

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2016

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

SOMMARIO

ALDO ANGELO DOLMETTA, Di derivati impliciti e di derivati apparenti	1
SANDRO AMOROSINO, Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia.....	15
SIDO BONFATTI, La disciplina della <i>depositor preference</i> e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti.....	23
BRUNO INZITARI, BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)	55
FILIPPO FIORDIPONTI, Banche di Credito Cooperativo: una riforma a due velocità.....	93
LUCA GALLI, Efficienza e legittimazione delle istituzioni pubbliche: il caso del SRB	133
EMILIO GIRINO, I derivati “impliciti”: virtù e vizi della scomposizione	155
LUCA ANTONIO LO PO', Cash-settled corporate equity derivatives. the relationship between disclosure rules and decoupling phenomena.....	197

SOMMARIO

SIDO BONFATTI, Legittimo il mutuo fondiario per la ristrutturazione di passività pregresse se favorisce il riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa	1
MASSIMO MAZZOLA, Le polizze claims made al vaglio delle sezioni unite: osservazioni «a margine»	21
ALBERTO GALLARATI, La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da sgr e trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. soluzioni non univoche.....	49

Di derivati impliciti e di derivati apparenti

1. L'operazione presa in considerazione dalla recentissima sentenza del Tribunale di Udine, 29 febbraio 2016, è un leasing immobiliare a cui risulta annessa una clausola di cambio su valute (euro/franco svizzero)¹. In ragione del tipo di «rischio cambio» che rinviene in tale clausola, la pronuncia ritiene applicabile la normativa di eteronomia che è dettata per l'attività di intermediazione finanziaria: da qui il marchio di «derivato implicito». Il mancato rispetto a livello concreto di tale normativa comporta, nel deciso dal giudice, inadempimento grave della banca: con conseguente obbligo risarcitorio e possibile risoluzione della ridetta clausola.

A questo primo e basico set di informazioni occorre poi aggiungere - per una migliore intelligenza della fattispecie - una serie di dati ulteriori. La clausola, di cui alla pronuncia, si trova materialmente inserita dentro il testo del contratto di leasing ed è situata nel contesto di un articolo lunghissimo (denominato «indicizzazione»; un rilievo pignolo viene a contare numero 44 righe)². E sta a fianco di un'altra previsione che viene a indicizzare la misura del canone al «tasso indicato alla lettera Q» (= Libor x mesi «oggi preso a base» + x%; così, nell'articolato); le due indicizzazioni possono venire a cumularsi tra loro³.

Nel suo contenuto essenziale, la clausola si struttura nella fissazione di una misura di cambio convenzionale (: «rapporto di cambio euro/valuta convenzionalmente stabilito nella quotazione

¹ La sentenza del Tribunale di Udine, R.G. 27/2014, si trova pubblicata per esteso in *IlCaso.it*, n.14361.

² A giudizio della sentenza, «la clausola in questione è alquanto complessa, ma consente di comprendere come sarebbero state quantificate le somme dovute all'utilizzatore o all'utilizzatore a titolo di rischio cambio». La stessa sentenza, peraltro, riscontra che il margine convenzionale del cambio praticato è stato fissato solo nel verbale di consegna dell'immobile, come avvenuto quasi sette mesi dopo la stipula del contratto (in effetti, la clausola si limita a disegnare un meccanismo).

³ Così la sentenza: «all'utilizzatore è addossato un doppio rischio, quello della variazione del Libor, che incide sul piano finanziario e determina una variazione del canone, sia pure liquidata a parte rispetto al pagamento dell'importo "base" del canone, ..., e quello della variazione del cambio Euro/CHF, che pure determina addebiti o accrediti autonomi».

indicata nella lettera Q»⁴ e nella previsione di effettiva rilevanza della variazione («se la variazione è positiva ... nel giorno di scadenza del canone»; «se la variazione è negativa ...»). A integrare la conformazione della medesima sta, ancora, la fissazione di una clausola *floor* (ma non anche di un *cap*: «le variazioni in diminuzione del canone non opereranno oltre la riduzione di due punti»).

