono ottenere informazioni sufficienti dal cliente sulle sue caratteristiche e sui suoi obiettivi d'investimento. Se non le ricevono devono alternativamente astenersi dall'offrire il servizio di gestione o consulenza (il che costituisce un obbligo di correttezza di natura particolarmente invasiva) o rappresentare in modo chiaro al cliente che l'operazione che vuole realizzare nell'ambito dei servizi cd. "esecutivi" potrebbe non essere appropriata per lui. Se, invece, ricevono le informazioni possono investire o raccomandare di investire, nell'ambito dei servizi di gestione o consulenza, soltanto in strumenti finanziari che siano adeguati per il cliente; negli altri servizi devono rappresentare in modo chiaro – ove ne esistano i presupposti – che l'investimento non è appropriato per il cliente.

2.3 I beni protetti nella disciplina sulle sanzioni alle persone fisiche

Infine, una recente conferma della rilevanza dei principi di fondo può trovarsi anche in una norma tutta nazionale, che esercita un ambito di discrezionalità lasciato agli stati membri sui soggetti destinatari delle sanzioni. Si tratta dell'art. 190-bis del TUF, inserito in occasione del recepimento dalla Direttiva c.d. CRD IV, (con il d.lgs. n. 72/2015, in vigore per le violazioni commesse a partire dall'8.3.2016), e non sostanzialmente modificato in sede di recepimento della MIFID 2. In tale norma

sussiste la responsabilità delle persone fisiche per le violazioni in materia di servizi d'investimento specialmente qualora: *"l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni"* e (fra l'altro, ci sono altri casi ma si tratta del caso principale) *"la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per l'integrità ed il corretto funzionamento del mercato"*.

Accanto al richiamo al profilo della stabilità (comune alla vigilanza bancaria ed assicurativa) ritornano i due obiettivi di fondo di quella che abbiamo chiamato *"securities law"*: tutela degli investitori ed integrità del mercato

3 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi - Mercati e abusi di mercato

3.1 Gli obiettivi della vigilanza sulle sedi di negoziazione

Anche nella Parte del TUF dedicata alla regolamentazione dei Mercati (rimasta con tale denominazione generale anche se dopo il recepimento della MIFID 2 è più generale la nozione di "sedi di negoziazione" in luogo di "mercati") tornano i medesimi principi e obiettivi di fondo. Basti in proposito riportare i primi due commi dell'art. 62 come riscritto da ultimo (ma l'indicazione dei principi e delle finalità era già presente sin dalla versione originaria del TUF, sebbene la numerazione degli articoli sia cambiata, ed è confermata in altre norme, talvolta analoghe a quelle in materia di intermediari, anche per la comune origine nelle Direttive Mifid e Mifid 2²):

«1. La Consob vigila sulle sedi di negoziazione e, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia ai sensi della parte II del presente decreto, sui relativi gestori, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

2. La Consob vigila affinché la regolamentazione del mercato regolamentato e le regole delle altre sedi di negoziazione, adottate dai relativi gestori, siano idonee ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può richiedere ai gestori delle sedi di negoziazione le opportune modifiche idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate.»

Nel particolare contesto della disciplina delle sedi di negoziazione regolate (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o MTF, sistemi organizzati di negoziazione o OTF), nonché per alcuni aspetti degli internalizzatori sistematici, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni costituisce una componente della più generale finalità di garantire l'integrità del mercato: in ogni caso la corretta fissazione/formazione dei prezzi ne costituisce uno degli obiettivi centrali.

2 Ad esempio l'art. 61-bis rende applicabili ai poteri regolamentari in materia di Mercati gli obiettivi assegnati a Consob e Banca d'Italia dal precedente già citato art. 6, comma 01.

3.2 Gli obiettivi nella disciplina sugli abusi di mercato

Il rapporto tra l'obiettivo di garantire l'integrità del mercato e la corretta formazione dei prezzi emerge con ancora maggior chiarezza nell'ambito della disciplina sugli abusi di mercato.

Il centro di tale disciplina è nei divieti imposti dagli artt. 14 e 15 del Regolamento n. 596/2014 del 16.4.2014 (MAR) di abusare delle informazioni privilegiate (nelle diverse forme di acquisto o vendita; raccomandazione o induzione; semplice comunicazione) o effettuare manipolazione (operativa o informativa). La finalizzazione di tali divieti all'obiettivo dell'integrità del mercato è ribadita più volte nei "*consideranda*" del Regolamento e della contestuale Direttiva c.d. MAD 2 (n. 2014/57 del 16.4.2014), riguardante le sanzioni penali.

Dalle definizioni dettate dall'art. 12 del MAR può, ad esempio, ricavarsi in sintesi che costituisce manipolazione del mercato tenere condotte che inviino (o è probabile che inviino) ovvero effettuare comunicazioni che forniscano (o siano idonee a fornire) al mercato segnali «falsi» o «fuorvianti» sull'offerta o domanda o sul prezzo di strumenti finanziari o ancora tenere condotte che fissino il prezzo di mercato a un livello anomalo o artificiale. In sostanza è vietato operare con modalità che, determinando anomalie nella formazione/fissazione dei prezzi, rendono non corretto il funzionamento del mercato e nello stesso tempo lo privano di integrità.

4 Ricognizione delle norme che indicano principi generali e obiettivi - Emittenti

4.1 Il ruolo centrale della trasparenza

Anche in materia di Emittenti vi è una norma introduttiva della relativa Parte del TUF (art. 91) che ribadisce i principi di fondo seppure in un'accezione più specifica: "*La Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*".

Nel settore degli Emittenti e delle società quotate assumono un peso maggiore gli obblighi di trasparenza, che sono più invasivi per gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati ma sono significativi anche per emittenti i cui strumenti finanziari siano trattati su altre sedi di negoziazione o rimangono non quotati, sebbene dopo un'offerta al pubblico o il loro collocamento in altra forma sul mercato. Ed in effetti l'obiettivo della trasparenza (strumentale sia alla tutela degli investitori sia all'integrità e al buon funzionamento del mercato) è sotteso a tutta la disciplina tipica degli emittenti quotati che è incentrata su: pubblicazione di prospetti e altri documenti informativi (approvati e non); comunicati aventi ad oggetto le "informazioni privilegiate" relative alla vita dell'impresa e del gruppo che possono influenzare la formazione del prezzo di mercato (c.d. *price sensitive* in attuazione prima dell'art. 114, comma 1, del TUF, oggi dell'art. 17 del MAR); informazioni periodiche e straordinarie sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale,

sull'azionariato e sui patti parasociali previste dalla Direttiva c.d. "Transparency" (Direttiva n. 2004/109/CE del 15.12.2004, da ultimo modificata dalla Direttiva n. 2013/50/UE del 22.10.2013) e dalla disciplina nazionale; ulteriori informazioni da pubblicare su richiesta dell'Autorità, formulata caso per caso ex art. 114, comma 5, TUF (norma anch'essa attuativa della Direttiva *Transparency* e dei testi comunitari che l'hanno preceduta).

In modo finalistico rispetto all'obiettivo centrale della trasparenza necessaria per consentire agli investitori una scelta consapevole (e dunque alla loro tutela) è, del resto, formulata anche la norma generale riguardante il contenuto del prospetto, oggi dettata (sulla falsariga delle previsioni euro-unitarie) dall'art. 94, comma 2, del TUF ("*Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti*"). Rimane, peraltro, fermo che il prospetto per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari deve essere redatto, ove applicabili, in conformità agli schemi allegati ai Regolamenti europei in materia, da ultimo modificati nel 2017 e nel 2019, il cui contenuto non è derogabile in sede nazionale.

Come indicato dall'art. 91 sopra menzionato, la circostanza che nella materia degli Emittenti prevalga (e sia pacificamente centrale) l'aspetto della trasparenza non esclude che vi sia spazio anche per regole di correttezza. La correttezza in questo campo assume, d'altra parte, prevalentemente un significato diverso che l'avvicina alla correttezza endo-societaria nel rapporto tra emittente e titolari di strumenti finanziari da esso emessi e distribuiti, specialmente se si tratta di soci. Non costituisce oggetto del presente contributo chiarire come le norme speciali sulle società con azioni quotate contenute nel TUF si inseriscono nel cuneo tra disciplina dei mercati e disciplina tipicamente societaria, ma è utile ricordare che è proprio per tale ragione che il TUF ha sin dall'inizio accolto norme sulla corporate governance delle società con azioni quotate (di cui fanno parte a pieno titolo anche quella sull'OPA obbligatoria).

Per completezza va, però, chiarito che fra le regole di correttezza della parte Emittenti del TUF ve ne sono anche alcune (ad esempio quelle sullo svolgimento delle offerte) più tipiche della "*securities law*" anche se talvolta applicabili non soltanto ad intermediari abilitati (ad esempio al collocamento) ma anche direttamente agli emittenti (ad esempio in materia di riparto o di acquisti in corso di offerta).

4.2 Correttezza e trasparenza nella disciplina sulle operazioni con parti correlate

Un ambito normativo appartenente all'area degli emittenti quotati (anzi delle società con azioni quotate) che fa emergere con chiarezza gli interessi tutelati è quello della disciplina sulle "operazioni con parti correlate", fino a poco tempo fa soltanto nazionale ed ora anche euro-unitaria.

Si ricorda che la disciplina nazionale in questione (nelle società che fanno ricorso al mercato del capitali di rischio, e dunque con azioni quotate o diffuse) trova la sua genesi in uno degli ultimi decreti attuativi della delega su cui si è basata la riforma del diritto societario (d.lgs. 28 dicembre 2004 n. 310, art. 12), che ha inserito nel codice civile l'art. 2391-bis. Tale norma («*Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate*») è costruita in modo evidentemente finalistico.

In attuazione della norma del codice civile è stato adottato, come noto, un regolamento Consob (n. 17221 del 12 marzo 2010, cui ha fatto seguito la Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24.9.2010). Il regolamento detta, da una parte, in attuazione dell'art. 114, comma 5, del TUF, regole cogenti relativa alla trasparenza dell'operazione compiuta, da realizzare con un documento informativo di cui sono previsti uno schema dettagliato e tempi e modi vincolanti di pubblicazione, dall'altra, un insieme di regole procedurali ("di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale") che mirano a condurre ad una decisione che sia il più possibile in linea con l'interesse sociale.

Anche le nuove norme europee sulle Operazioni con parti correlate, dettata dalla c.d. Direttiva *Shareholder's rights 2* (n. 2017/828 del 17.5.2017), da recepire entro il 10.6.2019³, rispondono in modo chiaro agli obiettivi di correttezza e trasparenza.

In particolare, il Considerando 42 indica dettagliatamente quali sono i problemi di correttezza endo-societaria che un tal genere di operazioni pone ("Le operazioni con parti correlate possono causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società. È pertanto importante prevedere adeguate misure di salvaguardia per la tutela degli interessi delle società e degli azionisti") e individua anche gli strumenti di intervento più opportuni ("Per questo motivo gli Stati membri dovrebbero garantire che le operazioni rilevanti con parti correlate siano sottoposte all'approvazione degli azionisti o dell'organo di amministrazione o di vigilanza conformemente alle procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano adeguatamente gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza").

A sua volta il successivo Considerando 44 attribuisce grande rilievo anche alla trasparenza e alle sue molteplici funzioni: "Le società dovrebbero rendere note al pubblico le operazioni rilevanti al più tardi al momento della loro conclusione, identificando la parte correlata, la data e il controvalore dell'operazione nonché qualsiasi altra informazione necessaria per valutare la correttezza dell'operazione. La comunicazione al pubblico di tale operazione, ad esempio sul sito internet della società o su mezzi di facile accesso, è necessaria per consentire agli azionisti, ai creditori, ai

3 È ora intervenuto il d.lgs. n. 49/2019 del 10.6.2019 che ha operato il recepimento, senza che vi siano stati mutamenti sugli aspetti considerati nel presente scritto.

dipendenti e ad altri soggetti interessati di essere informati in merito ai potenziali effetti che tali operazioni potrebbero avere sul valore della società". E altresì precisato che "L'identificazione precisa della parte correlata è necessaria per una migliore valutazione dei rischi che l'operazione comporta e per consentire l'impugnazione di tale operazione anche ricorrendo alle vie legali".

5 Esempi giurisprudenziali caratterizzati dalla rilevanza del riferimento a principi, obiettivi e clausole generali

5.1 Esempi in materia di intermediari

(obblighi specifici derivanti dalle clausole generali)

5.1.1 In materia di intermediari la rilevanza dei principi generali nella normativa sui servizi d'investimento ha consentito talvolta alla giurisprudenza nazionale di anticipare gli sviluppi che avrebbe avuto la normativa di dettaglio europea nel tempo. Ciò è avvenuto, ad esempio, in materia di procedure interne, con riguardo alle quali la Consob, con l'adozione di determinati provvedimenti sanzionatori, e poi la giurisprudenza hanno fatto derivare dai principi già esistenti ed applicabili e dalla necessità di realizzare determinate finalità obblighi di carattere organizzativo e procedurale, che nelle prime normative europee e nazionali non erano esplicitamente previsti.

Un esempio di tale atteggiamento è rinvenibile nella seguente pronuncia riguardante fatti antecedenti il recepimento della prima direttiva MIFID (Cass. civ., sez. II, 04-09-2014, n. 18683): *"Se l'obbligo dell'intermediario di disporre di procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi di investimento esige una modulazione rimessa alla discrezionalità dell'imprenditore, esso lo vincola però al tempo stesso all'attuazione dell'obiettivo perseguito. Con la precisazione ulteriore che anche se le norme regolamentari non delineano uno specifico modello ideale di procedura, ciò dipende dalla volontà del legislatore di lasciare ampia discrezionalità agli intermediari nella predisposizione in concreto ritenute più idonee, senza che ciò possa tradursi in un limite per l'organo di vigilanza nella valutazione della congruità di tali procedure rispetto al fine delle norme che le hanno contemplate."*

5.1.2 Un altro caso emblematico di rilevanza delle clausole generali in casi concreti e specialmente nella giurisprudenza è quello della considerazione come norma direttamente impositiva di obblighi dell'art. 21, comma 1, lett. a), del TUF, che, come si è visto, impone un obbligo generale di diligenza, correttezza e trasparenza volto alla tutela degli investitori e dell'integrità del mercato.

Sintomatici del significato attribuito dalla giurisprudenza a tale norma sono, ad esempio, i seguenti passi di una recente decisione della Corte d'Appello di Venezia (n. 60/2018 pubblicata il 10/05/2018, che ha confermato nel merito sanzioni adottate dalla Consob per violazione di regole di correttezza da parte dell'intermediario) dove fra l'altro – in linea con molti altri precedenti anche della Cassazione – viene sottolineato il legame della norma con i principi civilistici di correttezza e buona fede

contrattuale: "L'art. 21, comma 1, lett. a), T.U.F. («Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»), non ha valenza solo programmatica, ma precettiva ... Nel caso in esame, l'art. 21, comma 1, lett. a), che costituisce per il settore finanziario una specificazione delle ordinarie regole dettate in tema di correttezza e buona fede nella fase di formazione ed esecuzione del contratto, risulta dotato di sufficiente determinatezza: la sua inevitabile elasticità, propria di tutte le clausole generali, trova maggior specificità nelle disposizioni interne e negli strumenti adottati per la prestazione dei servizi da parte di operatori che, ai sensi dell'art. 13 t.u.f. e del d.m. 11 novembre 1998 (Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV) sono professionalmente qualificati, ossia dotati della competenza e della professionalità necessarie per stabilire preventivamente quali siano le modalità più appropriate per adeguare la propria condotta all'osservanza della legge nell'interesse dei risparmiatori... Non sembra ragionevolmente dubitabile, poi, che i canoni di condotta prescritti dalla lett. a) dell'art. 21, comma 1, T.U.F., siano rivolti a presidiare (anche) il rapporto, di natura negoziale, tra intermediario finanziario e destinatari dei servizi e delle prestazioni dallo stesso erogati".

5.2 Esempi in materia di abusi di mercato

(nelle sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea Spector e Ricucci)

In materia di abusi di mercato le decisioni della Corte di Giustizia dell'Unione Europea che se ne sono occupate hanno sempre sottolineato l'importanza di ricondurre l'interpretazione delle norme ai principi che le ispirano e agli interessi di fondo tutelati.

5.2.1 Così è avvenuto, ad esempio, nella nota sentenza della III Sezione della Corte sul caso *Spector Photo Group NV e Chris Van Raemdonck contro CBFA* (Causa C-45/08) del 23 dicembre 2009, che si soffermava specialmente sulle finalità delle sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato, individuate nella tutela dell'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzamento della fiducia degli investitori, per ottenere la quale "questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate".

Più precisamente nel Paragrafo 62 della sentenza, riguardante la ragion d'essere delle sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato, può leggersi che «La questione se detta persona abbia violato il divieto degli abusi di informazioni privilegiate deve essere analizzata alla luce della finalità di tale direttiva, la quale consiste nel tutelare l'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate».

5.2.2 Anche la recente soluzione data dalla Corte al tema della possibilità di applicare al medesimo comportamento che costituisce abuso di mercato sia sanzioni amministrative (di natura sostanzialmente penale) sia sanzioni anche formalmente penali senza violare il principio del "ne bis in idem" è a ben vedere incentrata sui principi generali e sugli obiettivi di fondo perseguiti.

Emblematici sono al riguardo alcuni passi della sentenza della Grande Sezione della Corte del 20.3.2018 in causa C-537/16 (*Garlsson Real Estate SA, in liquidazione, Stefano Ricucci, e Magiste International SA contro Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*), che richiamano anche il precedente *Spector* ora citato⁴.

In tali passi la Corte (dopo aver affermato la natura penale delle sanzioni amministrative sugli abusi di mercato) si occupa di spiegare la ragione per la quale ritiene possibile, nel caso del doppio binario sugli abusi di mercato, limitare, ai sensi dell'art. 52 della Carta Europea dei Diritti dell'Uomo, la vincolatività del "ne bis in idem" e dunque, a determinate condizioni (fra cui il parallelismo, la prevedibilità e soprattutto la proporzionalità complessiva dell'intervento punitivo) applicare sia sanzioni formalmente penali sia sanzioni formalmente amministrative (ma sostanzialmente penali). Nel far questo la Corte dà grande importanza alle finalità perseguite dalla normativa nel suo complesso, che forniscono un "obiettivo di interesse generale" da realizzare ma anche alla complementarietà fra le finalità tipiche dell'intervento punitivo (formalmente) amministrativo e le finalità tipiche dell'intervento penale per i casi più gravi (che sono quelli per i quali la Direttiva MAD 2 n. 2014/57 del 16.4.2014 lo impone).

Si vedano in proposito i seguenti Paragrafi 46 e 47:

*«46 Per quanto riguarda la questione se la limitazione del principio del ne bis in idem risultante da una normativa nazionale come quella di cui al procedimento principale risponda a un obiettivo di interesse generale, risulta dal fascicolo a disposizione della Corte che tale normativa mira a tutelare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari. Alla luce dell'importanza che la giurisprudenza della Corte attribuisce, al fine di realizzare tale obiettivo, alla lotta contro le violazioni del divieto di manipolazioni del mercato (v., in tal senso, sentenza del 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group e Van Raemdonck*, C- 45/08, EU:C:2009:806, punti 37 e 42), un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale può essere giustificato qualora tali procedimenti e tali sanzioni perseguano, ai fini del conseguimento di un simile obiettivo, scopi*

4 Per una più dettagliata descrizione del contenuto di tale sentenza e di quelle coeve relative ai casi *Zecca/Di Puma e Menci*, si veda la descrizione a caldo di A. Galluccio, *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di Bis in idem*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, n. 3/2018 e il contributo di A. Valente in questo *Quaderno*. Sulla successiva applicazione dei principi stabiliti dalla Corte Europea da parte della Cassazione, più di recente, sempre in *Diritto Penale Contemporaneo*, E. Fusco – G. Baggio, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, n. 1/2019 e F. Mucciarelli, *Doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la parziale riforma domestica*, disponibile sul sito www.penalecontemporaneo.it.

complementari riguardanti, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare.

47 A tal riguardo, in materia di illeciti legati alle manipolazioni del mercato, sembra legittimo che uno Stato membro voglia, da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfettaria e, dall'altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e che giustificano l'adozione di sanzioni penali più severe.»

5.3 Esempi in materia di Emittenti

(operazioni con parti correlate, obblighi di comunicazione dei sindaci, ampiezza del potere Consob di chiedere informazioni)

5.3.1 Come avvenuto, secondo quanto si è già riferito, in materia di servizi d'investimento, anche in materia di emittenti la giurisprudenza della Corte di Cassazione ha anticipato evoluzioni normative successive, affermando, ad esempio con riguardo alla disciplina sulle operazioni con parti correlate, che l'adozione di "best practice" doveva essere compiuta dalla società con azioni quotate e richiesta dai sindaci in sede di controllo ancor prima che venisse adottata nell'ordinamento nazionale una normativa di dettaglio.

Si veda in proposito il seguente passaggio della recente sentenza n. 05357/2018 del 7.3.2018 della Sezione II Corte di Cassazione – adottata contestualmente ad altre dello stesso tenore che si sono susseguite fra la fine del 2017 e l'inizio del 2018 –, riguardante sanzioni a un sindaco per mancata vigilanza sull'osservanza della disciplina in materia di operazioni con parti correlate per fatti avvenuti prima dell'emanazione del Regolamento Consob n.17221/2010 del 12.3.2010: *«considerato inoltre che le operazioni con parti correlate dovevano rispettare criteri di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale, la Corte territoriale ha correttamente ritenuto che il relativo controllo da parte del Comitato di controllo interno, sulla base delle best practices vigenti anche prima dell'approvazione del Regolamento Consob n.17221/2010, non poteva che investire il contenuto economico dell'operazione, non avendo senso, in tale materia, una verifica limitata alla correttezza meramente formale dell'operazione».*

5.3.2 La centralità delle finalità perseguite dalla disciplina sugli emittenti quotati come strumento interpretativo delle norme è anche fondamentale per comprendere l'orientamento particolarmente severo assunto dalla Suprema Corte nel definire l'ampiezza dell'obbligo dei sindaci di riferire alla Consob "le irregolarità riscontrate" (art. 149, comma 3, del TUF, sanzionato dall'art. 193, comma 3), estendendolo significativamente rispetto all'orientamento che aveva originariamente assunto la Corte d'Appello di Milano. La posizione in questione è stata assunta per la prima volta con la sentenza della Sezione II n. 3251 del 10.02.2009 ed è stata

successivamente riconfermata (ad esempio da Cass. n. 12110/2018 depositata il 17 marzo 2018).

Nella lettura della suprema Corte *"quanto alla comunicazione dei fatti rilevati nell'esercizio dell'attività di vigilanza...l'art. 149, 3 co., d.lgs. n. 58/1998, ...limitandosi a richiedere il riscontro della loro irregolarità,*

- *da un lato non subordina il sorgere dell'obbligo di comunicazione ad una valutazione discrezionale dei sindaci ed all'accertamento da parte di essi dei requisiti oggettivi e soggettivi di una violazione della legge o dell'atto costitutivo ovvero del mancato rispetto da parte degli organi sociali dei principi di corretta amministrazione o dell'adeguatezza della struttura organizzativa della società, dei quali l'irregolarità rappresenta un sintomo;*
- *dall'altro, configurando l'obbligo come un corollario del dovere di vigilanza, esclude che l'omissione della comunicazione possa ritenersi non punibile ove i sindaci non provino che la loro inosservanza dell'obbligo di comunicazione sia dovuta ad un'impossibilità di riscontrare l'irregolarità conseguente a caso fortuito o forza maggiore, giacché l'art. 3, l. n. 689/1981, pone una presunzione (sia pure relativa) di colpevolezza della condotta".*

In sostanza i sindaci devono intendere per irregolarità da comunicare alla Consob comportamenti che costituiscono un "sintomo" dell'esistenza di una violazione di legge, di statuto o dei principi di corretta amministrazione, senza procedere preventivamente ad un accertamento dell'effettiva sussistenza delle violazioni e senza possibilità di essere esentati dall'obbligo se non per la ricorrenza di situazioni di caso fortuito o forza maggiore.

Il principio così stabilito viene, poi, ritenuto esplicitamente dalla Corte *"di rigorosa applicazione in quanto funzionale alla tutela del risparmio e del mercato garantita dalla Consob attraverso il controllo mediato sulle società quotate"*. Emerge da quest'ultimo passaggio il peso che nella decisione hanno avuto le finalità perseguite dalle norme; ed anche – in modo analogo alla rilevanza dei comportamenti colposi per le sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato sottolineata, come visto sopra, dalle sentenze della CGUE *Spector* e *Ricucci* – l'importanza che una certa semplificazione dell'elemento soggettivo richiesto per l'applicazione della sanzione ha – nella prospettiva della Corte – per la realizzazione delle suddette finalità.

5.3.3 È ancora l'attenzione alle finalità delle norme che attribuiscono alla Consob poteri di intervento che ha, ad esempio, contribuito ad indurre la Corte d'Appello di Milano a valorizzare le differenze di presupposto tra l'obbligo di pubblicare le informazioni privilegiate (a cui l'emittente è tenuto direttamente ex lege senza bisogno di richieste dell'Autorità, in base all'art. 114, comma 1, del TUF, fino all'1.7.2016, all'art. 17 del MAR, dopo) e le richieste della Consob di pubblicare *"notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico"* ex art. 114, comma 5,

dello stesso TUF (rimasto immutato anche dopo l'adeguamento della normativa italiana al MAR avvenuto con d.lgs. n. 107/2018 del 10.8.2018).

In sostanza la Corte di merito (seguendo in alcuni casi concreti l'impostazione delle sanzioni comminate dall'Autorità) ha ritenuto non in linea con la lettera e le finalità delle norme richiedere alla Consob di motivare nel momento in cui procede alla richiesta circa l'esistenza dell'informazione privilegiata⁵ e dunque di un obbligo preesistente di pubblicazione.

Secondo la Corte infatti (da ultimo nella sentenza n. 3388 del 13.7.2018) *"Una diversa lettura della disposizione, che limitasse l'esercizio del potere della Consob di richiedere informazioni ai parametri ex comma I, renderebbe totalmente priva di significato la portata applicativa della norma di cui al comma V, che dispone espressamente in capo alla autorità amministrativa indipendente un potere generale e distinto rispetto a quello previsto per la determinazione delle modalità e dei termini di comunicazione delle informazioni privilegiate"*.

La radicalità di tale impostazione è stata, peraltro, limitata da altre decisioni della medesima Corte d'Appello e, soprattutto, dalla Corte di Cassazione (cfr., ad esempio, Cass. 8529 del 31.3.2017, citata dalla decisione della Corte di Milano prima menzionata) in altri casi concreti (caratterizzati dalla destinazione della richiesta ad un soggetto diverso dall'emittente e dalla lontananza temporale delle notizie richieste rispetto al momento di mercato) hanno posto limiti sia soggettivi che oggettivi alla possibilità della Consob di richiedere la pubblicazione di qualsiasi informazione, facendo riferimento, ad esempio, alla delimitazione della lista dei soggetti a cui può essere rivolta la richiesta ex art. 114, comma 5, TUF e all'attualità dell'informazione da pubblicare rispetto alla formazione del prezzo di mercato e alle decisioni che gli investitori devono assumere.

* * * * *

Si ribadisce in conclusione che quello appena svolto è un primo esame di linee di tendenza della giurisprudenza, a loro volta ricollegabili alla tendenza dei legislatori europeo e nazionale ad accrescere l'indicazione di principi e finalità direttamente nel dettato normativo. Si tratta di spunti senza pretesa di esaustività che richiederebbero certamente ulteriori approfondimenti, anche in chiave comparatistica.

5 Si tratta, secondo la definizione normativa, già fornita dall'art. 181 TUF ed oggi dall'art. 7 MAR, di *"un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati"*.

In principio sono sempre le funzioni

Mario Stella Richter Jr^(*)

In principio sono le funzioni: così sessanta anni fa Massimo Severo Giannini intitolava, con intonazione biblica, uno scritto che ha da tempo guadagnato lo *status* di classico¹. Con esso si indicava quale fosse la priorità nel ripensare i rapporti giuridici organizzativi tra i pubblici poteri. Come tutti i classici, quelle pagine risultano costantemente attuali e ogni lettura consente di trarne nuovi motivi di riflessione per quanto in generale riguarda i sistemi organizzativi complessi (tra i quali si annoverano, appunto, quelli di cui ci dobbiamo occupare). Dunque, in principio sono le funzioni.

Queste parole mi sono tornate alla mente quando pensavo a come organizzare questa relazione; cioè, ogni volta che provavo a orientarmi nella vastità evocata dal tema assegnatomi: *I meccanismi di governo societario degli operatori del mercato e degli emittenti. Il profilo interno: composizione e funzioni degli organi sociali*. Un titolo che, coniugato con quello della giornata di studi – *A 20 anni dal TUF: verso la disciplina della Capital Market Union?* –, imporrebbe di fissare le linee portanti della legislazione e della regolamentazione dei «*meccanismi di governo societario*», e in particolare del loro «*profilo interno*», tanto con riguardo agli emittenti quanto con riferimento agli intermediari, tracciarne l'evoluzione degli ultimi vent'anni, farne un bilancio in relazione ai fini dichiaratamente perseguiti dal legislatore e a quelli in astratto da perseguire, per poi trarne indicazioni e auspici per il futuro.

Ed in effetti non sono mancati lavori che in occasione di vari precedenti anniversari hanno proceduto proprio in questo modo. Ciò, per esempio, è stato fatto, proprio qui in Banca d'Italia esattamente dieci anni fa, da Luca Enriques² e poi più recentemente da altri (ivi compreso chi vi parla) in occasione del quindicesimo anniversario del Testo unico della finanza³ o del quarantesimo compleanno della

(*) Professore ordinario di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata".

1 M.S. Giannini, *In principio sono le funzioni*, in *Amministrazione civile*, n. 1, 1957, p. 11 ss. (e poi in Id., *Scritti*, vol. IV, Milano, 2004, p. 719 ss.).

2 Cfr. L. Enriques, *Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do*, in *European Business Organization Law Review*, 2009 (10), 477 ss., o Id., *La modernizzazione della corporate governance in Italia: missione compiuta?*, in Id., *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, Torino, 2012, p. 145 ss.

3 Aa.Vv., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, con introduzione di P. Marchetti, Milano, 2015 (il mio contributo *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società*

Consob⁴. Ma, per il passare del tempo e per dovere conseguentemente tenere conto – oggi – di un materiale sempre più ricco (nel quale, tra l'altro, rifluiscono gli stessi "bilanci" precedentemente fatti), un consimile sforzo eccede le mie capacità e comunque difficilmente potrebbe essere contenuto nei limiti di tempo a mia disposizione. Vorrei allora provare – suggestionato dalla indicazione dalla quale ho preso le mosse – a partire dalle *funzioni* per poi arrivare a trattare il tema della *composizione* degli organi sociali o meglio, più in generale, quello dei profili strutturali della organizzazione. In particolare, mi riprometto di accennare alle seguenti tre circostanze:

- (i) che la disciplina dei modelli organizzativi è oggi, alla stregua del diritto positivo, largamente dettata non solo nell'interesse dei soci e quindi per regolare il rapporto sociale strettamente inteso, ma anche in funzione imprenditoriale e cioè per la cura di interessi che fanno capo alla gestione della impresa e che travalicano quelli dei soci;
- (ii) che, conseguentemente, le scelte relative a struttura e composizione degli organi sociali, e prima ancora alla scelta del sistema organizzativo, si pongono alla base di un sistema adeguato e quindi non sfuggono alle valutazioni dell'organo amministrativo o, se si preferisce, alla funzione di supervisione strategica;
- (iii) che, quindi, la tendenza non può che essere verso un recupero di un ruolo centrale del consiglio di amministrazione anche nella cura di questi aspetti, a scapito della ricerca di soluzioni normative puntuali che hanno largamente caratterizzato la evoluzione dello statuto speciale degli emittenti nell'ultimo ventennio.

In conclusione, se ve ne sarà tempo, allargherò lo sguardo a quelle che mi paiono alcune delle più attuali e rilevanti questioni riconnesse a questo ruolo centrale dell'organo amministrativo.

Per fare tutto ciò, partirei da queste precisazioni preliminari.

- (i) Parlando tanto di «operatori di mercato» quanto di «emittenti», ci riferiamo sempre e necessariamente a *società per azioni*. Certo, è ben vero che vi possono essere emittenti (non di azioni) che non sono società azionarie, ma si tratta di realtà marginali; mentre ai fini del nostro discorso rilevano solo le società con azioni quotate, alle quali è infatti dedicato tutto il capo II della parte del T.U.F. sugli emittenti, dove appunto si detta lo speciale statuto organizzativo delle società con azioni quotate su mercati regolamentati. Per altro verso, il ricorso al modello della società per azioni è stato imposto agli «operatori di mercato» (e cioè alle banche e agli altri intermediari finanziari) con scelta legislativa ancora piuttosto recente, ma ormai definitivamente sedimentata. Questo significa che è

quotate è stato pubblicato anche nella *Gazzetta forense*, 2014, n. 4, 54 ss., e negli *Studi in onore di Giancarlo Laurini*, tomo II, Napoli, 2015, p. 1971 ss.).

4 Aa.Vv., *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni della istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, *Quaderno giuridico della Consob*, n. 9 (ottobre 2015); i miei *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, ivi contenuti, erano apparsi anche in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2/2014, 1 ss., e in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, p. 47 ss.

sempre e solo sulla organizzazione di società azionarie che siamo chiamati a riflettere.

- (ii) Ci si riferisce poi, sempre e necessariamente, a *imprese* e dunque a organizzazioni pensate e disciplinate nella prospettiva dell'esercizio di attività svolte con metodo economico e produttive di nuova ricchezza. Ciò vale, come è ovvio, per gli emittenti, ma vale anche per gli intermediari e, tra questi, anzitutto per le banche, siano o non siano anche emittenti.
- (iii) Ci riferiamo, dunque, sempre e necessariamente a imprese azionarie: con il che si riassume l'idea che le organizzazioni con cui abbiamo a che fare servono a gestire conflitti e comporre interessi che, descrittivamente, potremmo dire appartenenti a due piani: da un lato, quello della società, e quindi del rapporto tra i diversi soci e dell'organizzazione del gruppo dei soci; ma, dall'altro lato, anche il piano dell'impresa, e cioè di una organizzazione cui fanno capo interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti (quelli dei lavoratori, dei clienti, siano essi consumatori o risparmiatori, e via dicendo)⁵.

Si tratta di due piani distinguibili solo fino ad un certo punto, essendone evidente l'intimo collegamento, ma che proprio per il modo con cui sono coordinati al vertice caratterizzano l'essenza del modello organizzativo della società per azioni: un modello in cui le scelte relative alla disciplina dei rapporti tra soci competono all'assemblea, ma in cui la funzione della «gestione dell'impresa» è attribuita *in modo esclusivo* ad un apposito ufficio professionale che in nessun modo può identificarsi con i soci in quanto tali⁶.

Da questa fondamentale divisione dei compiti all'interno della società per azioni e, quindi, dalla specializzazione della funzione manageriale derivano una serie di corollari (peraltro ben noti). Uno di questi è importante perché spiega come un discorso (come il nostro) sui meccanismi di governo societario possa legittimamente, dal punto di vista conoscitivo, distinguere «profili interni» e «profili esterni». È nella società per azioni, e solo nella società per azioni, che la specializzazione delle funzioni comporta una netta distinzione tra la funzione stessa del capitale (e quindi il ruolo dei soci e il piano societario) e quella gestionale o amministrativa (e quindi il ruolo dei *manager* e il piano dell'impresa); e da ciò ulteriormente discende quel fenomeno che, attraverso lo strumento tecnico e tipologicamente connotante dell'azione, si sostanzia nella *spersonalizzazione dell'azionista* e quindi nella possibilità di considerare i soci una componente esterna alla società suscettibile di rapporti equiparabili a quelli con altri terzi, seppure interessati, come appunto sono gli *ulteriori stakeholder*. Un fenomeno questo tanto più aderente al dato della realtà quanto più, in prospettiva tipologica, ci si confronti con società quotate e di grandi dimensioni.

5 Sottolinea la distinzione tra problemi dell'impresa e quelli della società F. d'Alessandro, in chiusura del suo studio su *Il fenomeno societario tra contratto e organizzazione*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 487 ss., a p. 497, secondo cui i primi «giacciono tutti e ancora sul piano dell'Individualrecht» e i secondi «appartengono invece al Sozialrecht».

6 D'obbligo al riguardo il rinvio all'opera, anch'essa (già) classica, di C. Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, spec. p. 347 ss.

D'altra parte, un discorso che muova dalle *funzioni* – se queste sono intese in senso tecnico – non può che riguardare gli *uffici preposti alla cura di un interesse altrui* e quindi gli organi sociali diversi dall'assemblea alla quale i soci partecipano solo per perseguire i loro interessi e non per assolvere ad una funzione. Anche da questo punto di vista mi sembra che si giustifichi la scelta di limitare il discorso agli *organi sociali*, per così darsi, *professionali*.

Fatte queste premesse, passo a trattare i punti che mi sono ripromesso di toccare più da vicino.

Nella nostra tradizione giuridica, selezione e nomina dei preposti agli organi professionali rientrano pacificamente nelle competenze dei soci⁷. Secondo poi la (ormai altrettanto tradizionale) impostazione della analisi economica del diritto, sono i *principal* che scelgono gli *agent*; e gli amministratori sono considerati "agenti" dei soci. Anche in questo senso potremmo dire che quello della scelta dei preposti sia tema puramente societario e non di impresa.

Tuttavia, ci sono elementi che inducono a considerare questa impostazione in modo meno monolitico. Mi concentro evidentemente su quelli che connotano lo statuto di emittenti e intermediari; e provo a farlo in chiave diacronica.

In una prima fase, la disciplina speciale continua ad affrontare il tema in termini tutto sommato tradizionali. Il T.U.F., nella sua versione originaria, introduce la figura del così detto "*sindaco di minoranza*" (art. 148, comma 2). E ancora prima, per le società privatizzate⁸, era stato previsto, insieme al "*sindaco di minoranza*", anche l'*amministratore "di minoranza"*. Ma si trattava pur sempre di disposizioni chiaramente pensate per soddisfare una esigenza di tutela dei soci, o meglio di specifiche componenti della compagine sociale, delle minoranze o quantomeno di alcuni tipi di minoranze rappresentative del mercato. Restavano quindi regole che attenevano, e attengono, al piano strettamente societario e non a quello dell'impresa. Analogo discorso è a farsi quando la legge sulla tutela del risparmio (l. n. 262/2005) estende il meccanismo del *voto di lista* per la nomina del consiglio di amministrazione (e dunque la figura degli "amministratori di minoranza") a tutti gli emittenti.

Viceversa, qualche connotazione diversa può darsi, almeno sul piano teorico, alle prime (seppure non sempre in concreto realizzate) emersioni (sempre contenute nella l. n. 262/2005 e poi nel d.lgs. n. 303/2006) della figura degli "amministratori indipendenti", alla quale figura debbono riconnettersi, a seconda del contesto, diversi possibili significati: per un verso, ancora una volta, quello di tutela degli interessi del mercato (e quindi sempre degli azionisti, anche se considerati questa volta nel loro complesso); ma anche, per altro verso, quello di tutela di interessi ulteriori che fanno capo all'impresa; e questo è tipicamente il caso della previsione degli amministratori

7 Ribadisce ancora di recente questa impostazione V. Calandra Buonauro, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno*, in *Banca Impresa Società*, 2015, p. 19 ss., a p. 22.

8 Cioè quelle le cui azioni avevano formato oggetto di dismissione da parte dello Stato e in cui era previsto un limite al possesso azionario: cfr. l'art. 4 del d.l. n. 332/1994, convertito in l. n. 474/1994.

indipendenti per gli intermediari finanziari, pensati come presidio a tutela dei clienti e non dei soci.

In realtà, è con la riforma organica del diritto delle società di capitali (siamo dunque nel 2003) che le cose cambiano radicalmente. Anzitutto, per la previsione di sistemi di amministrazione e controllo alternativi, che si connotano, tra l'altro, per la possibilità di rimettere la scelta di gestori (e, tra costoro, di gestori specializzati nel controllo) a funzioni societarie e non ai soci; il che muta, appunto, la prospettiva di fondo con cui è vista la selezione e la composizione degli organi sociali: non più in termini di esercizio di una prerogativa propria, ma di assolvimento di una funzione nell'interesse altrui.

Ma del cambiamento di prospettiva sono indicative anche le ultime evoluzioni. Per gli emittenti si introduce l'ulteriore obbligo (seppure a termine) del rispetto delle quote di genere; per banche e altri intermediari pare finalmente arrivata la stagione della concreta attuazione dei requisiti di indipendenza, oltre che una accresciuta attenzione alla ricerca di *standard* di adeguata professionalità.

In genere – e già a livello europeo⁹ – si introduce un più generale e complesso tema di ricerca della «*diversità*» all'interno del consiglio, che impone a emittenti¹⁰ (e poi anche a banche e imprese di investimento, quantomeno se di dimensioni rilevanti) di adottare «politiche in materia di diversità applicate in relazione alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo» relativamente a tutta una serie di aspetti, di darne pubblicità nella relazione sul governo societario¹¹, descrivendone gli obiettivi, le modalità di attuazione e i risultati.

Orbene, mi pare che proprio queste ultimissime evoluzioni inaugurino una diversa tendenza.

Provo a spiegarmi meglio. Tutti i primi interventi sono caratterizzati da un comune metodo e da una stessa visione: ad ogni singolo, specifico "problema di agenzia"¹² si cerca di dare risposta introducendo nel consiglio una componente volta

9 Cfr. specialmente art. 20, lett. g), Direttiva 2013/34/UE (come modificata dalla Direttiva 2014/95/UE); ma si veda anche, per esempio, l'art. 91, comma 10, Direttiva 2013/36/UE (sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento): «*Gli Stati membri o le autorità competenti impongono agli enti e ai rispettivi comitati per le nomine di attenersi a un'ampia gamma di qualità e competenze nella selezione dei membri dell'organo di gestione e di predisporre a tal fine una politica che promuova la diversità in seno all'organo di gestione.*»

10 V. anche i nuovi principi 2.P.4. («*L'emittente applica criteri di diversità, anche di genere, nella composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri*») e 8.P.2. («*L'emittente applica criteri di diversità, anche di genere, per quanto riguarda la composizione del collegio sindacale*») del Codice di autodisciplina delle società quotate, introdotti con le modificazioni del 2018.

11 Ovvero ivi indicare in modo articolato, oltre che chiaro, le ragioni per cui tali politiche non siano state adottate: *comply or explain*. Cfr. art. 123-bis, comma 2, lett. d-bis), T.U.F.

12 Sulla base della idea – largamente acquisita a livello internazionale – per cui compito della *corporate governance* è quello di trovare un efficiente temperamento tra i diversi possibili interessi che fanno capo alla società, e cioè alle sue differenti componenti, interne ed esterne. Conflitti di interessi – con i correlativi problemi e costi di agenzia – che, sempre in quel filone di letteratura, sono tipizzati in tre ben note categorie: quella dei conflitti tra i "proprietari" della società (cioè i soci o, se vuoi, i *residual claimant*) e i suoi *manager*; quella dei conflitti tra azionisti di maggioranza o di controllo e azionisti di minoranza; e quella dei conflitti di interessi tra la impresa

a contrastarne il relativo "costo". E, tuttavia, così facendo, finisce per scaturirne (e mi riferisco segnatamente alla disciplina degli emittenti) un quadro eccessivamente rigido e complicato, che al modificarsi anche solo lieve dei presupposti di fatto fa sorgere una serie di incongruenze¹³. Mi limito all'esempio più appariscente: liste pensate e presentate come "di minoranza", ottengono la maggioranza dei voti e però, per il fatto di non volere o non potere contenere un adeguato numero di candidati, si limitano a eleggere solo i pochi amministratori riservati alle minoranze, lasciando la maggioranza del *board* a candidati espressione della lista poi risultata, in effetti, meno votata¹⁴.

Le più recenti aperture – con il superamento di quote fisse di genere imposte per legge, con l'affermazione di un più ampio concetto di diversità, con l'adozione di politiche e di procedimenti propri per ciascuna società, con la imposizione di esercizi di autovalutazione periodica (*self assessment*)– mi pare che viceversa ritornino a valorizzare le specificità di ogni realtà societaria e imprenditoriale e ad aumentarne i margini di autonomia. Ma soprattutto dimostrano, in modo ormai difficilmente (a mio avviso) contestabile, come al centro del processo di selezione e composizione del consiglio non possa che essere posto il consiglio stesso; e che dunque si tratti di temi, per ritornare alla impostazione iniziale del discorso, che riguardino anche, se non soprattutto, il profilo schiettamente imprenditoriale della società. D'altra parte, anche la letteratura internazionale in tema di *corporate governance* conviene ormai da tempo sul fatto che la elezione dei *board* si sostanzi in un complesso processo che coinvolge necessariamente molti diversi "attori": primo tra questi l'*incumbent board*. La stessa autoregolamentazione italiana, nel porre raccomandazioni in materia di selezione e nomina degli amministratori e di composizione dell'organo amministrativo di una società quotata, si muove nel senso di valorizzare il profilo imprenditoriale di quelle scelte.

Ma le previsioni del *Codice di autodisciplina* su questi temi riflettono una evoluzione ancora in parte incompiuta nella direzione della valorizzazione del ruolo del consiglio. A fronte di scelte esplicite sull'autovalutazione e sugli orientamenti in merito alla composizione ottimale¹⁵, il Codice appare ancora "timido" con riguardo alla opportunità di prevedere che possa essere anche il consiglio uscente a presentare una lista di candidati¹⁶, con riguardo alle funzioni del comitato nomine¹⁷ e con riferimento ai piani di successione¹⁸.

azionaria e le altre possibili "parti" con cui essa viene in contatto: dipendenti, fornitori, creditori, comunità locale o addirittura, in certi casi, comunità nazionale o sovranazionale.

13 Per esempio, la composizione della compagine sociale verso modelli più schiettamente di *publicly held corporation* o la variazione delle politiche di voto degli investitori istituzionali e professionali.

14 Per approfondimenti mi permetto di rinviare a M. Stella Richter jr, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, già in *Note e studi di Assonime*, 11/2016, 1 ss., e poi in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2017, p. 181 ss. (da cui cito), a p. 184 ss.

15 Ad esempio, nel Commento dell'art. 2 si legge: «Un'adeguata composizione del consiglio di amministrazione costituisce un presupposto fondamentale per una efficace gestione dell'impresa. A tal fine, il Codice identifica i principi che dovrebbero orientare gli azionisti e il consiglio stesso nella definizione della composizione ottimale di quest'ultimo, definendone la priorità».

16 Cfr. i Commenti agli artt. 2 («L'emittente, anche tenuto conto dei propri assetti proprietari, applica lo strumento ritenuto più idoneo a perseguire tale obiettivo, adottando clausole statutarie e/o politiche di diversità e/o

E però, all'evidenza, nulla vieta, e anzi direi che tutto consigli, alla singola società di procedere e progredire in modo più sostanziale su questi aspetti. L'esperienza indica, per esempio, che puntuali piani di successione rappresentano presidi decisivi in momenti particolarmente critici della vita degli emittenti.

Dal punto di vista tecnico, lo strumento principe per rendere effettive la *diversity policy*, le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione, le raccomandazioni sulla composizione del *board* (e via discorrendo) mi pare sia soprattutto quello della presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio. Senza di questa – quantomeno in tutta una serie di realtà societarie – molti di quei presidi, di quelle raccomandazioni, di quelle procedure rischiano di divenire semplici esercizi di stile, se non anche vuote e vane lustre. Nelle società senza un forte azionista di controllo una lista presentata dal consiglio e predisposta in adempimento di una funzione, sulla base della istruttoria compiuta da un apposito comitato, rappresenta lo strumento più naturale per superare il paradosso che le liste più votate siano le meno rappresentate in consiglio. Per gli intermediari finanziari e per le banche diviene il mezzo ancora più necessario per dare concreto seguito alle (eventuali) raccomandazioni dell'autorità di vigilanza e, comunque, per far quadrare l'ormai complesso sistema di requisiti personali degli esponenti.