Allargando il raggio dell'attenzione, è pure da precisare che il detto articolato viene rappresentato in un apposito modello standard. Si tratta, in altri termini, di un'operazione concretizzativa di un prodotto d'impresa, di conformazione e tratto propriamente seriali: la fattispecie esaminata dalla sentenza viene ad esprimere, quindi, una situazione-tipo (*fallengruppen*)⁵. Non risulta peraltro prevista una «specifica approvazione» ai sensi dell'art. 1341, comma 2, c.c. Per altro verso, il modello contempla il caso di possibili varianti del prodotto (: «eventuali altre opzioni di indicizzazione risulteranno dalla lettera Q»).

Secondo quanto riscontra la sentenza del Tribunale friulano – è opportuno riferire inoltre -, l'operazione in questione non risulta in un «qualche modo collegata alla valuta svizzera»; la clausola possiede una «mera funzione aleatoria, visto che gli effetti della sua applicazione non sono né quelli di “riequilibrare” le prestazioni contrattuali, né quelli di “compensare” gli effetti dell'indicizzazione». Sembra di intendere che questo punto sia pacifico in causa. Pure affatto acquisito nei fatti è che la Banca non abbia «considerato la

⁴ Sovente si tratta, a quanto pare, di scostamento significativo [cfr., così, la decisione di Trib. Udine, 24 febbraio 2015, R.G. 6459/2012: «il tasso di riferimento pattuito (1,25) era ben lontano da quello effettivo praticato dal mercato alla data di stipulazione (1,85)»].

⁵ Può essere utile ricordare, in proposito, come la recente sentenza della Corte di Cassazione, 10 novembre 2015, n. 22950 abbia puntualizzato (con diretto riguardo al noto prodotto finanziario «*My way*»): «il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto ex art. 1322 c.c. può essere rimesso all'esclusivo sindacato del giudice di merito solo ove esso appartenga all'esclusiva e specifica singolarità del caso concreto, come tale destinato a restare confinato, appunto, nell'ambito di tale giudizio. Tuttavia, dove, al contrario, la fattispecie concreta sia idonea a fungere da modello generale di comportamento di una serie indeterminata di casi analoghi, là si ravvisa allora un giudizio di diritto e la necessità dell'intervento nomofilattico della Cassazione, al fine di garantire la prevedibilità delle future decisioni, posto che si tratta d'integrare il contenuto della norma indeterminata o della clausola generale predetta».

clausola come uno strumento finanziario»: e che in termini di stretta conseguenza si sia poi comportata.

2. Sin qui la fattispecie tipo che viene in interesse. Fattispecie che – in questi ultimi mesi - sta venendo a dividere (a spaccare, anzi) la giurisprudenza del Tribunale udinese. In effetti, da una parte, taluni giudici sostengono l'estraneità del leasing immobiliare con clausola «indice su cambio valute» alla sfera dell'«intermediazione finanziaria»; dall'altra, diverse decisioni - quella di fine febbraio risultando, per quanto noto, la più recente - per contro affermano l'inerenza della medesima operazione a detto ceppo e l'applicazione della conseguente disciplina di legge e di regolamento.⁶

Nel contesto di tale diritto vivente, la questione risulta attestata - nella sua sostanza di fondo - sul fronte della qualificazione della clausola di cambio rispetto al negozio di leasing. Più in particolare, non si dubita che *di per sé* un patto di cambio valute ben possa «essere ricondotto a un ... tipo di contratti derivati». E che anzi lo sia senz'altro, quando integrante un prodotto isolato, chiuso in sé stesso. Si tratta - così si viene a puntualizzare in termini espliciti - di un «*domestic currency swap*, in cui le ... parti compravendono due

⁶ Nel senso dell'applicazione alla fattispecie tipo della disciplina sull'intermediazione finanziaria si sono espresse, tra quelle da me conosciute, anche Trib. Udine, 24 febbraio 2015, citata; Trib. Udine, 13 maggio 2015, R.G. 6404/2012; Trib. Udine, 20 luglio 2015, R.G. 3812/2013; Trib. Udine 25 agosto 2015, R.G. 1556/2014; Trib. Udine, 1 settembre 2015 R.G. 4651/2013 (le ultime due pronunce, peraltro, approdando al risultato della responsabilità precontrattuale dell'intermediario; cfr. in proposito la prossima nota 17). Nel senso opposto v., in via segnata, Trib. Udine, 26 luglio 2015, R.G. 511/2014; Trib. Udine, 19 novembre 2015, R.G. 1285/2014.