In ogni caso, la presentazione delle liste da parte degli amministratori uscenti valorizza le funzioni del comitato competente e responsabilizza il consiglio nel suo complesso nella ricerca di candidati muniti di adeguati requisiti personali. Il che mi pare possa rappresentare un progresso anche nelle società in cui lo Stato detiene una partecipazione di controllo, dove è così possibile contribuire alla crescita della cultura del buon governo societario inducendo a considerare la nomina degli

orientamenti agli azionisti e/o la lista presentata dal consiglio uscente, e richiede a chi presenta una lista per la nomina del consiglio di amministrazione di fornire adeguata informativa, nella documentazione presentata per il deposito della lista, circa la rispondenza o meno della lista stessa all'obiettivo di diversità di genere individuato dall'emittente; enfasi aggiunta) e 5 (dove si sottolinea «l'importanza del coinvolgimento del comitato per le nomine nel caso in cui sia lo stesso consiglio di amministrazione, compatibilmente con le disposizioni legislative vigenti, a presentare una lista per il rinnovo del consiglio»; enfasi anche qui aggiunta).

- 17 Con riferimento alle funzioni del comitato nomine, la cui istituzione è stata peraltro raccomandata solo a partire dalla revisione del Codice del 2011, lo stesso si limita a indicare la formulazione di pareri al consiglio sulla dimensione e sulla composizione ottimale di quello e la proposta di candidature nei casi di cooptazione, se occorre sostituire amministratori indipendenti. Aperture interessanti nel senso di una sua maggiore valorizzazione si possono però riscontrare nel Commento, ove si sottolinea l'importanza del coinvolgimento del comitato nomine nel caso di presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio uscente e là dove si richiama che il comitato nomine svolge un ruolo consultivo e propositivo nella indicazione della composizione ottimale del consiglio anche negli emittenti caratterizzati da un elevato grado di concentrazione della proprietà. Da questa "sobrietà" che il Codice riserva all'istituto discende, nelle applicazioni concrete, che il comitato nomine è presente solo in circa la metà delle società che aderiscono al Codice e spesso le sue funzioni sono cumulate con quelle del comitato remunerazioni. Si evidenzia altresì, sempre con riferimento a questo aspetto, una *compliance* spesso solo formale o poco più che formale. Inoltre, le motivazioni fornite dalle società *not compliant* fanno spesso riferimento al sistema normativo sul voto di lista e alla presenza di azionisti di controllo, senza fornire indicazioni più approfondite.
- 18 Con riferimento ai piani di successione, il Codice si autodisciplina si limita a raccomandare di valutare se adottare tali piani, non prevedendo un obbligo di motivazione in caso di mancata previsione (cfr. il principio 5.C.2.: «Il consiglio di amministrazione valuta se adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi. Nel caso in cui abbia adottato tale piano, l'emittente ne dà informativa nella relazione sul governo societario. L'istruttoria sulla predisposizione del piano è effettuata dal comitato per le nomine o da altro comitato interno al consiglio a ciò preposto»). Ad ogni modo, anche qui si riscontra una certa ritrosia delle società nell'adozione dei piani e la qualità delle informazioni fornite sulle caratteristiche del piano appaiono spesso insufficienti.

amministratori sempre meno come un fatto di rilievo politico (da intendersi nel senso di politica partitica) e sempre più come l'esercizio di una discrezionalità soprattutto tecnica, da svolgersi allora secondo valutazioni di professionalità e in coerenza con le esigenze imprenditoriali della società in questione.

La presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione uscente è una possibilità sempre ammessa per le società privatizzate (perché espressamente stabilita dall'art. 4 del d.l. n. 332/1994, e poi trasfusa nei rispettivi statuti) ed è uno strumento a cui tutte le altre società possono fare ricorso sol che lo statuto preveda una consimile legittimazione. La presentazione di una lista da parte degli amministratori uscenti pone – è chiaro – questioni specifiche, che non ho qui tempo e modo di ricordare ma che, tuttavia, non si configurano come problemi insuperabili¹⁹.

Aggiungo che da più parti²⁰ si auspica qualche tipo di intervento riformatore che ampli, quantomeno sul piano delle soluzioni dispositive, la possibilità di ricorrere stabilmente a candidature del consiglio uscente nel rinnovo dell'organo amministrativo. Il coinvolgimento del *board* nel processo di selezione dei componenti gli organi di amministrazione (e volendosi anche di controllo²¹) trova la sua spiegazione, in termini generali, nel dovere dello stesso organo amministrativo di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società; una funzione²², quest'ultima, di cui non debbo qui segnalare la centralità, almeno per quel che riguarda il ruolo degli amministratori delle società per azioni²³.

D'altra parte, è evidente che tanto più aumentano le dimensioni della società e si accresce la complessità della impresa, quanto più è illusorio richiedere che una corretta amministrazione si misuri sui singoli atti posti in essere. In realtà, la realizzazione di un assetto organizzativo adeguato comporta altre significative conseguenze in punto di individuazione delle funzioni degli amministratori. La stessa scelta del sistema di amministrazione e controllo, che pure come è chiaro compete ai soci nella sede statutaria, deve essere vagliata dall'organo amministrativo nella sua adeguatezza alla concreta realtà societaria e imprenditoriale. Ed è infatti evidente che anzitutto il sistema di amministrazione e controllo prescelto incide sulla

19 Me ne sono occupato in anni ormai non più recenti; mi riferisco in particolare a M. Stella Richter jr, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in Riv. dir. soc., 2007, n. 4, 36 ss., e in *Studi per Franco Di Sabato*, vol. IV, tomo II, Napoli, 2009, p. 523 ss.

20 Cfr., ad esempio, L. Enriques – L. Zingales, *Cosa non va nel voto di lista*, in *Il Sole-24 Ore*, 21 maggio 2015, o, volendosi, M. Stella Richter jr (nt. 14).

21 Cfr. M. Stella Richter jr (nt. 19).

22 Funzione – lo si noti per inciso – che non può essere affidata agli organi delegati e che costituisce una di quelle materie non delegabili (al pari dell'esame dei piani strategici, industriali e finanziari della società: arg. ex art. 2381, commi 3 e 5, cod. civ.), seppure non espressamente previste nell'art. 2381, comma 4, cod. civ.: al riguardo potrebbe parlarsi di limiti impliciti al potere di delega.

23 Si può però ricordare che l'art. 14, comma 1, lett. b), della legge delega per la riforma della crisi d'impresa e dell'insolvenza (l. n. 155/2017) indica – non so quanto opportunamente – tra i criteri e principi direttivi cui il legislatore delegato dovrà attenersi quello di prevedere nel codice civile, con una latitudine idonea a coprire tutte le società e anche le imprese individuali, «il dovere dell'imprenditore e degli organi sociali di istituire assetti organizzativi adeguati per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

efficienza della gestione e la efficacia dei controlli ed è quindi certamente idoneo a influenzare la organizzazione e, quindi, la gestione della impresa.

Mi pare dunque, in termini più generali, che si apra una prospettiva di parziale "ribaltamento" del rapporto tra soci e amministratori per come consegnatoci dalla tradizione. E mi pare che questa nuova prospettiva trovi appunto la sua giustificazione di vertice nella funzione di valutazione di adeguatezza dell'assetto organizzativo della società. Il punto è pienamente colto e valorizzato dalle *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*. Secondo tali disposizioni «*le motivazioni alla base della scelta del modello di amministrazione e controllo*» – pur di competenza dell'assemblea dei soci – «*devono essere rappresentate nell'ambito di un più generale progetto di governo societario*»²⁴, il quale, a sua volta, contiene la illustrazione degli assetti statutari e di organizzazione interna della società (bancaria)²⁵ e deve essere approvato dall'organo di supervisione strategica con il parere favorevole dell'organo di controllo.

In termini più generali, potrebbe dirsi: che la società per azioni viene pensata e regolata come assetto organizzativo per l'esercizio dell'impresa; che esercitare l'impresa vuol dire, *in primis*, organizzare uffici in funzione dello svolgimento di una certa attività e significa farlo non una volta per tutte, ma costantemente, attraverso continue messe a punto; che l'esercizio della funzione gestoria dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori e che quindi gli amministratori non possono, puramente e semplicemente, subire le scelte organizzative di vertice quando tali scelte finiscano per incidere sulla efficienza ed efficacia nell'adempimento della loro funzione di gestire e organizzare l'impresa sociale.

Da queste premesse discende la esigenza e la giustificazione di un rapporto tra soci e amministratori che si sostanzi in un dialogo, aperto e costante, in materia di scelte su sistemi e assetti organizzativi della società; e quindi anzitutto: sulla opzione del sistema di amministrazione e controllo; (ii) sulle scelte concrete dell'assemblea ordinaria in punto di struttura e composizione (quindi sia per quanto riguarda i profili quantitativi che quelli qualitativi) degli organi da questa nominati e anzitutto dello stesso organo amministrativo, scelte che devono essere valutate dallo stesso consiglio di amministrazione. Il punto mi pare, ancora una volta, pienamente colto nelle *Disposizioni di vigilanza*, là dove si spiega che il processo di nomina degli

24 Cfr. il par. 1, Sez. II, Cap. 1, Titolo IV Parte Prima delle *Disposizioni di vigilanza*.

25 In particolare, il progetto di governo societario deve, tra l'altro, «*illustrare le ragioni che rendono il modello prescelto più idoneo ad assicurare l'efficienza della gestione e l'efficacia dei controlli*»: Disposizioni cit., lett. del par. 2, Sez. II, Cap. 1, Titolo IV, Parte Prima. E si veda anche l'art. 88, par. 1, comma 1, della Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV): «*Gli Stati membri assicurano che l'organo di gestione definisca dispositivi di governance che assicurino un'efficace e prudente gestione dell'ente, comprese la separazione delle funzioni nell'organizzazione e la prevenzione dei conflitti di interesse, ne sorvegli l'attuazione e ne risponda*», al quale la Banca d'Italia ha dato esecuzione attraverso la seguente nuova previsione delle Disposizioni di vigilanza, cit.: «*L'organo con funzione di supervisione strategica definisce l'assetto complessivo di governo e approva l'assetto organizzativo della banca, ne verifica la corretta attuazione e promuove tempestivamente le misure correttive a fronte di eventuali lacune o inadeguatezze [...] l'organo è chiamato in particolare a: i) approvare l'assetto organizzativo e di governo della banca, garantendo la chiara distinzione di compiti e funzioni nonché la prevenzione dei conflitti di interesse*» [lett. b) del par. 2.2, Sez. III, Cap. 1, Titolo IV, Parte Prima].

organi di amministrazione «vede coinvolti più organi e funzioni (comitato nomine, ove presente; consiglio; assemblea)» (par. 1, Sez. IV, cap. 1, Titolo IV, Parte Prima).

Se le scelte dell'organo amministrativo relative agli assetti organizzativi sono scelte gestorie (sempre, bene inteso, in senso lato), diviene spontaneo chiedersi se e in che misura ad esse si applichi la c.d. *business judgment rule*; la regola per cui il giudizio sull'operato degli amministratori non può riguardare, nel merito, le scelte di gestione.

Direi – dovendo semplificare forse oltre il limite del tollerabile – che, per quanto concerne gli emittenti (che non siano al contempo banche o intermediari finanziari), anche le scelte relative agli assetti organizzativi sono coperte dalla *business judgment rule*²⁶. Ma per banche e altri intermediari finanziari il discorso appare, alla stregua del diritto positivo, diverso. Infatti, i relativi statuti speciali prevedono tutta una serie di strumenti, istituti e poteri che presuppongono che le autorità di vigilanza valutino nel merito la bontà di tali scelte (basti pensare al c.d. *removal* o alle raccomandazioni sulla composizione del consiglio)²⁷.

Il discorso, a farlo con un minimo di precisione e analiticità, sarebbe come accennavo – lungo. Il punto rilevante è però che nel diritto societario delle banche e degli altri intermediari finanziari soggetti a vigilanza prudenziale si prevede espressamente che un elemento estraneo all'interesse dei soci (o comunque non necessariamente con questo coincidente) deve essere costantemente tenuto presente e perseguito dagli organi sociali. Questo elemento è appunto quello della sana e prudente gestione [che per gli intermediari diventa "gestione indipendente, sana e prudente": cfr. art. 21, comma 1-*bis*, lett. d)]; la quale sana e prudente gestione, comunque la si voglia intendere, sottende senz'altro la considerazione e la cura di

26 Su questo problema cfr., in particolare, V. Calandra Buonauro (nt. 7), p. 33 ss.; Id., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in Trattato di diritto commerciale, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2019, 300 ss.; R. Sacchi, *L'organismo di vigilanza ex d.lgs. n. 231/2001*, in Corporate Governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a., a cura di U. Tombari, Torino, 2013, p. 79 ss., a 89 ss., e, da ultimo, L. Benedetti, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in corso di pubblicazione nella Riv. soc. 2019. Nel senso sostenuto nel testo v. anche G. Ferrarini, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in I controlli societari. Molte regole, nessun sistema, a cura di C. Di Noia e M. Bianchini, Milano, 2010, p. 49 ss., a p. 63; M. Maugeri, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in Orizzonti del diritto commerciale, n. 2/2014, 12; L. Boggio, *L'organizzazione e il controllo della gestione finanziaria nei gruppi di società (non quotate)*, in Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa, vol. 2, Torino, 2014, p. 1481 ss., a p. 1499 ss.; I. Kutufà, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 706 ss., spec. 723 ss. In senso contrario v. invece P. Montalenti, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi fra diritto societario e diritto concorsuale*, in Riv. dir. soc., 2011, p. 820 ss., a p. 828; Id., *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in Riv. soc., 2013, p. 42 ss., a p. 56 ss.; C. Amatucci, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in Giur. comm., 2016, I, p. 643 ss.; F. Brizzi, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, spec. p. 380 ss.

27 Per esempio, come è stato esattamente scritto da V. Calandra Buonauro (nt. 7), p. 34, «se si ammette l'esistenza di una discrezionalità amministrativa dell'attuazione del principio di adeguatezza degli assetti amministrativi» (e lui la ammette, come anche la presuppongo io), «occorre comunque riconoscere che questa discrezionalità viene ad essere decisamente compressa, per quanto riguarda» (aggiungerei anche) «il sistema dei controlli interni delle banche, dall'esistenza di una regolamentazione di vigilanza che definisce le competenze degli organi sociali, l'articolazione organizzativa e le procedure da adottare, i compiti da assegnare alle diverse funzioni aziendali».

interessi che possono travalicare quelli dei soci e che si appuntano, viceversa, sul piano della impresa (bancaria o finanziaria).

Le autorità di vigilanza utilizzano strumenti diversi per incidere e intervenire sulla organizzazione delle società: vigilanza regolamentare; specifici provvedimenti direttamente o indirettamente incidenti su profili organizzativi; controllo dell'assetto organizzativo della singola società in occasione del rilascio di autorizzazioni; funzione sanzionatoria; interventi di *moral suasion*; e, non ultimi, indirizzi e interventi *de jure condendo* e *de lege ferenda*.

È però importante distinguere le diverse logiche, le varie esigenze e i differenti interessi che giustificano e orientano l'esercizio dei poteri delle autorità. In particolare, si devono distinguere poteri posti in relazione al profilo della attività di impresa e poteri posti in relazione alle esigenze della società intesa come emittente. Quando la legge riconosce penetranti poteri sulle banche e sugli intermediari finanziari lo fa per proteggere gli interessi generali che tali attività involgono o comunque interessi dell'impresa. Rispetto a queste ipotesi deve distinguersi la posizione della Consob nei confronti degli emittenti. In questo caso, il soggetto vigilato non rileva per l'attività economica che svolge, ma come emittente valori mobiliari. La funzione della Consob non è infatti pensata a tutela del corretto funzionamento di un mercato di merci o servizi o verosimilmente a tutela degli interessi che lo svolgimento di una specifica attività economica (bancaria o finanziaria) involge. Si tratta, viceversa, di tutelare il mercato degli strumenti finanziari e in particolare la sua efficienza e trasparenza (art. 91 T.U.F.).

La differenza è rilevante. Nel caso in cui siano l'impresa o il mercato nel quale la stessa opera a costituire l'oggetto della tutela i poteri di incisione potranno essere, come in effetti sono, alquanto più penetranti; e le conseguenti limitazioni al principio di libertà di iniziativa economica potranno trovare giustificazione sulla base del terzo comma dell'art. 41 Cost., oltre che in altri principi costituzionali come quello dell'art. 47. Nel caso invece in cui la funzione della vigilanza sia il mercato dei titoli emessi dalla società e quindi la tutela di chi in essi abbia investito, l'intervento sull'assetto organizzativo e sulle relative regole statutarie dell'emittente non potrà che essere limitato a quei profili che possano ridurre eventuali asimmetrie informative, costi di agenzia e abusi a danno degli azionisti (intesi – lo si noti bene – come investitori), non anche ogni altro profilo dell'impresa, che, dunque, dovrebbe tornare, sotto questo angolo visuale, nel pieno dominio del principio di libertà²⁸.

Quanto appena detto, naturalmente, non risolve tutti i problemi. È sotto gli occhi di tutti che le grandi imprese azionarie sono, anche al di fuori degli ambiti bancario e finanziario, realtà sempre di più incidenti sulla posizione di vaste categorie di portatori di interessi²⁹; così come è evidente che sempre più lo strumentario

28 Ho cercato di sviluppare il punto in M. Stella Richter jr, *L'organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Milano, 2016, p. 411 ss., spec. p. 417 ss.

29 Il tema è notissimo, ma anche assai dibattuto (non solo nella prospettiva dei giuristi, evidentemente, e non da oggi): perciò è impossibile dare qui una, seppure approssimativa, indicazione dei riferimenti bibliografici per gli opportuni approfondimenti. Mi fa però piacere menzionare il libro, appena pubblicato, di U. Tombari, *"Poteri" e "interessi" nella*

tradizionale degli ordinamenti giuridici statuali, nell'epoca della globalizzazione e del supercapitalismo, si mostri sempre meno adeguato a tutelare alcuni di quegli interessi generali o collettivi, taluni di quei "beni comuni". Di qui, per esempio, quel vasto e articolato movimento che, sotto le insegne della *Corporate Social Responsibility*, tende direttamente ad attribuire alle (grandi) *corporation*, e dunque in sostanza ai loro amministratori, il compito (e il potere) di farsi carico della tutela degli interessi generali decidendo come contemperarli con quelli dei soci.

Con il che torniamo alle funzioni degli organi di amministrazione degli emittenti, ma su di un piano ancora più ampio e "rarefatto", al quale non mi sento, tantomeno a quest'ora, di tentare di fare neanche un cenno, data la evidente complessità delle implicazioni. Basti pensare a quelle legate al piano, per così dirsi, delle fonti.

Per un verso, la questione della natura del diritto societario. In altre parole, *is corporate law trivial?* Quanta autorità e quanta libertà devono concorrere a formare il diritto delle imprese azionarie? Quanto *mercato delle regole* e quante *regole di mercato*?

Per altro verso, e proprio alla luce della interconnessione dei mercati (e anzitutto di quelli dei prodotti e servizi, e tra questi di quelli finanziari, ma anche dei "mercati delle regole"), a quale livello ha senso pensare la posizione delle regole sui meccanismi di governo societario: nazionale, sovranazionale e dunque nel nostro caso europeo, o globale?

Non è un caso che a vent'anni dal T.U.F. ci si interroghi in questo convegno sulle sorti della *Capital Markets Union*³⁰; e quindi, per quanto attiene alle fonti, sulle prospettive di un "testo unico finanziario europeo".

Domande rispetto alle quali non provo neanche ad impostare un tentativo di risposta. Ma ho la sensazione che chi volesse provare a farlo non potrebbe non tenere conto del fatto che... in principio sono *sempre* le funzioni.

grande impresa azionaria, Milano, 2019 (ma, in realtà, 2018), dove si possono altresì trovare utili indicazioni bibliografiche.

30 Cfr. G. Ferrarini, *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, p. 16 ss. del datt. Per un ampio quadro. Aa.Vv., *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018.

A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?

Terza sessione

Intervento di apertura

Francesco Vella

Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari

Luca Enriques

- 1 Premessa
- 2 Espansione del diritto euro-unitario dei mercati finanziari
(e quel che resta del TUIF)
- 3 Finalità del diritto euro-unitario dei mercati finanziari
- 4 Limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari
- 5 Conclusione

Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)

Marco Lamandini e Raffaele D'Ambrosio

- 1 Alcune (ovvie) premesse
- 2 Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali raccontano due storie diverse
- 3 L'accidentato percorso della proposta di riforma delle agenzie europee
di supervisione finanziaria
- 4 Di alcune delle molte "questioni aperte"
- 5 Una conclusione (anch'essa "aperta" ai futuri sviluppi)

Intervento di apertura

Francesco Vella (*)

Innanzitutto desidero ancora ringraziare il Servizio di Consulenza Legale della Banca d'Italia e la Consulenza Legale della Consob per l'invito a questo interessantissimo convegno ed anche per l'immeritato ruolo di coordinatore della sessione che mi è stato attribuito. Un ruolo che intendo naturalmente rispettare senza rubare tempo ai relatori, ma consentitemi soltanto qualche rapida osservazione introduttiva sui lavori di questo pomeriggio.

Se dovessi, con tutti i rischi di approssimazione, individuare un filo conduttore delle relazioni che seguiranno, lo riassumerei con l'espressione "guardando al futuro", un futuro ricco di potenzialità, ma anche di criticità e che rappresenta una grande sfida per chi regola e controlla i mercati finanziari.

Utilizzando la chiave di lettura comunitaria che la sessione svilupperà, e anche alla luce dell'analisi sulla evoluzione del quadro normativo svolta nella mattinata, penso sia ormai matura la domanda se gli apparati normativi incardinati sulle giurisdizioni nazionali (come il TUF) abbiano ancora senso, o se ci si debba definitivamente orientare verso un loro superamento.

Indubbiamente il TUF, come emerge anche da alcune suggestioni delle relazioni che abbiamo già sentito, si è evoluto nel corso del tempo in attenta coerenza con i criteri di armonizzazione comunitaria, ma c'è da chiedersi se questo sia sufficiente o seppure ci si debba collocare nella prospettiva, sintetizzando, di un TUF europeo. Il dibattito in materia, come è noto, è ancora aperto e vivace, ma vi sono alcune direttrici di fondo sulle quali è difficile non convenire.

Il legislatore comunitario, con la *Capital Market Union* (CMU), fa dello sviluppo del mercato dei capitali un driver fondamentale per riprendere la strada della crescita economica e soprattutto per incrementare i canali di raccolta diretta per le imprese di medie e piccole dimensioni; la linea di policy, e mi scuso per l'eccesso di sintesi, è chiaramente quella di uno sviluppo del mercato di capitali integrato per attrarre investitori e incentivare nella misura più ampia possibile attività transfrontaliere. Un sviluppo che, come lo stesso legislatore comunitario ribadisce, contribuisce ad aumentare la resilienza e la capacità di far fronte a fenomeni di crisi, e che quindi assume anche una importante valenza ai fini della stabilità dei mercati.

(*) Professore ordinario di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Bologna.

Un obiettivo che si può realizzare seguendo due, tra loro complementari, percorsi. Il primo è quello di una più intensa armonizzazione delle regole che quel mercato governano. Un processo, detto per inciso, forse facilitato ed anzi stimolato dalla Brexit, nel senso che l'area orfana della Gran Bretagna può essere potenzialmente in grado di alzare l'asticella della convergenza con maggiore velocità, per evidenti finalità competitive con chi ha (con una palese sottovalutazione delle conseguenze) abbandonato il campo. È evidente però, e qui prende avvio il secondo percorso, che la costruzione di una cornice normativa con più elevati gradi di uniformità, prevenendo incertezze interpretative e arbitraggi regolamentari dovuti a diversi orientamenti applicativi, non può prescindere da una più chiara e definitiva imputazione e concentrazione dei controlli.

Ricordo che nel 2015, nel famoso rapporto *Completing Europe's Economic and Monetary Union* firmato dai "Cinque Presidenti" si affermava senza mezzi termini che il lancio della Capital Market Union doveva portare in ultima istanza "to a single European capital markets supervisor", in qualche modo richiamando una specularità con quanto avvenuto in campo bancario.

Nel corso di questi anni, vi sono stati alcuni progressi sul terreno della armonizzazione (si pensi ad esempio al regolamento 2017/1991 sul venture capital, oppure al regolamento 2017/1129 sul prospetto, o ancora alle norme sulla cartolarizzazione semplice), mentre non possiamo registrare significativi passi avanti nella revisione della organizzazione dei controlli; ed è questa la principale area di criticità che rappresenta, forse, il nodo più importante da sciogliere per realizzare gli obiettivi comunitari.

Sono noti gli sforzi della Commissione per rispondere all'auspicio del rapporto dei "Cinque Presidenti": mi riferisco alla proposta di ampliamento dei poteri dell'ESMA (in particolare sui prospetti dei fondi comuni armonizzati e sulle controparti centrali), ricordando che la stessa ESMA ha già, ad esempio in materia di controlli sulle agenzie di rating, attribuzioni dirette.

Non voglio in alcun modo anticipare la discussione della sessione di oggi, ma anche qui mi limito a riscontrare un dato difficilmente contestabile, e cioè che la proposta, sebbene consapevole dell'esigenza di non entrare, si passi l'espressione, a "gamba tesa" in un processo che richiede una certa gradualità, ha incontrato forti resistenze (si vedano i diversi contributi nella fase di consultazione). Sicuramente non ha giovato e non giova un clima politico più instabile con l'approssimarsi delle scadenze elettorali europee, ma la sensazione è che il percorso su questo terreno sia ancora molto lungo e connotato da troppe incertezze. Non si possono certo trascurare le specifiche peculiarità dei mercati finanziari, l'articolazione all'ingrosso e *retail*, la presenza di una pluralità di operatori con caratteristiche diverse e il fatto, come si è sottolineato, che il contesto europeo risulta da una combinazione di molti "ecosistemi locali"; ma pur con le ovvie e dovute modulazioni, una simmetria con i parametri sperimentati in campo bancario, rappresenta, a mio parere, una prospettiva assolutamente meritevole di considerazione.

Con lo sguardo rivolto al passato, pochi avrebbero immaginato il rapido processo che ha portato all'Unione bancaria, con la conseguenza che ci si è arrivati, da parte del legislatore comunitario, con qualche evidente carenza di preparazione e previsione che, nel nostro sistema, ha generato le note e dolorose conseguenze. Se la storia insegna qualcosa, occorre allora interrogarsi da subito su come avviare un analogo processo di superamento della frammentazione dei mercati finanziari, chiedendosi se e in che misura l'ancora rilevante ruolo delle giurisdizioni nazionali e l'assenza di una vigilanza integrata sia compatibile con questo obiettivo.

Naturalmente, ciò presuppone l'esigenza di affrontare anche altre importanti problematiche, prima fra tutte la ormai datata, ma sempre attualissima, questione di quale sia, sul piano comunitario, il miglior assetto nella architettura di vigilanza. La letteratura è ricca di indagini e analisi comparate che mettono in evidenza una pluralità di approcci e di matrici di supervisione, che certo non agevola la convergenza verso un unico modello, anche se, in uno sforzo di sintesi, sembra delinearsi una certa propensione per l'opzione *Twin Peaks*. Sarebbe sicuramente azzardato trarre conclusioni ed esiti certi da un dibattito ancora vivace, ma lasciare le cose così come sono, facendo affidamento soltanto su un peraltro proficuo ampliamento e rafforzamento dei meccanismi di coordinamento, rappresenta comunque una soluzione parziale, che oltretutto ha manifestato in diverse occasioni non irrilevanti criticità.

Vi sono, poi, altri importanti profili al centro della discussione e che meritano di essere richiamati, si pensi alla revisione degli assetti di governance, anche per garantire una certa omogeneità tra le strutture decisionali delle diverse Autorità, o ai necessari presidi della loro indipendenza, o ancora alla composizione di adeguati equilibri tra poteri di controllo e di regolamentazione.

In questa sede mi devo necessariamente limitare ad un semplice e banale elenco di alcuni dei temi che nella sessione riceveranno i dovuti approfondimenti, ma sono tutti il segno di una esigenza di un ripensamento dei meccanismi di vigilanza come necessario presupposto per gettare realmente le basi di un mercato unico dei capitali. Le relazioni di Vittorio Bucci, Luca Enriques e Marco Lamandini, daranno adeguatamente conto con chiavi di lettura ovviamente diverse tra loro, del disegno evolutivo e dei futuri scenari; sotto questo aspetto, e a prima vista, l'ultima relazione di Antonella Sciarrone Alibrandi potrebbe apparire dissonante rispetto a questi temi, ma sarebbe un'impressione profondamente sbagliata.

Come è del tutto evidente, e come non si stancano mai di sottolineare tutti i documenti comunitari che danno progressivamente conto dello stato di implementazione della CMU, la costruzione di un apparato di regole che non tenga conto delle profonde trasformazioni indotte dalle nuove tecnologie e dalla rivoluzione digitale non sarebbe in alcun modo in grado di catturare la reale dimensione dei mercati, e con ogni probabilità fallirebbe nei suoi obiettivi. Il fenomeno del Fintech è difficilmente declinabile unitariamente ed è ricco di molteplici sfaccettature, delle quali vanno colte potenzialità e rischi, ma è indubbio che pone ai regolatori importanti interrogativi. Si tratta di ricercare un equilibrio tra l'esigenza di conservare la stabilità del sistema finanziario e quella di non frenare lo sviluppo tecnologico, con

normative troppo rigide che finiscano con l'“ingabbiare” tutte le sue diverse e positive manifestazioni. E non è un equilibrio facile perché, da un lato occorre evitare arbitraggi regolamentari a seconda che le attività finanziarie si muovano attraverso i tradizionali canali fisici o tramite le piattaforme. Dall'altro, però, non si può rinunciare a soglie minime di protezione di un pubblico di investitori sempre più esteso, che presenta una per certi versi pericolosa asimmetria tra un'alta alfabetizzazione digitale, e una bassa, se non in alcuni casi del tutto inesistente, conoscenza finanziaria e cioè reale consapevolezza dei naturali rischi legati agli investimenti effettuati. Senza tenere conto, poi, ed alcune vicende assurde agli onori della cronaca internazionale lo testimoniano, dell'esigenza di prevenire fenomeni patologici in un mondo con aree di opacità e scarsa trasparenza.

Di qui l'esigenza di un nuovo approccio regolatorio, al cui interno, proprio per la natura proteiforme di un fenomeno con spiccate caratteristiche *cross border*, si ripropongono, ed anzi assumono ancora più rilevanza, le problematiche prima richiamate di una vigilanza integrata e sovranazionale.

Anche in questo caso mi limito a semplici e non certo esaustivi cenni a temi molto complessi e sui quali già esistono in letteratura studi approfonditi, e anche i regolatori si stanno esercitando con le prime importanti esperienze applicative (fra i tanti si può citare l'esempio dell'*equity crowdfunding* come paradigma della interlocuzione tra normative nazionali e progetti comunitari per garantire uniformità di disciplina).

Mi sembra, però, evidente che nel filo conduttore del quale parlavo all'inizio e cioè “guardare al futuro” necessariamente debba rientrare una riflessione in grado di cogliere queste nuove dinamiche, che rappresentano per i mercati e i diversi attori (operatori, regolatori, supervisor) una grande e ambiziosa sfida.

Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari

Luca Enriques (*)

*Sans remords dans le passé,
confiant dans le présent
et plein d'espérance dans l'avenir*
Alexandre Dumas, *Vingt Ans Après*

1 Premessa

La partecipazione come relatore al convegno organizzato dalle Consulenze Legali della Banca d'Italia e della Consob in occasione del ventennale del Testo unico dell'intermediazione finanziaria è per me un onore speciale, per vari motivi; in special modo, lo è in quanto nella seconda metà del 1997 e a inizio 1998, sotto la guida di Gianni Castaldi, all'epoca capo della Divisione Normativa Primaria del Servizio Normativa e Affari Generali della Banca d'Italia, ebbi la fortuna di lavorare alla redazione dei testi dello schema di decreto legislativo e poi del decreto legislativo 25 febbraio 1998, n. 58. Da vero "garzone del legislatore" (espressione cara a Renzo Costi per descrivere con eccessiva modestia i propri trascorsi di consulente del legislatore), assistetti così ai lavori della Commissione, presieduta da Mario Draghi, che elaborò lo schema di decreto legislativo con la partecipazione, oltre che di rappresentanti di Consob e Banca d'Italia, di Renzo Costi, Guido Ferrarini, Paolo Ferro-Luzzi e Piergaetano Marchetti; a valle delle riunioni, assieme ai colleghi della Consob e della Banca d'Italia¹, era quindi compito anche mio tradurre in testi normativi le scelte di *policy* effettuate dalla Commissione.

(*) Allen & Overy Professor of Corporate Law, University of Oxford.

1 *Lo scritto è destinato anche agli Studi in onore di Gustavo Visentini.* Ricordo in particolare l'intensa collaborazione con Marcello Bianchi, Giuseppe Cannizzaro e Salvatore Providenti della Consob e, in Banca d'Italia, oltre al già citato Gianni Castaldi e ad Antonio Loizzo, il lavoro di squadra con Riccardo Basso, Luca Criscuolo, Raffaele De Chiara e Leonardo Lacaíta, oltre che le riflessioni condotte sui temi della disciplina degli emittenti con i colleghi del Servizio Normativa e Affari Generali e con Andrea Enria e Magda Bianco, allora al Servizio Studi.

Dopo l'approvazione dello schema di decreto, a ridosso delle feste di fine 1997, il compito di redigere il testo definitivo fu dato alla Segreteria del CICR, a capo della quale era all'epoca Antonio Loizzo, che già aveva coordinato i lavori della Commissione Draghi. Ai primi di gennaio 1998, in tempi in cui ancora non esistevano Dropbox né altre forme di condivisione dei file, Loizzo mi consegnò il floppy disk contenente la parte IV (Emittenti) dello schema di decreto, con l'incarico di aggiornarlo alla luce dei vari input che sarebbero arrivati nelle settimane successive, *in primis* all'interno dei pareri delle Commissioni Parlamentari competenti; ebbi altresì l'incarico di curare il testo (ancora da scrivere) della parte VI (le disposizioni transitorie e finali). A distanza di vent'anni in cui pure ho nuovamente avuto la fortuna di collaborare alla stesura di testi legislativi e regolamentari, ancora ricordo quei mesi di lavoro come tra i più entusiasmanti della mia esperienza lavorativa e per questo sono tuttora sinceramente grato a chi, in Banca d'Italia e al Tesoro, ripose in me la necessaria fiducia.

Scusandomi per questo iniziale amarcord, procedo ora ad affrontare il tema assegnatomi dell'espansione (sezione 2), delle finalità (sezione 3) e di taluni limiti (sezione 4) del diritto euro-unitario dei mercati finanziari

2 Espansione del diritto euro-unitario dei mercati finanziari (e quel che resta del TUIF)

In vent'anni il Testo Unico ha subito numerosi rimaneggiamenti e modifiche, perlopiù per l'esigenza di recepire direttive e regolamenti europei. Una ricognizione di ciò che resta di puramente domestico all'interno del TUIF dà la misura, in negativo, di quale sia stata l'espansione del diritto europeo dei mercati finanziari in tale periodo.

La tabella qui sotto si concentra sulle parti da I a IV del TUIF (disposizioni generali, intermediari, mercati ed emittenti), fornendo un'indicazione, seppur rozza, di quanto il TUIF sia cambiato e quanto, contestualmente, si siano europeizzate le materie da esso coperte. La seconda riga dà conto della progressiva crescita in dimensione: da 165 articoli nella versione iniziale a 205 nella versione in vigore a inizio novembre 2008², per arrivare al raddoppio (329 articoli) nel testo in vigore a inizio novembre 2018³.

Parti I-IV	TUIF 1998	TUIF 2008	TUIF 2018
Numero articoli (A)	165	205	329
Art. "EU" (B)	93	138	289
B/A	0,56	0,67	0,87

2 Contenente le modifiche da ultimo introdotte con d.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007.

3 Contenente le modifiche da ultimo introdotte con d.lgs. n. 107 del 10 agosto 2018.

È chiaro che questa tabella sottostima notevolmente l'attuale grado di europeismo del diritto dei mercati finanziari. Infatti, dopo la crisi finanziaria è diventato notevolmente più comune l'uso di regolamenti europei per disciplinare la materia: si pensi al MIFIR, al MAR, all'EMIR, al regolamento sullo *short-selling*, a quello sulle agenzie di rating e al regolamento Prospetto, solo per citare gli esempi più importanti. Benché anche i regolamenti richiedano talune disposizioni legislative di attuazione a livello nazionale, ad esempio per l'individuazione dell'autorità competente e l'attribuzione dei relativi poteri, il contenuto precettivo di interesse materie è ormai anche nella forma esclusivamente euro-unitario.

Che cosa è allora rimasto di "domestico" nel TUIF? Quasi niente, ormai, nei libri II e III, se si eccettuano alcune "regole del gioco" quali il riparto di competenze, l'attribuzione di poteri di vigilanza e così via. Restano in vigore, invece, vari "spizzichini di disciplina" (per usare un'espressione di Gastone Cottino) degli emittenti. Così, ad esempio, in materia di opa, è sopravvissuta la disposizione che, su richiesta del Parere della Commissione Finanze della Camera, mantenne, in una forma assai più tutelante per gli azionisti rispetto a quella previgente, l'esenzione per superamento della soglia a seguito di opa preventiva parziale (art. 107).

Sono altresì rimaste in vigore varie disposizioni in materia di assetti proprietari e più precisamente quelle che limitano le partecipazioni reciproche (art. 121) e i patti parasociali (artt. 122 e 123) nonché le disposizioni in tema di azioni di risparmio (artt. 145-147), in qualche misura peraltro rese di impatto pratico assai limitato dalla riforma del diritto societario e dai notevoli margini di flessibilità da questa introdotti in tema di emissione di categorie speciali di azioni.

Varie altre disposizioni al confine tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario sono altresì rimaste in vigore: quelle sull'acquisto di azioni proprie (art. 132) e di *delisting* (art. 133) nonché la disposizione in materia di impugnazione dei bilanci delle società quotate (art. 157), della cui utilità, specialmente dopo il recepimento della Direttiva Trasparenza, è ben lecito dubitare.

Alcune delle modifiche intervenute tra il 1999 e il 2018 già non imposte dal legislatore europeo hanno pure ceduto il passo a regole europee. Si pensi ad esempio all'estensione della disciplina dei servizi d'investimento al collocamento da parte delle banche di prodotti finanziari da esse emessi (già art. 25-*bis*) e alla disposizione in materia di informazione circa l'adesione ai codici di autodisciplina (già art. 124-*bis*). Sono invece sopravvissute, in particolare, le disposizioni: (a) in tema di informazione al pubblico sulle operazioni da parte di azionisti di controllo e titolari di partecipazioni oltre il 10 per cento (un unicum, a quanto mi consta, nell'Europa continentale, tanto giustificato in ragione degli assetti proprietari prevalenti quanto di dubbia compatibilità con la legge delega per l'adeguamento al MAR del diritto interno⁴) (art. 114, comma 7); (b) che limitano la rivendita di prodotti finanziari collocati in esenzione dalle disposizioni in materia di prospetti (art. 100-*bis*); (c) che introducono una disciplina speciale in tema di *crowdfunding* e relativi portali (art. 100-*ter*); (d) che impongono l'approvazione in assemblea dei compensi in azioni o

4 V. art. 8, comma 3, lett. a), n. 1), della legge 25 ottobre 2017, n. 163.

assimilati (art. 114-*bis*); (e) che consentono la maggiorazione del dividendo o del voto in caso di possesso continuato delle azioni ovvero che dettano una disciplina speciale delle azioni a voto multiplo per le società quotate (artt. 127-*quater*, 127-*quinquies* e 127-*sexies*); (f) in materia di amministratori indipendenti e di minoranza, oltre che quelle, ormai però in via di esaurimento di efficacia, di quote di genere (art. 147-*ter*); (g) meno significative, in tema di controllate estere.

Come anticipato, dando risalto a quel che resta del TUIF si evidenzia, in negativo e sia pure parzialmente, dato l'ampio spazio oggi occupato dai regolamenti europei, ciò che in questi anni è stato attratto dall'ordinamento euro-unitario. Oggi sono pressoché interamente europee le discipline contenute nelle parti II e III, ossia in materia di intermediari e mercati; esse includono non solo i servizi d'investimento ma anche le varie forme di gestione collettiva del risparmio, e non solo i mercati regolamentati ma tutti i sistemi di negoziazione nonché il post-trading e la custodia centralizzata degli strumenti finanziari. In materia di emittenti, con poche eccezioni, la materia è europea quando si tratta di offerte al pubblico, offerte pubbliche di acquisto e scambio⁵, informazione societaria periodica e *ad hoc*⁶, abusi di mercato, informazione sugli assetti proprietari, assemblea e revisione contabile.

Benché l'armonizzazione non sia totale né massima, dunque, il diritto dei mercati finanziari ha una dimensione oggi di gran lunga più europea che nazionale. Ne consegue che non è possibile oggi, se mai lo è stato, interpretare il diritto dei mercati finanziari senza una profonda conoscenza del diritto euro-unitario sia primario che secondario. Ne consegue altresì che non solo l'interpretazione sistematica in questa materia è valida in tanto in quanto aderente al "sistema" europeo prima ancora che a quello nazionale, ma anche che l'interpretazione teleologica della gran parte delle disposizioni domestiche non può che partire dal dato euro-unitario. Ciò che è reso più agevole dalla tecnica di redazione degli atti legislativi europei, caratterizzata da preamboli che contengono, tra l'altro, l'enunciazione delle ragioni e delle finalità del testo legislativo approvato.

3 Finalità del diritto euro-unitario dei mercati finanziari

Un esame sistematico dei preamboli degli atti legislativi euro-unitari in materia di mercati finanziari⁷ consente di evidenziare come le relative finalità siano raggruppabili in quattro categorie: l'integrazione dei mercati, la protezione degli investitori/consumatori di servizi finanziari, la tutela dei mercati stessi, ossia della

5 In questo ambito di applicazione domestico è assai più ampio, non essendo limitato alle azioni. Peraltro, la portata pratica della maggiore estensione della disciplina è stata alquanto sminuita dalla scelta della Consob di esentare ampiamente le operazioni di ristrutturazione del debito, onde evitare fenomeni di *hold-out* che danneggiano i titolari degli strumenti interessati più di quanto la disciplina delle relative offerte possa proteggerli.

6 Un residuo spazio restando per l'informazione su specifiche operazioni o eventi predefiniti dalla disciplina secondaria della Consob.

7 Includendo tra questi il regolamento istitutivo dell'ESMA, MiFID e MiFIR II, le direttive UCITS IV e V, la direttiva AIFM, il regolamento ELTIF, la direttiva Trasparenza del 2004 e le relative modifiche del 2013, il regolamento prospetto del 2017, il regolamento PRIIPS, il regolamento sulle vendite allo scoperto, la MAR e la MAD II, l'EMIR e la direttiva sulle OPA.

loro integrità ed efficienza nonché, infine, dopo la crisi finanziaria, la stabilità del sistema finanziario. Non esiste ovviamente una gerarchia tra queste finalità; né è particolarmente indicativo che, numericamente, le finalità collegate alla tutela dei mercati stessi siano più frequentemente richiamate delle altre, seguite dalla tutela degli investitori e dall'integrazione dei mercati⁸.

Quest'ultima, l'integrazione dei mercati, è ciò che contraddistingue il diritto euro-unitario dei mercati finanziari rispetto a quelli nazionali: obiettivo del legislatore europeo è anche quello di migliorare il funzionamento del mercato interno e stabilire condizioni neutrali per la concorrenza tra i partecipanti ai mercati finanziari dell'Unione.

Almeno fino alla reazione legislativa alla Grande Crisi del 2007-08, l'obiettivo in questione poteva dirsi in potenziale contrasto con tutti gli altri: in mancanza di un'armonizzazione completa sia del diritto scritto sia del diritto vivente, e dunque senza una forte centralizzazione non solo della produzione delle regole ma anche della vigilanza sulla loro osservanza, l'apertura dei mercati nazionali attraverso la libertà di stabilimento, accompagnata spesso dal mutuo riconoscimento, implicava sì maggiore concorrenza, più ampia scelta per i consumatori di servizi e prodotti finanziari e dunque una forte pressione verso l'efficienza produttiva nella prestazione dei servizi finanziari; al contempo, però, apriva il varco a fenomeni, in alcuni casi espressamente incoraggiati dalle normative europee (si pensi specialmente alla disciplina degli UCITS) di arbitraggio normativo e concorrenza tra ordinamenti. Fenomeni, questi, sui quali peraltro letture a senso unico sono ingiustificate, in un senso o nell'altro. Non si può pensare cioè né che la concorrenza tra ordinamenti sia inevitabilmente foriera di pregiudizio per i mercati finanziari e per la fiducia in essi riposta dagli investitori né, all'opposto, che grazie ad essa il sistema finanziario non possa che migliorare. Dipende, ovviamente, dalla specifica attività e dagli incentivi dei privati e del pubblico nell'indirizzarsi o meno lungo la strada dell'arbitraggio e della concorrenza al ribasso piuttosto che al rialzo.

Dopo la crisi, la consapevolezza dei rischi del mercato unico non accompagnato dall'armonizzazione integrale ha avuto l'effetto di accentuare le spinte verso quest'ultima (in termini vuoi di area di copertura delle regole vuoi di contenuto e livello di dettaglio vuoi di uniformazione del diritto vivente per il tramite soprattutto delle ESA). La prevenzione dell'arbitraggio regolamentare o di vigilanza ha dunque fatto capolino tra le finalità degli atti legislativi emanati dal 2008 in avanti. Peraltro, non consta che siano stati effettivamente chiusi i varchi che esplicitamente erano stati aperti all'arbitraggio normativo negli anni precedenti alla crisi: si pensi all'ampia libertà di scelta, per l'emittente, dell'autorità di vigilanza incaricata di approvare i prospetti dei titoli di debito nonché alla pressoché totale libertà di scelta organizzativa e di diritto nazionale e vigilanza per quanto concerne gli UCITS. A seconda dei punti di vista, ciò può essere la conferma tanto del fatto che l'arbitraggio regolamentare non è considerato, *de jure condito*, un male in sé quanto dell'efficacia

⁸ Finalità di tutela dei mercati sono richiamate, nei preamboli agli atti legislativi citati alla nota precedente 108 volte, la protezione degli investitori 88 volte, l'integrazione dei mercati 64 volte e la stabilità 26 volte.

delle lobby dell'industria finanziaria europea nel mantenere uno status quo chiaramente conforme ai suoi interessi.

Sul piano ermeneutico, dunque, la vocale (nei preamboli) ma (spesso) non fattuale (nelle disposizioni regolamentari) avversione europea nei confronti dell'arbitraggio regolamentare parrebbe di scarso peso per trarne conclusioni sul piano dell'interpretazione del diritto positivo vigente.

La creazione di un mercato unico, assieme al fine di garantire un elevato livello di tutela dei consumatori, è la principale giustificazione eurocostituzionale dell'intervento legislativo europeo sui mercati finanziari. In questa duplice ottica, l'armonizzazione è necessaria per creare un mercato unico, poiché così si rimuovono le barriere normative allo stabilimento e alla prestazione di servizi transfrontalieri. E la necessità di un elevato grado di tutela degli investitori rafforza, dal canto suo, la spinta all'integrazione attraverso il diritto.