Del prodotto in discorso si sono occupate, per quanto consta, anche l'ABF Milano, 8 luglio 2013 (: «esula vuoi dall'oggetto del ricorso vuoi dalla competenza per materia di questo Arbitro esprimersi circa l'adeguatezza dello strumento finanziario, il corretto pricing dell'opzione e la sua coerenza alle specifiche esigenze della cliente ...»); «si tratta ... di una componente di rischio aggiuntiva ed esogena alla formazione del tasso di interesse in quanto promanante dal risultato di un'operazione derivativa su cambi scindibile dal contratto di base») e il Collegio arbitrale Milano 4 luglio 2013, in questa *Rivista* (: «l'alea, il rischio, non esclude affatto, anzi postula, che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter riscontrare l'entità ipotetica dell'alea che si corre», si che – se l'MtM non viene sufficientemente determinato – l'operazione è nulla).

contratti *forward* su ... nozionali di riferimento espressi in valute differenti, definendo così un tasso di cambio iniziale e alla scadenza si impegnano a scambiare esclusivamente le differenze che si saranno verificate»⁷.

Secondo una delle opinioni, tuttavia, «va considerato che la clausola di indicizzazione che qui interessa contenente il *domestic currency swap* è stata inserita nel contratto di leasing e dà quindi luogo a un c.d. derivato incorporato (*embedded derivate*), vale a dire un prodotto misto inserito in un contratto *host*». Tale qualificazione senz'altro comporta, per tale orientamento, l'estraneità della clausola alla normativa dettata da legge e regolamento per l'attività di intermediazione finanziaria: sostanzialmente perché la Banca d'Italia (Circolare sulla trasparenza del luglio 2009) e la Corte di Cassazione⁸ ritengono che la «disciplina dei contratti misti rimane unitaria, quando unitaria sia la causa», «che è rappresentata dal contratto di maggior rilievo», «che nel caso in esame è il contratto di finanziamento»⁹.

⁷ Le frasi virgolettate sono tratte dalla citata Trib. Udine, 26 luglio 2015, che – come si è appena riportato – stima l'operazione estranea alla normativa dell'«intermediazione finanziaria». Così anche le citazioni del capoverso immediatamente successivo.

Anche l'opposto indirizzo condivide, naturalmente, la natura in sé di derivato dell'accordo di cambio valute: cfr., così, la decisione di Trib. Udine, 29 febbraio 2016, da cui ha preso le mosse il presente discorso, che, tra l'altro, richiama in proposito l'arresto di Cass., 19 maggio 2005, n. 10598.

⁸ E' bene, peraltro, riportare in maniera più ampia l'avviso svolto in proposito da tale orientamento. Secondo la citata sentenza del Trib. Udine 26 luglio 2015, dunque, «anche la Banca d'Italia recepisce la teoria dell'assorbimento seguita dalla giurisprudenza di legittimità in tema di contratti misti, nel senso che la disciplina dei contratti misti rimane unitaria, quando unitaria sia la causa, rappresentata nel caso in esame dal contratto di maggior rilievo che è il contratto di finanziamento (e non di investimento), a cui è stato aggiunto un singolo elemento che con esso si fonde, non essendovi alcuna ragione di disciplinare con diverse normative i vari aspetti del contratto di finanziamento in base alla teoria della combinazione, che si applica invece ai contratti collegati (cfr., per tutte Cass., 13.10.1975, n. 3301 ... nonché da ultimo Cass., 20.12.2005, n. 28233 e n. 2642 del 08.02.2006 ... e per la distinzione fra contratto misto e contratti collegati cfr. Cass. 5.04.1984, n. 2217»).

⁹ Da segnalare in materia anche la fattispecie (per certi versi limitrofa) del credito al consumo espresso in valuta estera, su cui pure si dibatte circa l'applicazione della disciplina eteronoma dell'intermediazione finanziaria. Discute ora del tema MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore*

Sul lato opposto si assume, invece, che la «clausola di “rischio cambio” introduce ... nel contratto uno strumento finanziario, dotato di causa propria ed autonoma rispetto al contratto di leasing ... Non si è dunque in presenza di un contratto complesso, la cui causa contrattuale ... è unica, ma di un collegamento negoziale tra più contratti, ciascuno dotato della sua causa». Tanto più a volere tenere conto della «autonomia delle clausole» di indicizzazione «rispetto all’ammortamento del leasing», nonché dell’«evidente intento delle parti di ricercare vantaggi diversi ed ulteriori rispetto alle finalità tipiche del leasing»¹⁰. Donde pure la qualificazione di derivato implicito.