Poiché è impensabile che la disciplina europea comporti tutele inferiori a quelle previgenti a livello nazionale, salvo casi geograficamente o contenutisticamente marginali, è evidente che l'armonizzazione opera tendenzialmente come un massimo comune denominatore, che eleva a norma europea le varie protezioni già presenti a livello nazionale, giustificando potenzialmente ipotesi di cumulo di strumenti di tutela. Ciò può avere l'effetto di ingessare il mercato oltre i limiti che sarebbero ottimali. Di recente, peraltro, dopo qualche anno dalla crisi finanziaria (nella sua componente non sovrana), l'andamento sinusoidale tipico della regolamentazione ha portato anche il legislatore europeo a qualche timido cenno nella direzione della riduzione degli oneri regolamentari e della complessità normativa.

Così, la creazione di una categoria di mercati non regolamentati delle piccole e medie imprese va in questa direzione, per quanto la cautela sia stata finora estrema⁹. In un caso specifico, invece, l'ardire del legislatore euro-unitario è stato notevole: laddove ha quasi vietato agli stati membri di imporre agli emittenti la pubblicazione di relazioni trimestrali. Si tratta di un caso in cui del tutto eccezionalmente le istituzioni europee hanno giudicato l'onere per gli emittenti (piccoli e grandi) eccessivo rispetto ai benefici per gli investitori, spingendosi fino al punto di qualificare il venir meno delle trimestrali come un incentivo per gli investitori "ad adottare un approccio a più lungo termine" (quarto considerando, Direttiva 2013/50/UE): come se un semestre fosse un lasso di tempo significativamente più lungo; e come se la maggiore volatilità che potrebbe conseguire a un flusso meno regolare di informazioni non fosse tale di per sé da suscitare ansie da prestazione nel breve termine anche maggiori, sia in capo agli investitori sia in capo agli emittenti.

9 Sia consentito al riguardo rinviare a L. Enriques, *What Should Qualify as a "SME Growth Market"?*, in *Oxford Business Law Blog*, 26 gennaio 2018 (<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>).

4 Limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari

Da ultimo, considerata la centralità del diritto euro-unitario dei mercati finanziari nel contesto attuale e nella prevedibile evoluzione futura, è opportuno riflettere su due suoi limiti, intrinseco l'uno e fino a un certo punto contingente l'altro. Per limite qui si intende un elemento che impedisce che lo strumento in questione svolga le sue funzioni in modo ottimale.

Un primo limite è dato dalla tendenziale unidirezionalità del diritto euro-unitario dei mercati finanziari. Con le dovute eccezioni, la dinamica, propria invero anche dei diritti nazionali, che spinge nel senso di aggiungere regolamentazione nuova alla vecchia, senza necessariamente assicurare un equilibrio ottimale tra vincoli legislativi e autonomia privata, è anche più forte a livello europeo. Ciò in quanto uno degli obiettivi del diritto europeo è la sostituzione del medesimo agli ordinamenti nazionali; in una parola, l'armonizzazione, il progresso verso un'unione, anche giuridica, "sempre più stretta". Eliminare disposizioni euro-unitarie è un passo indietro sulla strada dell'armonizzazione, poiché significa o ridare spazio alle legislazioni nazionali nell'area non più coperta da regole europee o vietare agli stati membri di dettare regole in una determinata materia. Con la notevole eccezione delle relazioni trimestrali, la seconda strada è di norma politicamente inaccettabile, anche alla luce dell'obiettivo sostanziale di assicurare un elevato grado di protezione dei consumatori (investitori). La via intermedia, che consisterebbe nel consentire esplicitamente agli stati membri di dettare disposizioni sulla materia deregolata a livello europeo, è resa più impervia dalla diffusa convinzione che l'armonizzazione sia necessaria per ridurre i costi di *compliance* e la complessità del quadro normativo per chi opera su scala transfrontaliera. Un secondo limite, contingente ma duraturo fino alla revisione dei Trattati, sta nel fatto che, con poche e tutto sommato marginali eccezioni, l'*enforcement* delle regole europee resta nazionale. Le eccezioni riguardano essenzialmente soggetti per i quali la regolamentazione è stata introdotta *ex novo* in anni recenti, quali le agenzie di rating e i *trade repositories*. I tentativi di attribuire competenze di vigilanza su materie già presidiate dalle autorità nazionali non hanno finora avuto successo. È chiaro che queste ultime sono assai meno inclini a cedere poteri esistenti che a rinunciare ad estenderli a soggetti nuovi.

Ciò fa sì che in tutte le aree lasciate agli stati membri le divergenze nel diritto vivente possano essere notevoli, trovando causa in una moltitudine di fattori, quali, non esaustivamente: il diverso ammontare e la diversa qualità delle risorse dedicate ai propri compiti dalle autorità nazionali; le divergenze tra i perimetri delle competenze di ciascuna nonché tra le relative organizzazioni interne e le relative "storie", che possono portare a una diversa enfasi ed efficacia di intervento in taluni settori piuttosto che in altri; l'articolazione legislativa delle relative finalità; l'indipendenza (di fatto) dalla politica e la distanza dai soggetti vigilati; la varietà di culture giuridiche ed economiche prevalenti in ciascuno degli ordinamenti e all'interno delle singole autorità nonché dello stesso mercato finanziario (si pensi alla diversità di approccio dell'autorità di vigilanza che può discendere dall'aver sede in uno stato membro in cui la popolazione ha una buona educazione finanziaria piuttosto che in un paese in cui questa manca totalmente); per tacere infine dei

diversi canoni etici e del più o meno forte senso della missione che possono costringere in misura maggiore o minore l'operato del personale all'interno delle diverse autorità.

I meccanismi pensati per superarli nel Regolamento ESMA sono inevitabilmente insufficienti e non giova che le risorse a disposizione dell'ESMA stessa siano assai limitate¹⁰. Neppure la *peer review* è uno strumento efficace, considerato tra l'altro che i relativi risultati possono essere pubblicati soltanto con il consenso dell'autorità soggetta alla *review*¹¹.

5 Conclusione

Questo breve excursus sull'estensione, le finalità e taluni limiti dell'ordinamento euro-unitario dei mercati finanziari a vent'anni dall'approvazione della prima legislazione organica dei mercati finanziari ha mostrato anzitutto come il primo abbia oramai massicciamente soppiantato, nella sostanza quando non anche nella forma, la seconda. Il Testo Unico, dunque, presenta ben pochi contenuti alla cui interpretazione ci si possa avvicinare senza una lente euro-unitaria. Sul piano delle prospettive, la percentuale già alta di contenuti europei non può che aumentare. Tuttavia, un eventuale progresso nella medesima direzione sarà lento e parziale, dal momento che le residue aree di contenuto puramente domestico riguardano prevalentemente un settore, quello del diritto societario, in cui l'espansione europea è stata tradizionalmente assai inferiore. Sul piano del diritto vivente, peraltro, anche un'interpretazione euro-unitariamente orientata non pare in grado di scalfire il primato delle istituzioni di *enforcement* domestiche, dalle quali anche negli anni a venire dipenderanno la tutela degli investitori e la competitività ed efficienza dei mercati finanziari domestici.

10 V.W. Pieter de Groen e K. Zielińska, *European Supervisory Authorities still playing second fiddle to national financial regulators*, *CEPS Commentary*, 2018, p. 2 (ove si mostra che l'ESMA aveva, nel 2016, uno staff di 204 persone, un terzo di quello della sola Consob).

11 Come evidenziano C. Di Noia e M. Gargantini, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability After the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, *EBOR*, 2014, p. 1 ss., a p. 42-43.

Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)

Marco Lamandini (*) e Raffaele D'Ambrosio (**)

1 Alcune (ovvie) premesse

Non è facile offrire – specialmente in una fase come l'attuale, in cui si è quasi al termine del mandato dell'attuale Parlamento Europeo e la proposta di riforma delle autorità di vigilanza europea¹ è messa in discussione, nel dibattito politico, sotto molteplici aspetti, con conseguenti incertezze sulle sue stesse chances di approvazione – una credibile prognosi sul futuro dell'architettura di vigilanza europea.

Quel che è certo è che tale architettura, per sua natura, è e resta in costante evoluzione, e che questo processo evolutivo, pur dovendo rimanere necessariamente coerente con il principio di sussidiarietà, è nella direzione di una crescente integrazione della vigilanza finanziaria nell'ambito europeo e di un rafforzamento dei poteri di tutte e 3 le agenzie europee facenti parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). Ciò, tuttavia, con variazioni e adattamenti, in relazione a ciascuna di esse, imposti non solo dalle peculiarità di ciascuno dei tre settori e dal diverso grado di armonizzazione raggiunto dagli stessi ma anche dalla complessità del dibattito politico di questi anni e dai compromessi frutto di esso.

Tre sono, a nostro giudizio, le questioni chiave che costituiscono le principali sfide in questa congiuntura, e che pure sembrano insufficientemente riflessi nella proposta di riforma:

- a) come riconciliare, sia a livello di regolamentazione, anche delegata, in materia finanziaria sia sul piano della vigilanza, politiche di mercato unico (che possono sintetizzarsi nell'esigenza di assicurare parità di condizioni competitive di mercato fondate su un corpus unico di norme), con quel grado di flessibilità che

(*) Professore ordinario di diritto Commerciale, Università degli Studi di Bologna.

(**) Avvocato, Banca d'Italia.

1 Cfr. COM (2017) 536 final. Il presente scritto si riferisce alla situazione esistente alla data dell'1 novembre 2018. La proposta è stata approvata con significative modifiche che ne hanno parzialmente ridotto la portata originaria nella primavera 2019.

risulti sufficiente ad «accomodare», al tempo stesso, fondamentali diversità tuttora insite sia in perduranti differenti strutture di mercato nazionali sia in diseguali condizioni macroeconomiche dei singoli Stati membri (che si riflettono anche in una ben diversa consistenza dei problemi di c.d. *legacy*, specie nel divario tra nord e sud Europa, i quali, a loro volta, incidono in modo significativo, nel contesto politico, sulla stessa praticabilità di riforme che pur tecnicamente risultano chiaramente necessarie);

- b) come riconciliare, sia a livello regolamentare sia sul piano della vigilanza diretta, le politiche e i mandati micro-prudenziali con quelli macro-prudenziali e monetario (essendovi, ad esempio, un evidente *trade off* tra l'imporre il conseguimento di rafforzati requisiti di capitale in una prolungata fase recessiva e una politica monetaria espansiva o tra la spinta all'emissione e collocamento di titoli MREL e la contropinta rappresentata dalle esigenze di tutela dell'investitore rispetto a prodotti complessi);
- c) se conservi significato, dopo la fase iniziale di avvio delle 3 agenzie europee di supervisione finanziaria, insistere con un modello istituzionale di architettura di vigilanza unitario, una volta che lo stesso è risultato nei fatti disatteso poco dopo l'adozione dei rispettivi regolamenti istitutivi, per effetto del ruolo di vigilanza diretta che l'AESFM ha assunto nei confronti delle agenzie di rating e dei *trade repositories*.

Sempre a modo di premessa di contesto, occorre al contempo aver presente, nel considerare il ridisegno in corso dell'architettura di vigilanza, che l'integrazione del mercato finanziario europeo è il fulcro del mercato unico e dell'Unione economica e monetaria; è più facile svolgere attività finanziarie transfrontaliere, se tali attività sono soggette ad una regolamentazione e ad una vigilanza coerenti in tutti gli Stati membri (ciò che costituisce il presupposto di una parte della regolamentazione europea in materia, che è espressione di una logica di mercato unico). Ma, oltre agli indubbi vantaggi che essa reca, l'integrazione finanziaria apre anche canali di contagio tra gli Stati membri in caso di shock, di modo che una regolamentazione e una vigilanza inadeguate in uno Stato membro divengono fonte di rischio per investitori e partecipanti ai mercati finanziari di altri Stati membri (ciò che costituisce il presupposto di altra parte della regolamentazione europea in materia, che è espressione di una logica di stabilità finanziaria).

Nel valutare l'architettura di vigilanza occorre, infine, considerare che, quando la crisi finanziaria è divenuta una crisi del debito sovrano nell'Eurozona, è risultato chiaro che, per gli Stati membri che condividevano l'euro, era necessaria un'integrazione più profonda del sistema bancario e della sua vigilanza: ciò che ha determinato, *a latere* del SEVIF, la costituzione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo unico di risoluzione. Un'opera, questa, rimasta peraltro incompiuta, atteso che allo stato il c.d. terzo pilastro (quello della garanzia dei depositi) è ancora mancante. I sistemi di garanzia dei depositi sono, infatti, ancora nazionali, e conseguentemente sono insufficienti sia la loro dotazione sia la loro capacità di dispersione geografica del rischio. La proposta "di compromesso" avanzata da ultimo dalla Commissione per la creazione di un sistema europeo di assicurazione dei

depositi, con ri-assicurazione e successiva co-assicurazione, è emblematica, nella sua "debolezza", del ritardo politico che sta segnando il completamento dell'Unione bancaria, con inevitabili riflessi anche sul progresso del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali.

2 Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali raccontano due storie diverse

Per quanto permangano non trascurabili complessità nel completamento dell'Unione bancaria e nella piena attuazione delle due componenti di essa – il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e il Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU) – già istituite, deve riconoscersi che la costruzione di una Unione dei mercati dei capitali pone sfide ancora maggiori e ancora più complesse.

Mentre, infatti, l'Unione bancaria ha potuto contare su una maggiore omogeneità del quadro normativo sottostante alla vigilanza delle banche, su una Istituzione come la Banca Centrale Europea e su una base giuridica *ad hoc* (l'art. 127(6) TFEU), non così avviene per l'Unione dei mercati dei capitali, dove da un lato permane ancora una notevole disomogeneità del diritto sostanziale sottostante, in ragione della eterogeneità dei segmenti in cui si articola il mercato stesso, e, dall'altro lato, resta il dubbio se la base giuridica dell'istituzione dell'autorità ad esso proposta (l'art. 114 TFUE) consenta l'attribuzione a quest'ultima di adeguati poteri di vigilanza, oltretutto normativi o comunque di armonizzazione delle regole e prassi di vigilanza anche attraverso strumenti di c.d. *soft law* (si pensi ai poteri di raccomandazione e di orientamento delle Autorità europee di vigilanza e ai vari strumenti di armonizzazione non codificati quali, ad esempio, le risposte a quesiti).

In altre parole, conseguire l'Unione bancaria è (seppur, sempre, in termini relativi, come vedremo tra breve) opera assai più semplice della realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali, perché l'attività bancaria è regolata da un diritto sostanziale fondamentalmente omogeneo (seppur in parte ancora composto da leggi nazionali traspositive di direttive, la CRD IV e la BRRD), basato sugli standard di Basilea² e sui *Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. In secondo luogo, sebbene possano residuare dubbi sulla conformità all'art. 127(6) TFUE della portata e ampiezza dei compiti di vigilanza trasferiti alla BCE, non è in discussione l'idoneità in sé di tale norma a fondare tale trasferimento di poteri³, laddove, invece, la citata base giuridica dell'istituzione dell'autorità unionale preposta ai mercati (l'AESFM) e i principi costituzionali fin qui applicati dalla CGUE (*balance of powers* e rispetto delle prerogative giurisdizionali della Corte) pongono problemi sia quanto alla possibilità di conferire all'AESFM poteri di vigilanza puntuali sia, soprattutto, di c.d. «*Meroni compliance*», per quanto attiene all'esercizio di poteri

2 Sebbene, finora, non si ravvisi uno spazio sufficiente per calibrazioni basate sulla proporzionalità, le iniziative di riforma del c.d. "*Risk Reduction Package*" pongono, almeno parzialmente, rimedio a tale inconveniente.

3 La questione sollevata da *Europolis Gruppe* riguardo all'istituzione del MVU e dell'attribuzione di poteri di vigilanza alla BCE (*Bundesverfassungsgericht*, 2 BvR, 1685/14) riguarda, infatti, l'ordinamento costituzionale tedesco e non già il diritto dell'Unione.

discrezionali; problemi che non si pongono, invece, in tutta evidenza, rispetto alla funzione di supervisione bancaria esercitata dalla BCE.

Alla prova dei fatti, comunque, il Meccanismo Unico di Vigilanza sembra essersela cavata piuttosto bene, offrendo un esempio di successo di cooperazione rafforzata. La realizzazione di un mercato europeo bancario "a due velocità", nel quale (solo) nell'Unione monetaria la vigilanza è centralizzata sembra rappresentare, allo stato dei fatti, un vantaggio competitivo, a giudicare dal recente trasferimento di Nordea dalla Svezia alla Finlandia per accedere in tal modo alla vigilanza diretta della BCE.

Ciò, peraltro, non significa che l'Unione bancaria non ponga sfide, anche di natura giuridica, per certi aspetti inedite. Se ne segnalano di seguito alcune.

Si pone, innanzitutto, la questione relativa all'applicazione da parte della BCE delle leggi nazionali traspositive di direttive, la quale può portare, a volte, a risultati divergenti, a causa di preferenze nazionali radicate nelle leggi (e nelle disposizioni secondarie di esse attuative) dei diversi Stati membri partecipanti al MVU, che la BCE è chiamata ad applicare, come avviene, ad esempio, nella valutazione dei requisiti di c.d. *fitness and propriety* degli esponenti aziendali⁴. Va, tuttavia, osservato che la questione non sembra destinata a restare specifica del diritto bancario dell'Unione, atteso che, nel progetto di riforma del SEVIF proposto dalla Commissione, si propone che anche l'AESFM possa in futuro applicare discipline nazionali di attuazione della direttiva AIFMD ove applicabili agli ELTIF; e che, in una nuova versione del progetto di riforma, che accentra presso l'ABE competenze, in buona parte nuove, in materia di antiriciclaggio⁵, l'ABE avrebbe poteri sostitutivi delle autorità nazionali, non solo con riguardo alle misure previste dal diritto dell'Unione, ma anche con riguardo a quelle previste dal diritto nazionale traspositivo⁶.

In secondo luogo, delicati problemi sorgono con riguardo ai procedimenti amministrativi c.d. composti (siano essi a composizione "verticale", quando intervengono sia la BCE sia le autorità nazionali competenti, siano essi a composizione "orizzontale" quando intervengono sia la BCE sia il Comitato di risoluzione unico) e al controllo giurisdizionale degli atti finali e di quelli endoprocedimentali⁷.

4 C'è da dire che la BCE si è fatta carico dell'esigenza di armonizzare i criteri di valutazione dei requisiti di *fitness and propriety* degli esponenti aziendali, adottando in proposito un'apposita *Guide to fit and proper assessment* del maggio 2017. La *Guide* tuttavia non può sostituirsi alle previsioni contenute nel diritto nazionale come risulta dal § 2.4. della stessa, laddove si chiarisce che le *policies* sui criteri di valutazione del *fit and proper* "are adopted without prejudice to national law and in compliance with the EBA Guidelines" e che solo "in the absence of contradictory binding national law, they should be adhered to by the ECB and NCAs".

5 Cfr. COM (2018) 646 final.

6 Cfr. il nuovo testo dell'art. 17 paragrafi 6 e 7, in relazione all'art. 9b, contestualmente introdotto, reg. ABE.

7 Con sentenza del 19.12.2018, resa sul caso C-219/17, *Fininvest*, la GCUE ha chiarito (cfr. § 60) che "l'articolo 263 TFUE deve essere interpretato nel senso che esso osta a che gli organi giurisdizionali nazionali esercitino un controllo di legittimità sugli atti di avvio, preparatori o di proposta non vincolante adottati dalle ANC nell'ambito della procedura prevista agli articoli 22 e 23 della direttiva CRD IV, all'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e all'articolo 15 del regolamento MVU, nonché agli articoli da 85 a 87 del regolamento quadro sull'MVU, e che è al riguardo irrilevante la circostanza che un giudice nazionale sia stato investito di un'azione specifica di nullità per asserita violazione del giudicato formatosi su una decisione giudiziaria nazionale".

In terzo luogo, si pone il problema relativo al riparto di competenze tra la BCE e l'ABE (e qui vi è da chiedersi, per citare uno soltanto dei diversi problemi sul tappeto, se davvero la «nuova» competenza, attribuita all'ABE nella proposta di riforma della Commissione, di pianificazione delle priorità di vigilanza sarebbe una minaccia all'indipendenza della BCE⁸, o l'analoga nuova competenza dell'AESFM una minaccia per BaFIN, come il dibattito, tecnico e politico, sulla riforma stessa sembrerebbe talora suggerire).

In quarto luogo, appare problematica l'assunzione da parte di BCE di poteri non formalmente attribuiti, quali quelli spettanti secondo il diritto nazionale non traspositivo di direttive alle autorità nazionali, ma che la BCE ha ritenuto, ciononostante, ad essa implicitamente trasferiti, in quanto comunque inerenti, per finalità, al più efficace esercizio dei propri compiti di vigilanza micro-prudenziale (secondo quanto sostenuto dalla BCE stessa, con l'avallo della Commissione, nelle comunicazioni alle banche vigilate, già nel marzo 2017). Ciò che, da un lato, accresce il rischio che la stessa autorità (la BCE) applichi «pesi e misure» diverse alle banche da essa vigilate come "effetto riflesso" dell'applicazione congiunta dei diversi diritti nazionali e dell'art. 9 del regolamento (UE) n. 1024/2013, e dall'altro distoglie la BCE medesima – per la gran mole di decisioni che si vede costretta a dover assumere – dai più rilevanti dossier di vigilanza⁹.

A sua volta, anche il Meccanismo Unico di Risoluzione, pur essendo stato costituito "dal nulla" con apprezzabile successo, ha avuto, con la sua prima risoluzione (quella del Banco Popular), un vero e proprio "battesimo di fuoco" (oltre 100 ricorsi pendenti alla Corte di Giustizia), ad indicare che nulla di semplice vi è nella costruzione e supervisione di un mercato finanziario genuinamente integrato.

Come si è accennato, tuttavia, l'Unione dei mercati dei capitali è un ben più difficile "mosaico" da comporre. Ciò non di meno, anche in questo contesto vi sono, a nostro giudizio, diverse buone ragioni per muovere speditamente verso un meccanismo di vigilanza unico, che adotti, tuttavia, un modello «*hub and spoke*» capace di valorizzare, meglio di quanto non sia accaduto con il meccanismo unico di vigilanza, le competenze delle autorità nazionali e non pretenda di riprodurre pedissequamente né il modello del Meccanismo Unico di Vigilanza proprio dell'Unione bancaria (di cui non condivide, peraltro, come detto, neppure la stessa base giuridica)

8 Cfr. l'Opinion della BCE sulla riforma del regolamento istitutivo dell'ABE (parte della riforma del SEVIF) che, al § 2.2, sottolinea, tra l'altro, come "*conferring strategic planning powers on the EBA is inappropriate in this context. Identifying micro-prudential trends, potential risks and vulnerabilities for financial institutions, and defining respective strategic supervisory priorities, are core supervisory tasks that should be carried out by the competent micro-prudential supervisory authority, and not the EBA in its function as a standard-setting regulator*".

9 La delega di poteri ai responsabili delle business area interne della BCE medesima, pone, per come realizzata più problemi di quanti ne intenda risolvere. La cornice normativa alla base di siffatta delega prevede, infatti, che quest'ultima sia conferita dal Consiglio direttivo a unità interne della BCE individuate poi dal Comitato esecutivo. In realtà, sorge il dubbio, del tutto legittimo, che, alla luce dall'art. 26(8) reg. MVU, il Consiglio direttivo non possa delegare detto potere ma, al più, solo quello di opporre alle bozze di decisioni del Consiglio di vigilanza "*monetary policy concerns*". In altri termini, il meccanismo decisionale di cui all'art. 26(8) cit. avrebbe forse suggerito una diversa soluzione, e cioè una doppia delega, del Consiglio di vigilanza del potere di predisporre bozze di decisioni e del Consiglio direttivo di obiettarvi. E ciò a tacere dell'ulteriore possibilità, pur prevista dall'art. 6(3) del reg. MVU, di coinvolgere nel processo decisionale BCE le autorità nazionali, anziché sottrarre ad esse le residue competenze prudenziali ancora previste dal diritto nazionale.

né quello del Meccanismo Unico di Risoluzione (con cui, invece, compartecipa della medesima base giuridica e cioè l'art. 114 TFEU).

Da un lato, infatti, nell'Unione dei mercati dei capitali l'«eterogeneità» è la regola, perché estremamente variegati sono i soggetti, i prodotti, le infrastrutture e i mercati e non meno varie sono le "velocità" di regolamentazione europea di ciascuno di essi; di conseguenza, anche la struttura e le competenze del relativo meccanismo di vigilanza dovranno poter rispondere adeguatamente e adattarsi a questo più composito scenario.

Dall'altro è anche chiaro, tuttavia, che, oggi, le infrastrutture di mercato sono di dimensione europea, che è necessario assicurare una assai maggiore comparabilità delle informazioni finanziarie riferite ai soggetti e ai prodotti che hanno come Paese di origine uno Stato membro (pena il rallentamento dei flussi globali di investimento in direzione del mercato dei capitali europeo) e che le attività finanziarie transfrontaliere richiedono di per sé un singolo punto d'accesso europeo per quanto riguarda la supervisione (come, seppur sempre nel quadro di un'iniziativa politica debole, anche la proposta sul *crowdfunding* della Commissione di marzo 2018 testimonia).

Resta dunque confermato, come aveva correttamente profetizzato il Rapporto dei Cinque Presidenti, che un meccanismo di vigilanza unica costituisce un importante obiettivo a cui tendere, pur avendo la consapevolezza che, nell'attuale contesto europeo, è un percorso lento, i cui esiti finali si conseguiranno solo nel medio e forse lungo termine.

3 L'accidentato percorso della proposta di riforma delle agenzie europee di supervisione finanziaria

In questa fase, la riforma del SEVIF aspira dunque, non tanto a completare il processo di ridisegno istituzionale delle competenze in materia di supervisione finanziaria, conseguendo "l'ottimo" sul piano dell'architettura di vigilanza europea (il che richiederebbe un mercato finanziario europeo già pienamente integrato), quanto a compiere un'ulteriore tappa intermedia, a conseguire, cioè, nel pieno rispetto del principio di sussidiarietà e in presenza di mercati ancora significativamente frammentati su scala nazionale, una vigilanza comunque più integrata, che possa promuovere l'Unione dei mercati dei capitali e l'integrazione finanziaria.

Ciò avviene ampliando progressivamente, in casi specifici nei quali la dimensione europea degli operatori o del mercato lo giustifica, la vigilanza diretta a livello dell'Unione, per accrescere la convergenza in materia di vigilanza, rimuovere gli ostacoli alle attività transfrontaliere e ridurre le possibilità di arbitraggio regolamentare.

Di ciò sono emblematico esempio le nuove competenze di supervisione diretta dell'AESFM previste dalla proposta di riforma della Commissione, la quale prevede – letta congiuntamente alla proposta di riforma del regolamento EMIR in

materia di controparti centrali – l'accentramento presso l'AESFM delle seguenti competenze in materia rispettivamente di: a) prospetti informativi (approvazione di alcune categorie di prospetti di emittenti UE e approvazione di tutti i prospetti redatti secondo le regole UE da emittenti di Paesi terzi); b) fondi comuni di investimento armonizzati (EuVECA, EuSEF e ELTIF) (autorizzazione e supervisione di fondi regolati a livello europeo); c) controparti centrali (CCPs) (poteri di riconoscimento e supervisione per controparti centrali di Paesi terzi, rafforzati dalla proposta di giugno della Commissione); d) fornitori di servizi di comunicazione dati (registrazione e supervisione); e) *benchmark* (supervisione di *benchmark* critici; approvazione e supervisione di benchmark di Paesi terzi).

Come si vede, questo disegno di riforma evidenzia, comunque, con chiarezza, un progressivo allontanamento, reso necessario dalle iniziative di cui si compone il piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali, dall'originario disegno istituzionale, che aveva ispirato la costituzione delle 3 agenzie di supervisione finanziaria europea, il quale, nella sostanza, equiparava – sia sotto il profilo strutturale che sia sotto il profilo funzionale – le tre agenzie.

Ora il progetto di riforma nel suo complesso attribuisce, invece, maggiori poteri all'AESFM rispetto alle altre due agenzie "consorelle".

Tuttavia, a dimostrazione del fatto che occorre guardarsi da ogni "ossessione per la simmetria" nel disegno istituzionale dell'architettura di vigilanza e che, come sempre in questa materia, il legislatore deve rispondere via via agli sviluppi di mercato, piuttosto che al proprio "esprit de geometrie", a seguito dei numerosi casi di antiriciclaggio che hanno investito talune banche europee, nel settembre 2018 la Commissione ha presentato un progetto di modifica dell'originaria proposta con il quale si propone di attribuire nuove competenze accentrate anche all'ABE in materia di antiriciclaggio¹⁰.

Il rafforzamento della vigilanza diretta è, ad ogni buon conto, caratteristica esclusiva dell'AESFM in coerenza con il percorso evolutivo di essa che, a differenza delle altre due agenzie "consorelle", esercita già da tempo poteri di vigilanza diretta (sulle agenzie di rating e sui cc.dd. *trade repositories*), sicché essi hanno progressivamente consentito di plasmarne, seppur ancora con i limiti che derivano da eccessive restrizioni di budget, l'attività e la sua speciale vocazione tecnologica (in coerenza con le esigenze, sempre più avvertite, di transizione verso un nuovo modello di autorità ad alto tasso di investimento tecnologico, c.d. SupTech).

Si assiste, come si è accennato, ad un ampliamento assai significativo dei soggetti direttamente vigilati, dal momento che, in base alla proposta della Commissione, l'AESFM si vedrebbe attribuiti poteri di vigilanza diretta in materia di fondi EuVECA, EuSEF e ELTIF, di CCPs (essenzialmente quelle con Paese di origine

10 L'ABE avrebbe tuttavia poteri sostitutivi delle ANC quanto alle misure previste dal diritto dell'Unione e nazionale traspositivo, non anche quanto alle sanzioni, che resterebbero di esclusiva competenza delle ANC; resta invece poco chiaro se, nel caso in cui le ANC non forniscano all'ABE le informazioni dovute in materia di prevenzione del riciclaggio, l'ABE possa chiederle agli intermediari e operatori ai sensi dell'Articolo 35b e quindi sotto questo profilo applicare sanzioni in caso di inottemperanza all'ordine di *disclosure*.

extra Unione, anche se vengono previsti pure poteri di intervento – c.d. *prior consent* – nell'ambito delle principali procedure relative alle controparti centrali europee), data reporting, amministratori di *benchmarks*, taluni prospetti.

Ed è da notare che l'attribuzione di tali poteri è stata ritenuta in linea con la base giuridica istitutiva dell'AESFM, l'art. 114 TFUE, e, soprattutto, in gran parte «*Meroni compliant*» dal servizio giuridico del Consiglio, con due importanti pareri resi nel corso di quest'anno.

Al momento in cui si scrive, non è, tuttavia, noto se questo sarà davvero il nuovo assetto di competenze di vigilanza per l'Unione dei mercati di capitale.

Al momento pende, infatti, a fronte delle notevoli resistenze politiche che la proposta iniziale della Commissione ha incontrato, una proposta di mediazione della Presidenza austriaca, la quale propone di non attribuire all'AESFM la vigilanza sui fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF e di non conferire a tutte e tre le agenzie il potere di indicare le priorità di vigilanza. Quella che si prospetta all'orizzonte sembra quindi una «mezza riforma».

Come tutte le soluzioni di compromesso politico, la soluzione appena descritta si presenta problematica sul piano della coerenza complessiva di sistema e della ratio.

Se, infatti, la scelta circa l'ambito delle future competenze AESFM deve essere, come sembrerebbe logico che fosse (e come è avvenuto anche per le banche), funzione dell'uniformità del quadro normativo unionale sottostante, più esso è avanzato nello specifico segmento dell'Unione dei mercati dei capitali (e dunque più la materia è disciplinata da fonti regolamentari europee), più è preferibile l'accentramento della competenza di vigilanza presso l'autorità centrale europea, semmai – come si è accennato – con la opportuna "compensazione" rappresentata da appropriate formule organizzative di delega di esercizio dei poteri¹¹, che valorizzino al massimo possibile i benefici insiti nel modello "*hub and spoke*" (essenzialmente efficienze da specializzazione e da "aggregazione" di risorse).

Emblematici esempi di uniformità del quadro normativo unionale nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali sono rappresentati dai plessi normativi MAR/MAD, MiFir/MiFid2 e inoltre proprio dai regolamenti che disciplinano i fondi a rilevanza unionale e le controparti centrali.

Questo spiega anche come un testo unico della finanza europeo – che pur è assai complesso da compilare, in considerazione della molteplicità di basi giuridiche su cui si reggono i diversi plessi della disciplina unionale dei mercati dei capitali e del fatto che alcune regole sono dettate da regolamenti e altre da direttive – sarebbe tuttavia un buon viatico all'accentramento delle funzioni di vigilanza sui mercati.

L'inadeguatezza prospettica di una "mezza riforma" si coglie, d'altro canto, anche in un altro aspetto. Come mostra ormai chiaramente l'esempio della vigilanza

¹¹ Tale possibilità è stata già prevista nel regolamento sulle agenzie di rating (art. 30) e, con riguardo ai *trade repositories*, nel reg. EMIR (art. 74).

sulle controparti centrali, solo un'autorità di vigilanza europea può ambire a svolgere in modo credibile un ruolo di vigilanza con efficacia extraterritoriale, che, pur in diversi contesti, comincia ad imporsi come assolutamente necessario. Basti pensare alle sfide poste, sotto questo profilo, dal clearing (la vigilanza sulle CCPs, espressamente esclusa dalla vigilanza BCE dall'art. 1 del relativo regolamento, viene prevista in capo all'AESFM, con un corrispondente adeguamento della relativa *governance*, seppur essenzialmente rispetto alle controparti centrali di Paesi terzi e in coordinamento con i poteri delle banche centrali, in primis della BCE, rispetto alla quale è in corso la parallela riforma dell'art. 22 statuto SEBC)¹² e dai fondi alternativi.

Anche sul tema della *governance* del SEVIF la riforma proposta dalla Commissione ha incontrato significative resistenze politiche. La proposta prevede un Executive Board di matrice unionale con compiti anche esterni, sul modello (con adattamenti) del SRB. Tale proposta non è stata condivisa, tra gli altri, dalla BCE, che non si oppone all'Executive Board di matrice unionale, ma insiste perché le relative competenze siano limitate ai profili gestionali¹³.

È tutto ciò appropriato? La risposta dipende, in verità, dal diversificato rapporto che sussiste tra *governance* e funzioni. La struttura vigente di *governance* – che attribuisce il potere decisionale alle autorità nazionali che siedono nel BoS – sembra ben corrispondere, tuttora, ai compiti "*quasi regulatory*" delle 3 agenzie europee. L'attribuzione di compiti di vigilanza diretta e l'esercizio delle funzioni di *independent review* richiede invece, per poter essere credibile, una *governance* interna il cui baricentro sia un organo focalizzato sull'interesse comune europeo quale l'Executive Board. Non a caso, come accennato, tale scelta si ispira a quella del modello del SRB, in *executive composition*, molte delle cui decisioni – ma non tutte – sono però poi approvate dalla Commissione.

12 Si vedano al riguardo: da un lato (i) la raccomandazione della BCE del 22.6.2017 di decisione del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica l'articolo 22 dello Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea che suggerisce di dotare la BCE di "poteri regolamentari al di fuori della disciplina di cui al regolamento (UE) n. 648/2012 di adottare requisiti supplementari per le CCP coinvolte nella compensazioni di un significativo ammontare di operazioni denominate in euro"; dall'altro (ii) l'opinione della Commissione del 3.10.2017, secondo cui, in ogni caso, "*the new powers of the ECB regarding CCPs under Article 22 of the ESCB and ECB Statute would interact with the powers of other Union institutions, agencies and bodies on the basis of provisions relating to the establishment or functioning of the internal market provided for in Part III TFEU, including acts adopted by the Commission or by the Council pursuant to the powers conferred upon them. In the Commission's view it is paramount to clearly determine and distinguish the scope of (regulatory) powers of the different Union institutions in order to avoid parallel or conflicting rules applying to CCPs*".

13 Al momento in cui si scrive, la proposta di compromesso della presidenza austriaca prevede la creazione di un nuovo *Management Board* (MB) composto da cinque membri, tutti con diritto di voto: il Presidente, due membri permanenti indipendenti dalle ANC, due membri eletti da e tra i membri con diritto di voto del *Board of Supervisors* (BoS). Oltre alle competenze di natura "gestionale" (elaborazione e proposta del programma di lavoro e del rapporto sull'attività, esercizio del budget, rapporti di lavoro del personale) e per cui verrebbe delegata a uno dei due membri indipendenti, al MB si attribuirebbero: a) un generale potere di analisi e proposta sulle materie di competenza del BoS, dopo l'esame da parte dei competenti comitati interni; b) specifici poteri di proposta "rafforzata" in materie in cui viene "scrutinato" l'operato delle ANC («*breach of Union Law*» e «*mediation*»), in cui il BoS potrebbe rigettare le proposte del MB solo con la maggioranza di 2/3 dei membri con diritto al voto; c) il potere di proporre i *peer review* da effettuare (all'interno di una specifica sezione del programma di lavoro annuale), di definire la metodologia per il loro svolgimento e di rivedere i rapporti elaborati dai *review committees* formati da ANC per garantirne l'omogeneità.

4 Di alcune delle molte “questioni aperte”

Se questo è, per sommi capi, il contesto generale della proposta riforma, conviene conclusivamente soffermare l'attenzione su alcune (delle tante) “questioni aperte”.

Anzitutto quella della base giuridica. La questione che si pone è se l'art. 114 TFUE continui ad essere base giuridica sufficientemente solida anche per supportare il conferimento di poteri di vigilanza diretti all'AEFSM che implicino l'esercizio di un potere inevitabilmente discrezionale (seppur con discrezionalità tecnica).

La sentenza della Corte di Giustizia nel caso *short selling* (C-270/12) è senza dubbio, allo stato, il precedente cui occorre guardare per verificare il grado di «Meroni compliance» della riforma. Ma le opinioni sul punto sono, sia in sede istituzionale sia in letteratura, tuttora molto divergenti.

A noi sembra una buona notizia che, da ultimo, anche il servizio legale del Consiglio abbia adottato una lettura abbastanza ampia della base giuridica dell'art. 114 TFEU, tale da includere tutti i poteri strettamente legati al perseguimento degli obiettivi del mercato interno dei servizi finanziari, la cui calibrazione rientrerebbe poi nella discrezionalità del legislatore dell'Unione.

Ciò non è tuttavia ancora sufficiente per poter concludere che tutte le preoccupazioni legate a *Meroni* (C-9/56) sono dissipate e resta dunque, almeno in astratto, il dubbio che la discrezionalità dell'AEFSM nell'esercizio delle funzioni ad essa attribuite nella proposta possa essere domani considerata troppo ampia e non sufficientemente soggetta ad approvazione *ex post* da altre istituzioni europee (com'è invece, spesso ma non sempre, il caso per le funzioni attribuite allo SRB).

La nostra opinione è tuttavia che sia giunto il tempo di riconoscere che, allorché si sia, come nel caso, nel quadro di un settore regolamentato, in cui dunque per definizione sono adottate dal legislatore tutte le scelte di politica del diritto, possa ormai calare il sipario su *Meroni*. E ci attendiamo che la Corte di Giustizia possa esprimere questo principio decidendo alcuni dei più significativi casi portati al suo esame nel caso *Banco Popular*.

A noi sembra, infatti, che nessuna acrobazia interpretativa dei poteri attribuiti alle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari valga veramente a convincere che non siano attribuiti anche poteri discrezionali, senza i quali una vigilanza in senso proprio non è immaginabile. Allora occorre prendere atto che, proseguendo nella linea già tracciata dalla sentenza nel caso *short selling* è possibile un superamento a Trattati invariati della «Meroni», valorizzando l'espressa previsione delle agenzie nel Trattato, la loro *accountability* e il sindacato della Corte, unitamente al fatto che esse operano nel contesto di un settore altamente regolamentato in cui tutte le fondamentali scelte di *policy* sono effettuate dai co-legislatori; ciò dovrebbe portare a superare il presupposto della divieto «Meroni» e cioè il pregiudizio al bilanciamento dei poteri e la sottrazione al sindacato della Corte, entrambe non più sostenibili con riguardo alle 3 agenzie europee che compongono il SEVIF.

Una seconda questione di rilievo è se la tassonomia dei poteri attribuiti alle 3 agenzie del SEVIF stia divenendo troppo articolata (distinzione tra poteri regolamentari e poteri di vigilanza, distinzione tra poteri di vigilanza e poteri di fissazione degli obiettivi e dei piani di vigilanza; diverso ambito territoriale di applicazione dei poteri regolamentari e dei poteri di vigilanza in materia bancaria: tutta la UE il primo, solo l'euro-area il secondo) e soprattutto se non cominci a rendersi necessaria una diversa ripartizione di competenze, non più per soggetti, ma per funzioni, come d'altronde già auspicato nel rapporto de Larosière, che costituisce l'atto di concepimento del SEVIF medesimo.

Si tratta infatti di un aspetto dell'architettura di vigilanza che ha, fin da subito, posto molti interrogativi e che evidenzia marcati scollamenti anche con la vigilanza funzionale a livello nazionale (v. ad es. da un lato il riparto funzionale dei poteri tra la Banca d'Italia e la Consob sia sui fondi sia sui prodotti finanziari e dall'altro le competenze della sola AESFM sui primi e dell'ABE e dell'AESFM sui secondi, ma ripartiti non in base a un criterio funzionale – stabilità e corretto funzionamento del mercato ovvero tutela degli investitori – ma in base al tipo di prodotto, se deposito strutturato oppure no).

Un preferibile modello alternativo comporterebbe un riparto funzionale tra autorità prudenziale da un lato e di mercato dall'altro. La Brexit e il ruolo egemone della supervisione bancaria della BCE dopo di essa potrebbero invero consentire una simile riorganizzazione a Trattati invariati (avendo cura di mantenere autonoma la vigilanza sulle assicurazioni). Del resto, ciò che più preoccupa del procedere, per certi aspetti "erratico", del ridisegno delle competenze dello AESFM è che essa sembrerebbe chiamata ad assumere (emblematico l'esempio della vigilanza sulle controparti centrali) un ruolo di primo piano nella tutela della stabilità finanziaria europea, e questo avviene non già per il suo specifico *expertise* sul punto ma perché è l'unica autorità di supervisione finanziaria con competenze di vigilanza diretta a livello UE-28.

Ciò è, per vero, mediato, sempre nella riforma proposta sulla supervisione delle controparti centrali, dal ruolo complementare che è riservato alle banche centrali (in coerenza con il mandato di stabilità finanziaria che ad esse spetta; per la BCE, esso è un mandato secondario e complementare a quello della stabilità dei prezzi, che può ritenersi fondato sull'Articolo 127(1) e (5) del TFUE, tenuto conto anche del fatto che il buon funzionamento del sistema di pagamenti è in gioco quando si manifestano problemi di stabilità finanziaria).

Resta il fatto, tuttavia che l'AESFM non sembra l'autorità più adatta per assicurare la giusta sintesi tra politiche di vigilanza micro e macro prudenziali ai fini di stabilità finanziaria complessiva e che, dunque, l'architettura – sotto questo profilo – sembra divenire confusa.

5 Una conclusione (anch'essa "aperta" ai futuri sviluppi)

La riforma in corso è, dunque, (solo) un ulteriore «passo» di un «difficile cammino» istituzionale il cui obiettivo finale di medio e lungo termine è ancora piuttosto lontano da raggiungere. È positivo che la riforma consenta, comunque, di progredire ulteriormente nell'integrazione delle competenze di vigilanza sul mercato finanziario, ma vi sono anche rischi di incoerenza in questa «terra di mezzo».

Come si è osservato in precedenza: a) la supervisione diretta a livello europeo richiede una *governance* più centralizzata con un comitato esecutivo "*EU-centered*", mentre i coesistenti compiti di vigilanza "quasi regolamentare" funzionali al codice unico sembrano correttamente allineati con la *governance* attuale (più orientati alla sussidiarietà); b) la supervisione diretta viene rafforzata dalla riforma, ma i poteri di armonizzazione ai sensi dell'Articolo 16 vengono contestualmente indeboliti e la riforma non si fa carico della necessità, da tempo avvertita, che l'Articolo 9(5) dei regolamenti istitutivi del SEVIF sia trasformato in una regola generale che possa, di per sé, autorizzare un intervento temporaneo sui prodotti e sui servizi finanziari; c) il finanziamento delle ESA viene modificato, imponendo contribuzioni di vigilanza all'industria in luogo dei trasferimenti di risorse dagli Stati membri. Si tratta tuttavia di un "gioco a somma zero", che omette di farsi carico del fatto che l'attuale finanziamento delle 3 agenzie è insufficiente per far fronte ai costi necessari ad instaurare una credibile vigilanza ad alto contenuto tecnologico (che richiede assai significativi investimenti di ingegneria informatica); d) la relazione tra ABE e BCE sembra destinato a divenire sempre più problematico: la *soft law* BCE potrebbe scontrarsi con il ruolo di regolazione dell'ABE mentre i previsti poteri di pianificazione dell'ABE delle attività di vigilanza potrebbero scontrarsi con l'indipendenza della BCE.

Ci sembra probabile che, nel tempo, risulterà sempre più chiaro quanto sia illusorio dividere (attribuendole a due diversi titolari di funzione) funzioni di regolamentazione e funzioni di sorveglianza per un regolatore finanziario: ciò che, questa la nostra diagnosi o comunque il nostro auspicio, nel medio e lungo termine renderà necessaria una nuova e più radicale riforma, ispirata ad un modello di ripartizione di competenze funzionale.

A 20 anni dal TUF (1998-2018):

verso la disciplina della Capital Market Union?

Interventi programmati e discussione

Intervento

Eugenio Fusco

- 1 Premessa
- 2 La giurisprudenza eurounitaria
- 3 La giurisprudenza della Cassazione
- 4 Il *revirement* della Procura Generale sulla legittimazione a procedere per l'aggiotaggio informativo
- 5 Conclusione

La tenuta del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato di fronte al principio del *ne bis in idem* europeo e convenzionale

Antonella Valente

- 1 Il principio del *ne bis in idem*
- 2 Le vicende da cui i giudizi europei hanno tratto origine
- 3 L'esito dei giudizi europei: le sentenze della CGUE del 20 marzo 2018
- 4 Le prime applicazioni della giurisprudenza nazionale

Nota dell'Autore successiva al Convegno

1 Premessa

Il 6 dicembre 2016, la prima Sezione penale del Tribunale di Milano¹, uniformandosi alla sentenza della Grande Camera della Corte Edu, emessa il 15 novembre 2016 nel caso *A e B c. Norvegia*², ha respinto la richiesta di improcedibilità per *ne bis in idem*, avanzata dalle difese degli imputati, che, per i medesimi fatti di manipolazione del mercato, erano già sanzionati dalla Consob.

A distanza di due anni, l'indirizzo seguito dal Tribunale di Milano ha trovato ampia conferma in cassazione.

Tre recenti sentenze della Suprema Corte, depositate nell'ottobre 2018, le prime due della V Sezione Penale e la terza della Sezione Tributaria Civile, delineano, finalmente, un quadro giurisprudenziale sufficientemente chiaro, fornendo, agli interpreti, importanti coordinate per orientarsi nel complicato sistema dei rapporti tra reato e illecito amministrativo nella materia degli abusi di mercato, nella quale ogni certezza era venuta obiettivamente a mancare a seguito della sentenza della Corte Edu nel caso *Grande Stevens c. Italia*³.