3. E’ da chiedersi, per la verità, se questa impostazione comune agli opposti orientamenti – come incentrata sul raffronto tra clausola di cambio e contratto di leasing – sia davvero corretta ovvero, e forse meglio, se sia realmente necessaria per risolvere in modo corretto la questione in discorso. E questo al di là di ogni giudizio relativo alla possibilità di interpretare in via analogica o estensiva o comunque aperta le regole sull’applicazione della normativa sull’«intermediazione finanziaria» (giudizio che ben difficilmente, a me pare, potrebbe risultare per una qualche misura negativo); e al di là, altresì, di qualunque rilievo sull’effettiva riconduzione strutturale della fattispecie tipo in esame al derivato incorporato oppure al derivato implicito (la tesi del derivato incorporato pare in realtà mostrarsi frutto più di allegazione, che di altro; la tesi del derivato implicito sembrerebbe tutto sommato solo indiziaria).

Prima di tutto questo, in effetti, il riferimento non può non dirigersi verso le regole cardine del sistema contrattuale. E qui fermarsi per più

della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori, in *Banca e borsa*, 2016, I, p. 201 ss.

Sulla tematica del «derivato incorporato» è appena uscito, su *Giurimetrica* (2016, I, p. 9 ss.), un lavoro di GARRONE intitolato *Il tasso minimo e i «derivati incorporati», o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l’opzione floor vanilla*.

¹⁰ La prima citazione è tratta dalla decisione del 29 febbraio 2016; le altre due da quella del 24 febbraio 2015.

angoli visuali. Angoli visuali che, peraltro, vengono a riproporre tematiche decisamente conosciute (e anche in materia di derivati¹¹).

Forti dubbi non possono non avanzarsi, così, sul punto della determinatezza dell'oggetto della clausola di cambio valute. Quanto meno per due ragioni. Una attiene alla rilevazione del cambio del giorno di «scadenza canone»: nel silenzio del testo contrattuale, la rilevazione sembra proprio rimessa a una scelta volta per volta della banca: solo all'interno della giornata lavorativa della scadenza; è noto, del resto, che il cambio «nel durante» - che è quello più diffuso a livello operativo - consente all'intermediario di scegliere uno qualunque dei cambi succedutisi nel corso della giornata lavorativa¹². L'altra segue subito al riscontro di una constatazione della sentenza del 29 febbraio, per cui l'indicazione del cambio convenzionale non è compiuta nel contratto, ma unicamente nel verbale di consegna del bene: la scelta avviene solo a cose fatte, dunque; dopo che è avvenuta l'effettiva stipulazione del contratto e della clausola di cambio: lo stesso margine della convenzionalità del cambio rimane quindi frutto di una determinazione post-contrattuale e meramente unilaterale della società concedente.

Soprattutto, sembra davvero difficile non nutrire perplessità serissime sull'effettiva meritevolezza degli interessi perseguiti con un'operazione (= con un prodotto) del genere. E questo anche al di là dell'interrogativo sulla misura del possibile margine di utile economico che una simile operazione può venire a lasciare al cliente: tra cambio convenzionale e apposizione di una clausola *floor* non sembrerebbe, in effetti, residuare molto spazio¹³.

¹¹ Sulla relativa problematica v., da ultimo, il mio *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro «ragionevoli limiti» l'operatività in derivati*, di prossima pubblicazione su *Contratti*.

¹² Nella pratica attuale viene, tra l'altro, a trovare diffusione un prodotto di c/c in euro indicizzato a una data valuta estera: ad esempio, un versamento in euro viene appostato in conto nella moneta di cambio (nella misura di cambio fissata convenzionalmente; con addebito di commissione di cambio e utilizzo dello scarto standard); un prelievo riceve, in senso inverso, la stessa sorte. Tale operazione sembrerebbe possedere significative assonanze (come, ad esempio, in relazione al punto del «doppio cambio») con l'operazione di mutuo casa in euro indicizzato al franco svizzero (su cui, com'è noto, esiste una nutrita serie di decisioni dell'ABF).

¹³ In punto di descrizione cfr. sopra, la parte finale del terzo capoverso del n. 1.

Ad alimentare i