Tuttavia, se il consolidarsi di un orientamento di legittimità costituisce, innegabilmente, un valore apprezzabile, resta il rammarico per la perdurante assenza, in questa materia, di una sempre auspicata e auspicabile disciplina positiva dei rapporti tra illecito penale e amministrativo. Si registra, al riguardo, un'altra occasione persa, da parte del legislatore interno, che, anche con il recentissimo d.lgs. n. 107/18, ha abdicato al compito – per la verità non facile – di distinguere i casi più gravi di *insider trading* e manipolazione del mercato, da assoggettare a sanzione penale, rispetto a quelli meno gravi, cui applicare la sanzione amministrativa.

(*) Procuratore Aggiunto della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

- 1 Sia consentito il riferimento a E. Fusco, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in *Diritto penale contemporaneo*, 23 dicembre 2016.
- 2 Corte EDU, Grande Camera, sent. 15 novembre 2016, *A e B c. Norvegia*, in *Diritto penale contemporaneo*, 18 novembre 2016, con nota di F. Viganò, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*.
- 3 Corte EDU, sez. II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia*, in *Diritto penale contemporaneo*, 9 marzo 2014, con nota di A. F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*.

Sempre nello scorso mese di ottobre, il Procuratore Generale presso la Corte di Cassazione, con il decreto n. 532/18 del 22.10.18⁴, ha affermato – rivedendo l'orientamento precedentemente seguito dall'Ufficio – la competenza a procedere, in relazione al delitto di manipolazione informativa, della Procura della Repubblica di Milano, in ragione dell'attribuzione a Borsa Italiana spa (con sede a Milano) della gestione dei comunicati delle società emittenti, notoriamente diffusi attraverso il sistema telematico denominato NIS (Network Information System).

Ciò colloca gli Uffici Giudiziari di Milano – già artefici di una ricca produzione giurisprudenziale – in una posizione di assoluta centralità nella materia degli abusi di mercato.

Tuttavia, anche rispetto alla *vexata quaestio* della competenza territoriale è auspicata e auspicabile una disciplina positiva più chiara, che eviti il rischio di invalidare, all'ultimo momento, un *iter* processuale, che, nella materia del *market abuse* è usualmente lungo e complesso.

2 La giurisprudenza eurounitaria

È necessario prendere le mosse dalla giurisprudenza eurounitaria ed, in particolare dalla sentenza Grande Stevens, con la quale la Corte Edu, partendo dal concetto di "accuse in materia penale", affermato nello storico caso Engel del 1976, era giunta a ritenere che il sistema italiano del doppio binario, in materia di manipolazione del mercato, violasse il divieto di *bis in idem* ex art. 4 prot. 7 CEDU, sostanziale e processuale, precludendo tanto l'irrogazione di una doppia pena/sanzione, quanto la celebrazione di un doppio procedimento per quella stessa materia "sostanzialmente penale".

A tale conclusione si era, successivamente, uniformata la giurisprudenza sovranazionale, fino a che, pronunciandosi sul c.d. doppio binario norvegese in materia tributaria, la Grande Camera, con la sentenza già richiamata, ha affermato che la duplicazione della risposta sanzionatoria all'*idem factum*, non viola necessariamente il divieto convenzionale e può anzi costituire una risposta unitaria con riguardo ad aspetti diversi della medesima condotta, a condizione che esista tra i due procedimenti, penale e amministrativo, una "*sufficient close connection in substance and time*".

In conformità, si è espressa anche la Corte di Giustizia della UE, con le sentenze *Menci*, *Di Puma* e *Garlsson Real Estate*⁵.

Con la sentenza *Garlsson*, pronunciata proprio in materia di *market abuse*, la Corte di Lussemburgo, valutando negativamente l'art. 187-*terdecies* TUF nella

4 Inedito.

5 V. rispettivamente Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, *Menci*; C-537/16, *Garlsson Real Estate e a.*; C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e Zecca*, tutte disponibili in *Diritto penale contemporaneo*, fasc. 3/2018, p. 286 ss., con nota di A. Galluccio, *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di bis in idem*.

formulazione allora in vigore, limitata alla compensazione delle sole pene/sanzioni pecuniarie, aveva indicato, come possibile soluzione per attenuare il cumulo sanzionatorio complessivo, quella della prevalenza ed esaustività della sanzione irrogata in esito al procedimento penale.

L'art. 187-*terdecies* TUF è stato modificato, da ultimo, con il d.lgs. n. 107/2018, e, nell'attuale formulazione, prevede che *a) l'autorità giudiziaria o la Consob tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria.*

Innegabile è il miglioramento, tuttavia, in assenza di espliciti parametri normativi, è incerta la rilevanza da attribuirsi alle *misure punitive già irrogate*, rispetto a quelle che l'Autorità giudiziaria o la Consob dovrà ancora applicare, intervenendo in seconda battuta.

In altri termini, e posto che il procedimento sanzionatorio amministrativo di norma termina prima, il quesito è: fino a che punto il Giudice penale può spingersi?

In proposito, sarà sicuramente interessante leggere le motivazioni, ancora inedite, della sentenza della Terza Sezione Penale del Tribunale di Milano, pronunciata in data 15 novembre 2018, con la quale è stata applicata, per il delitto di manipolazione del mercato (che prescrive anche la pena pecuniaria), la sola pena detentiva, ad imputati cui era stata già irrogata, da Consob, la sanzione pecuniaria e confiscato il profitto.

3 La giurisprudenza della Cassazione

Nell'alveo della giurisprudenza eurounitaria conforme alla sentenza della Grande Camera nel caso A e B c. Norvegia, si inseriscono le due recenti sentenze emesse dalla V Sezione della Corte di Cassazione, in materia di *market abuse*, già menzionate.

Gli imputati, dopo essere stati definitivamente sanzionati per la commissione degli illeciti amministrativi, segnatamente, quello previsto dall'art. 187-*bis* TUF (caso Charion Casoni⁶) e quello previsto dall'art. 187-*ter* TUF (caso Franconi⁷), sono stati condannati dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano per i corrispondenti delitti di cui agli artt. 184 e 185 TUF.

Nel ripercorrere l'evoluzione giurisprudenziale eurounitaria, i Giudici della V Sezione della Suprema Corte di Cassazione, in entrambe le sentenze, muovono dalla

6 Cass., Sez. V, 31 ottobre 2018, n. 49869, in *Guida dir.*, 2018, fasc. 47, p. 27 ss

7 Cass., Sez. V, sent. 16 luglio 2018, n. 45829, in *Diritto penale contemporaneo*, 17 ottobre 2018, con nota di F. Mucciarelli, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità.*

nozione di "*illecito amministrativo di natura sostanzialmente penale*", affermando che trattasi ormai di *diritto vivente*.

La sentenza Franconi si snoda, quindi, attraverso i seguenti passaggi motivazionali: i) richiama la sentenza *A e B c. Norvegia* e si sofferma sui criteri espressi dalla Corte Edu per orientare i Giudici nazionali, valorizzando la centralità del criterio della proporzionalità; ii) richiama le decisioni della Corte di Giustizia UE del marzo 2018 ed, in particolare, la sentenza *Garlsson Real Estate*, che muove rilievi critici, cui si è già fatto cenno, all'art. 187-*terdecies* TUF nella previgente formulazione; iii) richiama, infine, le numerose pronunce di legittimità che si sono uniformate ai principi di diritto fissati da *A e B c. Norvegia*.

La sentenza Charion Casoni muove dalla pronuncia della Corte Costituzionale in materia di *market abuse* (sentenza n.102 del 2016), con la quale era stato sollecitato, invano, l'intervento del Legislatore per porre rimedio alle frizioni che l'attuale assetto normativo genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU, ed evidenzia il *fil rouge* che lega le decisioni delle Corti europee favorevoli al doppio binario, purché sia rispettato il canone della proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato.

Di estremo interesse, per l'interprete, risulta la chiara indicazione, contenuta nella sentenza Charion Casoni, in ordine alla prevalenza del processo penale e della pena irrogata al termine di tale processo, onde adeguare il trattamento sanzionatorio complessivo al caso concreto, anche disapplicando le norme interne sanzionatrici formalmente amministrative. Significativamente la Corte di Cassazione indica come ipotesi del tutto eccezionale quella alternativa della disapplicazione della norma penale.

Il caso deciso dalla sentenza Garlsson/Ricucci presenta significative peculiarità rispetto a quelli decisi dalle sentenze della V Sezione Penale.

La Terza Sezione civile della Suprema Corte è stata chiamata a pronunciarsi sul tema del *bis in idem* in presenza di una sentenza di patteggiamento definitiva del Tribunale di Roma, a carico della persona fisica, per il delitto di cui all' art. 185 TUF, e a carico delle società Garlsson Real Estate SA e Magiste International SA, per l'illecito amministrativo di cui all'art. 25-*sexies* d.lgs. n. 231/2001.

Parallelamente, erano state irrogate da Consob, ai medesimi soggetti, significative sanzioni pecuniarie, rispettivamente, per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-*ter* TUF, ascritto alla persona fisica, e per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-*quinquies*, in relazione all'art. 187-*ter*, ascritto alla persona giuridica, sanzioni parzialmente ridotte dalla Corte d'Appello di Roma.

La Corte di Cassazione, investita del ricorso, ha affrontato la questione dell'applicabilità del *ne bis in idem* convenzionale sotto l'ulteriore aspetto della prospettabile "duplicazione" delle sanzioni applicate a soggetti (persona fisica e persone giuridiche) facenti capo al medesimo centro di interessi.

La Corte ritiene insussistente tale duplicazione e ciò potrebbe apparire perfino scontato, stante la soggettività giuridica riconosciuta agli enti rispetto alla

persona fisica, e il superamento del principio "*societas delinquere non potest*" con il d.lgs. n. 231/2001.

Il tema, invero, ha ripetutamente impegnato le Corti sovranazionali, chiamate a valutare la "ragionevolezza" di quei sistemi giuridici nei quali la risposta sanzionatoria, rispetto allo stesso fatto storico, diversamente ascritto alla persona fisica e all'ente alla stessa riferibile, può raggiungere particolare afflittività attraverso la duplicazione o triplicazione di multe, sanzioni e pene pecuniarie, tutte a carico del medesimo "centro economico d'interessi".

Di particolare interesse è la conclusione del ragionamento svolto dalla Cassazione nella sentenza *Garlsson*: i) afferma l'esistenza di una sufficiente connessione tra il procedimento penale e amministrativo, parallelamente avviati; ii) demanda alla Corte d'Appello di Roma la valutazione "*della doppia sanzione inflitta*"; iii) riconosce al giudice del rinvio "*la possibilità, essendo ormai passata in giudicato la condanna penale, che la sanzione amministrativa, oltre a potere essere annullata o confermata, possa essere ridotta al fine di ricondurre la condanna complessivamente valutata (sanzione detentiva e amministrativa) nei limiti della efficacia, proporzionalità e dissuasività*".

4 Il *revirement* della Procura Generale sulla legittimazione a procedere per l'aggiotaggio informativo

L'*enforcement* in materia di *market abuse*, e, in particolare, in relazione al delitto di manipolazione del mercato, è stata storicamente appannaggio degli Uffici Giudiziari milanesi, per via di una consolidata interpretazione giurisprudenziale, secondo cui - semplificando - le condotte di aggiotaggio manipolativo si consumano nel luogo dove si formano i prezzi dei titoli oggetto di manipolazione, cioè presso la Borsa Valori, che ha sede in Milano, le condotte di aggiotaggio informativo, nel luogo in cui vengono diffusi i comunicati *price sensitive* attraverso il sistema NIS gestito da Borsa Italiana spa, parimenti in Milano.

Anche a fronte di una giurisprudenza di legittimità e di merito consolidate, mancano, nella materia del *market abuse*, indici certi per individuare *tempus et locus commissi delicti* e, quindi, il Pubblico Ministero legittimato a procedere.

Ne è icastica dimostrazione la questione risolta con il citato decreto n. 532/18 del Procuratore Generale presso la Corte di Cassazione, emesso, lo scorso mese di ottobre, nel caso Fondiaria Sai, riguardante una fattispecie di manipolazione informativa connessa alla diffusione al pubblico dei bilanci di Fondiaria Sai spa, in ipotesi d'accusa affetti da falsità *price sensitive* rispetto al corso del titolo azionario. Le difese, in fase di conclusione delle indagini preliminari, hanno investito il Procuratore Generale presso la Corte di Cassazione del contrasto di competenza (ex art. 54-*quater* c.p.p.), sorto a seguito del rigetto, da parte del Procuratore di Torino, delle loro richieste di trasferimento degli atti presso altri Uffici. Il Procuratore di Torino, nel respingere tali richieste, aveva, in particolare, sostenuto che, ai fini dell'individuazione del *locus commissi delicti*, occorre farsi riferimento al luogo in

cui era stata decisa la diffusione dei dati economici *price sensitive* e che tale decisione era stata assunta a Torino.

Nell'articolato e condivisibile provvedimento in esame, è ampiamente richiamato il decreto n. 144 del 2006 della Procura Generale della Cassazione, nel caso IFIL-EXOR, in cui si afferma che *"il luogo di commissione del delitto di manipolazione del mercato realizzato mediante le comunicazioni diffuse al pubblico di cui all'art. 114 del d.lgs. n. 58 del 1998, è da individuarsi in quello di predisposizione ed immissione dei comunicati nel sistema telematico organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., trattandosi di reato formale o di mera condotta, sulla consumazione del quale nessuna incidenza ha la circostanza che il pericolo di alterazione del prezzo degli strumenti finanziari debba, per espressa previsione normativa, essere concreto"*.

Da questo orientamento - mai contraddetto dal designatore del pubblico ministero legittimato a procedere - il decreto dello scorso ottobre si discosta nettamente. Le ragioni del *revirement* sono ampiamente illustrate nell'esteso provvedimento, che richiama, diffusamente, le *"convergenti affermazioni della Giurisprudenza della Cassazione, acutamente riprese ed ulteriormente esplicitate dalla dottrina, che consentono di escludere ai fini dell'individuazione del "locus commisi delicti" tutte le fasi precedenti il momento della diffusione della notizia, anche se ne costituiscono il presupposto logico-giuridico ed operativo-gestionale"*.

Afferma, il Procuratore Generale, che, ai fini della consumazione del reato di aggotaggio informativo, rileva il momento e il luogo di diffusione al pubblico (successiva rispetto all'invio) delle informazioni in grado di incidere nel mercato dei titoli.

Tale soluzione è in assoluta coerenza con la natura del reato, che è di mera condotta ma al tempo stesso di pericolo concreto, per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi dell'evento, ma è, altresì, necessario che la comunicazione, perché si realizzi la "diffusione", sia accessibile ad una cerchia indeterminata di soggetti.

Nel commentare il decreto n. 144 del 2006 della Procura Generale della Cassazione, nel caso IFIL-EXOR, autorevole dottrina, sostenendo che *"già sul piano letterale, la nozione di diffusione in sé impedisce di assorbirne il valore descrittivo in condotte (di trasmissione, invio o comunicazione) isolate dall'effettivo contatto dei significati con la sfera di conoscenza comune ad una platea non determinata di persone"*, aveva efficacemente contestato il "parallelismo", delineato nel decreto, con la fattispecie di pornografia infantile (art. 600 ter c.p.), evidenziando che *"ben si spiega, nel caso di immissione di materiale pornografico infantile nella rete pubblica di internet la necessità imposta dall'indeterminabilità delle destinazioni e degli accessi che si realizzano in luoghi diversi che la giurisprudenza, ai fini della determinazione della competenza territoriale, abbia riguardo, in applicazione del criterio suppletivo prescritto dal comma 1 dell'art. 9, all'elemento del luogo di digitazione del comando di immissione in rete, laddove invece, nell'ipotesi di manipolazione informativa del mercato mediante le comunicazioni al pubblico prescritte dagli art. art. 114 t.u.f. e 66"*

Reg. Consob, la diffusione si realizza soltanto in conseguenza della messa a disposizione delle notizie false operata dal loro destinatario istituzionale in direzione del pubblico. (...) Una consumazione possibile soltanto "sul mercato e nel mercato"⁸.

Una conclusione, oggi, fatta propria – come si è visto – anche dalla Procura Generale, che, nel decreto n. 532/18, testualmente afferma: il "*locus commissi delicti*" deve "*individuarsi a Milano, in quanto luogo dal quale la comunicazione diffusa al mercato divenendo accessibile ad una cerchia indeterminata di soggetti, e quindi, assumendo quella necessaria connotazione di concreto pericolo per gli investitori che il reato intende sanzionare*".

5 Conclusione

Negli ultimi due anni, in assenza di un efficace intervento normativo, è stata la giurisprudenza eurounitaria e nazionale a "rilegittimare" il doppio binario in materia di *market abuse*; contestualmente il Procuratore Generale ha individuato in Milano il luogo di consumazione dell'agiotaggio informativo.

Sicuramente sono stati fissati, con maggiore chiarezza, condivisibili principi di diritto, ma il quadro che è venuto a delinearsi può anche definirsi stabile?

Si attendono i prossimi arresti giurisprudenziali, continuando a confidare nell'intervento di un "Legislatore illuminato" che conosca la materia per averla studiata e praticata.

8 G. Melillo, *Note in tema di competenza territoriale per il delitto di manipolazione del mercato*, in Cass. pen., 2007, p. 2765 e ss.

La tenuta del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato di fronte al principio del *ne bis in idem* europeo e convenzionale

Antonella Valente ^(*)

1 Il principio del *ne bis in idem*

Il principio del *ne bis in idem* dispone che nessuno può essere giudicato o condannato penalmente due volte per lo stesso reato. Tale diritto è riconosciuto, a livello sovranazionale, sia dall'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE): "*Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge*", sia dall'art. 4 del Protocollo 7 della Convenzione per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (CEDU): "*Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato*".

In tre giudizi di opposizione a sanzioni amministrative adottate dalla Consob in relazione a illeciti di abuso di mercato, giunti alla fase di legittimità, la Corte di Cassazione ha sollevato davanti alla Corte di giustizia dell'Unione Europea (CGUE), ai sensi dell'art. 267 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), questioni pregiudiziali sull'interpretazione dell'art. 50 CDFUE, letto alla luce dell'art. 4 del Protocollo 7 CEDU. Analoga questione è stata sollevata dal Tribunale di Bergamo nell'ambito di un giudizio in materia tributaria.

Davanti alla Corte europea si sono così incardinate la causa C-537/16 (*G.R.E. SA ed altri*), le cause C-596/16 e C-597/16 riunite (*E.D.P. e A.Z.*) e la causa C-524/15 (*L.M.*), definite con tre sentenze del 20 marzo 2018.

La competenza della Corte europea era indiscussa, dal momento che tanto le sanzioni amministrative previste dal Testo Unico della Finanza in materia di abusi di mercato quanto le sanzioni penali e amministrative previste dalla legge italiana per gli illeciti in materia di IVA costituiscono attuazione del diritto dell'Unione ai sensi

* Avvocato Consulenza Legale, Consob.

dell'art. 51, par. 1, CDFUE. Per quanto riguarda le cause in cui è parte la Consob, la direttiva di riferimento era, all'epoca dei fatti, la n. 2003/6/CE (MAD), di cui costituiscono attuazione le disposizioni degli artt. 187-*bis* e 187-*ter*TUF.

2 Le vicende da cui i giudizi europei hanno tratto origine

Quanto alla causa C-537/16, si rammenta che con delibera del 2007 la Consob ha applicato sanzioni amministrative a una persona fisica (S.R.) ritenuto responsabile degli illeciti di manipolazione del mercato (art. 187-*ter*, comma 3, lett. c), TUF) e di procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob (art. 187-*quinqüesdecies* TUF), nonché a due società (G.R.E. SA e M.I. SA) per l'illecito di cui all'art. 187-*quinqüies*, comma 1, lett. a), TUF in relazione alle condotte di manipolazione del mercato poste in essere da S.R..

Le opposizioni promosse dai sanzionati innanzi alla Corte d'Appello di Roma avverso la suddetta delibera sono state parzialmente accolte, previa riunione, con la sentenza n. 4297/08 del 2 gennaio 2009, che ha ridotto la sanzione irrogata alla persona fisica da dieci a cinque milioni di euro e ha confermato nel resto l'atto impugnato (anche con riferimento alle sanzioni irrogate alle società, pari a euro 103.291 ciascuna).

Proposto ricorso per cassazione contro tale decisione, è stato dedotto (tra l'altro) che per le stesse condotte sanzionate in via amministrativa dalla Consob era stato avviato un procedimento penale conclusosi con la condanna di S.R., mediante sentenza di patteggiamento (Tribunale Roma n. 24796/08 del 10 dicembre 2008), alla pena complessiva di anni 3 di reclusione, dichiarata estinta per indulto *ex lege* 241/2006, e alle pene accessorie di legge, nonché con la condanna delle società alle sanzioni pecuniarie previste dal d.lgs. 231/2001 sulla responsabilità degli enti (rispettivamente, M.R.E. Spa euro 103.200, M.I. Sa euro 250.000 e G.R.E. Sa euro 250.000).

I ricorrenti hanno quindi lamentato il contrasto fra il sistema del doppio binario sanzionatorio, vigente nel nostro ordinamento in materia di abusi di mercato, e il principio del *ne bis in idem* sancito dall'art. 4 del Protocollo 7 CEDU, come interpretato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo nella sentenza Grande Stevens del 4 marzo 2014.

La Cassazione – dopo aver sollevato una questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-*ter* TUF, che la Consulta ha dichiarato inammissibile con sentenza n. 102 dell'8 marzo 2016, evidenziando tra l'altro che la Cassazione avrebbe dovuto preliminarmente "*sciogliere il nodo*" dei rapporti tra concetto di *ne bis in idem* desumibile dalla CEDU, come interpretata dalla Corte EDU, e concetto di *ne bis in idem* nella materia degli abusi di mercato, come desumibile dal sistema normativo dell'Unione Europea alla luce della giurisprudenza della CGUE – con ordinanza n. 20675 del 20 settembre 2016, ha disposto il rinvio pregiudiziale degli atti alla CGUE formulando i seguenti due quesiti:

- a) *"se la previsione dell'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo e della normativa nazionale, osti alla possibilità di celebrare un procedimento amministrativo avente ad oggetto un fatto (condotta illecita di manipolazione del mercato) per cui il medesimo soggetto abbia riportato condanna penale irrevocabile";*
- b) *"se il giudice nazionale possa applicare direttamente i principi unionali in relazione al principio del ne bis in idem, in base all'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo e della normativa nazionale".*

Con riguardo alle cause riunite C-596/16 e C-597/16, va ricordato che con delibera del 2012 la Consob ha applicato sanzioni amministrative a E.D.P. e A.Z. ritenuti responsabili di illeciti di abuso di informazioni privilegiate (art. 187-bis, commi 1 e 4, TUF).

Tale delibera è stata separatamente impugnata dagli interessati avanti alla Corte d'Appello di Milano, la quale con sentenze del 4 aprile e 23 agosto 2013 (pronunciate da collegi diversi), mentre ha rigettato il ricorso proposto da E.D.P., ha accolto quello di A.Z. (per ritenuta tardività della contestazione degli addebiti).

Stante il diverso esito delle due opposizioni, a ricorrere in Cassazione sono stati E.D.P. contro la prima sentenza e la Consob contro la seconda. Nell'ambito dei giudizi di legittimità così instaurati, E.D.P. e A.Z. hanno dedotto di essere stati oggetto di un procedimento penale dinanzi al Tribunale di Milano, relativo ai medesimi fatti sanzionati in via amministrativa dalla Consob, a conclusione del quale sono stati assolti con formula piena perché il fatto non sussiste. Per l'effetto, rilevata la formazione del giudicato e quindi la definitività della sentenza n. 6625/2014 del 17 giugno 2014, relativamente al capo penale di assoluzione (in quanto impugnato solo dalla Consob, come parte civile, e non dal Pubblico Ministero), entrambi i soggetti hanno rivendicato il diritto a non essere sottoposti a un secondo procedimento per gli stessi fatti in virtù dell'art. 4 Prot. 7 CEDU e dell'art. 50 CDFUE.

Nelle ordinanze nn. 23232 e 23233 del 15 novembre 2016, la Cassazione, da un lato, ha affermato che il giudicato penale di assoluzione spiega effetto nel giudizio civile e amministrativo a norma dell'art. 654 c.p.p., quando i fatti materiali esaminati sono gli stessi; dall'altro, ha ricordato che l'art. 14, par. 1, della direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato, come interpretato dalla Corte europea (sent. 23.12.2009, *Spector Photo Group*), investe le autorità nazionali dell'obbligo di apprezzare il livello di tutela assicurato dalla sanzione amministrativa che si cumula a quella penale, ossia di *"valorizzare, in materia di abusi di mercato, la risposta che la legislazione nazionale offra in termini di effettività, proporzionalità e dissuasività della sanzione aggiuntiva"*.

Ciò stante, la Suprema Corte ha disposto il rinvio pregiudiziale degli atti alla CGUE formulando i seguenti due quesiti:

- a) *"se l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione vada interpretato nel senso che in presenza di un accertamento definitivo dell'insussistenza*

della condotta che ha integrato l'illecito penale, al giudice nazionale sia precluso, senza necessità di procedere ad alcun ulteriore apprezzamento, l'avvio o la prosecuzione per gli stessi fatti di un ulteriore procedimento che sia finalizzato all'irrogazione di sanzioni amministrative che per la loro natura e gravità siano da qualificarsi penali";

- b) *"se il giudice nazionale, nel valutare l'efficacia, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, ai fini del riscontro della violazione del principio del ne bis in idem di cui all'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, debba tener conto dei limiti di pena posti dalla dir. 2014/57/UE".*

Per quanto attiene alla causa C-524/15, si può sinteticamente segnalare che l'amministrazione finanziaria italiana ha inflitto a L.M. una sanzione amministrativa per omesso versamento dell'IVA per l'anno 2001; dopo la conclusione definitiva del procedimento amministrativo, a carico del medesimo soggetto, è stato avviato un procedimento penale per gli stessi fatti avanti al Tribunale di Bergamo, il quale ha deciso di sottoporre alla Corte di giustizia il seguente quesito:

"se la previsione dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, interpretato alla luce dell'art. 4 Prot. 7 CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, osti alla possibilità di celebrare un procedimento penale avente ad oggetto un fatto (omesso versamento di IVA) per cui il soggetto imputato abbia riportato sanzione amministrativa irrevocabile".

3 L'esito dei giudizi europei: le sentenze della CGUE del 20 marzo 2018

L'esito dei giudizi di rinvio pregiudiziale è stato favorevole per il sistema sanzionatorio sugli abusi di mercato, specialmente ove si tenga conto delle conclusioni che erano state formulate il 12 settembre 2017 dall'Avvocato Generale della Corte di giustizia, il quale aveva opinato per la dichiarazione di contrarietà all'art. 50 CDFUE dell'impianto del doppio binario sanzionatorio previsto dal TUF in materia di abusi di mercato, in sé considerato.

Per contro, condividendo molte delle argomentazioni difensive spese dai legali della Consob, la Corte europea ha confermato la tenuta del sistema di duplicazione di procedimenti e sanzioni previsto dalla legge italiana, purché la risposta derivante dal cumulo delle due "pene" inflitte nei diversi procedimenti sia proporzionata.

Come vedremo, le tre sentenze contengono un nucleo di considerazioni comuni, a mezzo delle quali la Corte ha delineato i principi generali in materia di *ne bis in idem*. L'applicazione di tali principi alle fattispecie oggetto di rinvio pregiudiziale ha portato il giudice europeo a rassegnare conclusioni diverse in ciascuna decisione.

3.1 Il nucleo comune. In primo luogo, la CGUE ha ribadito la legittimità del sistema del doppio binario ossia della previsione normativa del cumulo di sanzioni penali e amministrative, in relazione a una medesima fattispecie illecita, sia in campo tributario che nella materia degli abusi di mercato giacché *"gli stati membri dispongono di una libertà di scelta delle sanzioni applicabili che possono assumere la forma di sanzioni amministrative, di sanzioni penali o di una combinazione di entrambe"* (L.M. §20; G.R.E. SA §22; E.D.P.-A.Z. §26).

Ciò, a condizione che sia rispettato "il diritto fondamentale di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato, sancito dall'art. 50" CDFUE (G.R.E. SA §23; L.M. §21; E.D.P.-A.Z. ancora §26).

Avuto riguardo al riferimento operato nei quesiti pregiudiziali all'art. 4, Prot. 7 CEDU, va segnalato che secondo la Corte, in linea con la propria precedente giurisprudenza, pur dovendosi garantire un livello di tutela almeno pari a quello apprestato dalla disposizione convenzionale, l'esame delle questioni sollevate va *"condotto alla luce dei diritti fondamentali garantiti dalla Carta e, in particolare, del suo art. 50"* giacché la CEDU non costituisce, fintantoché l'Unione Europa non vi abbia aderito, un atto giuridico formalmente integrato nell'ordinamento giuridico dell'Unione, il cui diritto conserva pertanto la propria autonomia (G.R.E. SA §§24-26; L.M. §§22-24).

In tutte le fattispecie esaminate sono state ravvisate le condizioni per l'applicazione dell'art. 50 CDFUE essendosi in presenza, in relazione allo stesso fatto storico, di un cumulo fra sanzioni penali e sanzioni denominate amministrative nell'ordinamento italiano ma da ritenersi sostanzialmente penali secondo i tre criteri di valutazione a tal fine rilevanti nella giurisprudenza della Corte, che guarda non solo (i) alla qualificazione giuridica dell'illecito nel diritto nazionale ma anche (ii) alla natura dell'illecito e (iii) al grado di severità della sanzione in cui l'interessato rischia di incorrere (G.R.E. SA §28 ss.; L.M. §26 ss.; E.D.P.-A.Z. §38).

Secondo la Corte di giustizia, il cumulo di sanzioni non costituisce *tout court* una violazione del divieto di *bis in idem* europeo, bensì integra una limitazione di tale principio che è ammissibile purché siano rispettati i requisiti previsti dall'art. 52, par. 1, CDFUE a mente del quale *"Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge, e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui"* SA §41 ss.; L.M. §39 ss.; E.D.P.-A.Z. §41).

Pertanto – chiarisce la Corte UE – le limitazioni dell'art. 50 CDFUE, per essere conformi al diritto dell'Unione, oltre ad essere previste da una normativa nazionale (dato pacificamente ricorrente in tutte le fattispecie), devono rispondere congiuntamente ai seguenti requisiti:

- rispettare il contenuto essenziale del medesimo art. 50 della Carta;
- essere finalizzate, nel rispetto del principio di proporzionalità, a un obiettivo di interesse generale tale da giustificare il cumulo di procedimenti e sanzioni di natura penale o sostanzialmente penale, i quali devono comunque avere scopi complementari;
- essere contemplate da regole chiare e precise tali da rendere prevedibile per il soggetto accusato l'applicazione del sistema di doppio binario sanzionatorio;
- garantire un coordinamento tra i due procedimenti relativi allo stesso fatto in modo da limitare a quanto strettamente necessario l'onere supplementare che il cumulo di procedimenti comporta per gli interessati;
- garantire che la severità del complesso delle sanzioni imposte sia limitata a quanto è strettamente necessario rispetto alla gravità dell'illecito.

Dopo aver rilevato che entrambe le normative nazionali esaminate (quella tributaria e quella sul *market abuse*) rispettano il contenuto essenziale dell'art. 50 della Carta, in quanto consentono il cumulo di procedimenti e sanzioni a condizioni fissate tassativamente, assicurando quindi che il diritto garantito dalla disposizione non sia rimesso in discussione in quanto tale (G.R.E. SA §45; L.M.§43), la Corte europea ha analizzato le fattispecie oggetto di rinvio sulla base dei restanti parametri.

3.2 Nella causa C-537/16, la Corte ha constatato che l'obiettivo di tutelare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari è idoneo a giustificare un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale o sostanzialmente penale, tenuto conto della complementarità degli scopi perseguiti, ossia *"da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato., dall'altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e giustificano l'adozione di sanzioni penali più severe"* (§§46-50).

Pacifica è anche la prevedibilità della reazione punitiva per l'accusato, in quanto *"la normativa prevede, in modo chiaro e preciso, in quali circostanze le manipolazioni del mercato possano essere oggetto di un cumulo di procedimenti e sanzioni di natura penale"* (§53).

La normativa italiana sugli abusi di mercato non sembra invece, secondo la Corte europea – che però, sul punto, ha rimesso la verifica finale al giudice nazionale – rispettosa del principio di proporzionalità sotto i profili degli oneri a cui il doppio procedimento espone l'accusato e della severità complessiva della sanzione.

Nella sentenza si legge, infatti, che le pene che possono essere inflitte in forza dell'art. 185 TUF *"comprendono la reclusione nonché una multa, il cui spazio edittale corrisponde a quello previsto per la sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale di cui all'art. 187-ter del TUF"* (§58), il che sembra renderle idonee –

agli occhi della Corte – a reprimere esse stesse l'infrazione in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva.

Se così fosse – il che, come detto, è *"circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare"* – dovrebbe concludersi che la prosecuzione di un procedimento amministrativo di natura penale per i medesimi fatti che hanno già costituito oggetto di una simile condanna penale *"eccederebbe quanto strettamente necessario per conseguire l'obiettivo di tutela dei mercati"* (§59).

In senso contrario non rileva, secondo la Corte, il disposto dell'art. 187-terdecies TUF – a mente del quale, quando per lo stesso fatto siano state applicate una multa e una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale, l'esazione della prima è limitata alla parte eccedente l'importo della seconda – giacché tale norma sembra avere ad oggetto solo il cumulo di pene pecuniarie e non il cumulo di una sanzione pecuniaria con una pena della reclusione, di talché *"tale articolo non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione"* (§60).

Parimenti irrilevante la Corte ha giudicato il fatto che la pena definitiva irrogata per il reato possa (come nella specie) essersi estinta per effetto di indulto, perché la protezione offerta dal principio del *ne bis in idem* ai sensi dell'art. 50 CDFUE si applica alle persone assolute o condannate con sentenza penale definitiva, a prescindere dall'eventuale successiva estinzione della pena (§62).

La risposta finale del Giudice europeo al quesito posto dalla Cassazione è stata, pertanto, nel senso che l'art. 50 CDFUE *"osta"* a una normativa nazionale che consente di celebrare un procedimento riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale per condotte illecite integranti una manipolazione del mercato, per le quali è già stata pronunciata una condanna penale definitiva, *"nei limiti in cui tale condanna, tenuto conto del danno causato alla società dal reato commesso, sia idonea a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva"* (§63). La valutazione finale in ordine a siffatta idoneità della condanna compete al giudice nazionale (è *"circostanza che spetta tuttavia al giudice del rinvio verificare"*, precisa la sentenza nei §§59 e 61).

Quanto infine al secondo quesito pregiudiziale, concernente la diretta applicabilità dell'art. 50 della Carta da parte del giudice nazionale, la Corte di giustizia ha affermato che il principio del *ne bis in idem* garantito da tale disposizione *"conferisce ai soggetti dell'ordinamento un diritto direttamente applicabile nell'ambito di una controversia come quella oggetto del procedimento principale"* (§68).

3.3 Nella causa C-524/15, l'iter argomentativo inizialmente comune della sentenza si divarica quanto al profilo della proporzionalità della sanzione complessivamente irrogata, perché la Corte di giustizia ha concluso che la normativa italiana in materia tributaria *"non eccede quanto è strettamente necessario"* ai fini della realizzazione dell'obiettivo di interesse generale perseguito, in quanto *"prevede condizioni idonee a garantire che le autorità competenti limitino la severità del"*

complesso delle sanzioni imposte a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato commesso".

In tal senso depone, secondo la Corte, anzitutto il regime previsto dall'art. 21 d.lgs. 74/2000 che "non si limita a prevedere la sospensione dell'esecuzione forzata delle sanzioni amministrative di natura penale nel corso del procedimento penale, ma ...osta definitivamente a tale esecuzione dopo la condanna penale dell'interessato"; in secondo luogo, il fatto che il pagamento volontario del debito tributario, purché riguardi anche la sanzione amministrativa inflitta all'interessato, costituisce una circostanza attenuante speciale di cui tener conto nel procedimento penale.

3.4 Nelle cause riunite C-596/16 e C-597/16, la Corte europea ha anzitutto riformulato la questione pregiudiziale, trasformando la domanda della Cassazione – che aveva chiesto se l'art. 50 CDFUE impedisca di instaurare, nei confronti delle persone fisiche assolte in sede penale, un ulteriore procedimento finalizzato all'irrogazione di sanzioni sostanzialmente penali, che siano efficaci, proporzionate e dissuasive – in un nuovo quesito riferito ad altra disposizione: "*se l'art. 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 osti a una disposizione nazionale quale l'art. 654 del CPP che estende al procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria l'autorità di cosa giudicata [delle] affermazioni in punto di fatto operate nel contesto del procedimento penale*" (§29).

A tale quesito, la Corte ha fornito risposta negativa seguendo la scansione argomentativa delle sentenze G.R.E. SA e L.M. Dopo aver ribadito che l'obiettivo perseguito dalla normativa italiana sugli abusi di mercato (proteggere l'integrità dei mercati e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari) è idoneo a giustificare una limitazione del diritto previsto dall'art. 50 CDFUE, la Corte è passata a verificare se la suddetta limitazione sia rispettosa del principio di proporzionalità.

A tale proposito, è stato affermato che "l'applicazione di sanzioni amministrative effettive, proporzionate e dissuasive, prevista dall'art. 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 nell'ipotesi di violazione del divieto di abusi di informazioni privilegiate, presuppone che le autorità nazionali competenti accertino fatti che dimostrino l'esistenza... di un'operazione tale da giustificare l'irrogazione di una sanzione amministrativa" (§27).

Conseguentemente, una volta che sia intervenuta "una sentenza penale definitiva di assoluzione che dichiara l'assenza degli elementi costitutivi dell'infrazione che l'art. 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 è inteso a sanzionare", la prosecuzione di un procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa di natura sostanzialmente penale "eccederebbe manifestamente" quanto necessario per conseguire l'obiettivo della normativa; ciò in quanto la prosecuzione del procedimento amministrativo, in cui l'assoluzione penale ha autorità di cosa giudicata, risulterebbe "sprovvista di qualsivoglia fondamento" (§§44-45).

Tenuto conto della risposta data alla prima questione pregiudiziale, la Corte non si è pronunciata sulla seconda, ritenendola assorbita.

* * * * *

Le pronunce della CGUE sopra illustrate hanno efficacia vincolante diretta nei giudizi *a quibus*.

Al di là di tali casi, delle precisazioni fornite dalla Corte di giustizia in ordine ai parametri astratti entro cui la normativa nazionale può essere ritenuta conforme al diritto europeo dovrà tenersi conto anche negli altri giudizi, civili o penali, pendenti in relazione a illeciti di abuso di mercato, sempreché sanzionati in via definitiva dall'altra Autorità. I giudici italiani saranno quindi chiamati a verificare, nelle singole fattispecie, la ricorrenza in concreto delle condizioni alle quali la Corte europea ha subordinato la legittimità del cumulo di procedimenti e di sanzioni.

4 Le prime applicazioni della giurisprudenza nazionale

Gli esposti principi hanno già trovato applicazione in alcune recenti decisioni della Corte di Cassazione.

4.1 Nella sentenza 10.10.2018, n. 45829 della quinta sezione penale, relativa a un caso di manipolazione del mercato commesso da più soggetti in concorso tra loro, ritenendo di potere direttamente *“valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio.. qualora non sia necessario procedere ad ulteriori accertamenti di fatto e facendo riferimento ai criteri di cui all’art. 133 cod. pen.”*, la Suprema Corte ha ritenuto *“rispettato il criterio di proporzionalità del peso derivante dal cumulo delle sanzioni inflitte agli interessati rispetto alla gravità dei fatti addebitati, nonché della limitazione della sua severità allo strettamente necessario, in modo da non risultare eccessivamente oneroso per i soggetti sanzionati”* (p. 22).

Per l'effetto, sono state confermate le sanzioni irrogate in sede penale: al primo imputato, due anni di reclusione ed euro cinquantamila di multa; al secondo, un anno e dieci mesi di reclusione ed euro trentacinquemila di multa; al terzo, un anno e sei mesi di reclusione ed euro trentamila di multa, a cui si aggiungono le pene accessorie (art. 186 TUF) dell'interdizione dai pubblici uffici e dagli uffici direttivi delle persone giuridiche nonché dell'incapacità a contrattare con la Pubblica Amministrazione per la durata di un anno, oltre alla pubblicazione della sentenza su un quotidiano (p. 23).

In sede amministrativa, agli stessi soggetti erano state irrogate dalla Consob le sanzioni pecuniarie di euro 150.000 al primo concorrente e di euro 100.000 ciascuno al secondo e al terzo; le sanzioni interdittive accessorie (art. 187-*quater* TUF) dell'incapacità di assumere incarichi di amministrazione e controllo in società

quotate e società appartenenti al medesimo gruppo di quotate, per il periodo di un anno per il primo soggetto e otto mesi ciascuno per gli altri (ancora p. 23).

4.2 Con la sentenza 30.10.2018, n. 27564 della sezione tributaria civile, resa nel giudizio riassunto a seguito della conclusione della causa pregiudiziale C- 537/16, la Cassazione, ritenendo che la verifica di congruità della doppia sanzione inflitta, implichi una *"valutazione di merito"* ad essa preclusa, ha rinviato la causa alla Corte d'Appello di Roma, alla quale ha peraltro fornito utili indicazioni di principio ai fini di tale accertamento.

La SC ha invero escluso che dalle sentenze della Corte UE debba ricavarsi *"un automatismo in base al quale la condanna penale, a prescindere dalla sanzione inflitta, non consente la comminatoria di alcuna altra sanzione, dovendo il giudice nazionale valutarne, complessivamente, l'afflittività, la proporzionalità e la dissuasività"* (pp. 49-50), per cui la valutazione del giudice nazionale *"deve essere effettiva ed investire tutti gli aspetti, nei limiti indicati dalla Corte di Giustizia"* (p. 51, sottol. aggiunta).

Inoltre, la Cassazione ha ribadito *"l'obbligo del giudice nazionale di garantire la 'piena efficacia' del diritto UE"* (p. 54), ponendo l'accento sull'*"ottica del bilanciamento operato dalla Corte di Giustizia tra il principio del ne bis in idem e l'esigenza di tutela della effettività proporzionalità e dissuasività dalla sanzione"* (p. 57).

Pertanto il giudice del rinvio, se da un lato dovrà garantire che il cumulo di sanzioni penali e amministrative non ecceda *"quanto strettamente necessario"* per conseguire l'obiettivo di interesse generale costituito dalla tutela della integrità dei mercati finanziari, d'altro canto dovrà parimenti assicurare che le sanzioni complessivamente inflitte rispondano ai *"principi di effettività, proporzionalità e dissuasività a tutela dell'interesse generale all'integrità dei mercati nell'ambito euro unitario"* (p. 57).

4.3 Attiene ad un caso di *insider trading* la sentenza 31.10.2018, n. 49869, ancora della quinta sezione penale della Cassazione, che pure ha rinviato la causa al giudice del merito, con l'indicazione di valutare *"la proporzionalità del cumulo sanzionatorio rispetto al disvalore del fatto, da apprezzarsi con riferimento agli aspetti propri di entrambi gli illeciti (quello penale e quello "formalmente" amministrativo) e, in particolare, agli interessi generali sottesi alla disciplina degli abusi di mercato (anche sotto il profilo dell'incidenza del fatto sull'integrità dei mercati finanziari e sulla fiducia del pubblico negli strumenti finanziari), tenendo conto, con riguardo alla pena della multa, del meccanismo "compensativo" di cui all'art. 187-terdecies TUF"* (p. 37).

La Suprema Corte ha altresì precisato che *"solo in presenza di una sanzione irrevocabile idonea, da sola, ad 'assorbire' il complessivo disvalore del fatto.. il giudice comune dovrà disapplicare in toto la norma che commina la sanzione non ancora irrevocabile, così da escluderne l'applicazione"*; e che ciò potrà avvenire, nel caso in

cui la valutazione di proporzionalità venga effettuata dal giudice dell'opposizione alla sanzione amministrativa, essendo divenuta irrevocabile quella penale, solo quando quest'ultima sia stata *"determinata in termini di particolare severità rispetto al disvalore complessivo del fatto"* (p. 39).

* * * * *

Le sentenze passate in rassegna confermano la piena tenuta del regime del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato. Anche nelle decisioni diverse da quella in cui ha provveduto direttamente a confermare la legittimità delle doppie sanzioni irrogate, la Cassazione ha invitato i giudici di merito, ai quali ha rinviato le cause, a svolgere il loro compito di verifica della proporzionalità del complessivo trattamento sanzionatorio compiendo valutazioni effettive, scevre da automatismi e con una chiara indicazione nel senso della residualità dei casi in cui si potrà addivenire all'annullamento di una delle due sanzioni.

Nota dell'Autore successiva al Convegno

È opportuno, infine, dare conto delle due ulteriori sentenze pubblicate successivamente al Convegno dalla seconda sezione civile della Cassazione, nn. 31632 e 31633 del 6.12.2018, nei giudizi riassunti dopo la conclusione delle cause pregiudiziali riunite C-596/16 e C-597/16.

Com'era prevedibile in base alle statuizioni della Corte di giustizia, la SC ha ritenuto di non poter *"dubitare della incompatibilità con il disposto dell'art. 50 CDFUE dell'instaurazione di un procedimento amministrativo sanzionatorio (o della sua prosecuzione, eventualmente anche nella fase di opposizione in sede giurisdizionale) per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187 bis t.u.f. in relazione ai medesimi fatti storici per i quali l'incolpato sia stato assolto, in sede penale, dal delitto di cui all'art. 184 t.u.f."*

Preso quindi atto della *"improseguibilità"* del giudizio di accertamento dell'illecito amministrativo, la Cassazione ha annullato il provvedimento sanzionatorio che era stato confermato dalla Corte d'Appello di Milano, cassando la relativa sentenza e, nell'altra causa, ha dichiarato inammissibile il ricorso della Consob.

Di interesse appare il passaggio motivazionale in cui la SC si è interrogata sulla possibilità di fare *"diretta ed immediata applicazione dell'art. 50 CDFUE"*, senza violare il principio del *"sindacato accentrato di costituzionalità"* rivendicato dalla Corte Costituzionale nella sentenza 14.12.2017, n. 269 con riguardo alle ipotesi in cui una legge sia oggetto di dubbi di illegittimità tanto in riferimento ai diritti protetti dalla Costituzione, quanto in relazione a quelli garantiti dalla Carta di Nizza.

Ebbene, la necessità di un intervento della Corte Costituzionale, nella fattispecie, è stata esclusa dalla Cassazione argomentando che la circostanza che l'imputato sia stato assolto con formula piena dal reato ascrittogli per i medesimi fatti per i quali gli è stata irrogata la sanzione amministrativa *"fa sì che il rispetto del precetto di cui all'art. 50 CDFUE non entri in conflitto con alcuna disposizione interna"*.

Secondo la Corte, invero, la norma sanzionatoria (nella fattispecie, l'art. 187-bis TUF) *"non detta alcuna disciplina in ordine alle modalità di accertamento degli illeciti, ponendosi, per così dire, 'a valle' dell'accertamento stesso"*.

Ne consegue che l'impossibilità di proseguire l'accertamento dell'illecito amministrativo configurato dagli stessi fatti storici giudicati insussistenti in sede penale, imponendo l'arresto del procedimento amministrativo o del giudizio di opposizione prima dell'accertamento definitivo, *"preclude l'accesso all'applicazione dell'art. 187 bis t.u.f., la questione della cui legittimità costituzionale (..) risulta, pertanto, priva di rilevanza"*.

Recenti pubblicazioni

- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati
in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance
of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia.
Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso

- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile. Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione. Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
 CONSOB – CNDCEC*
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici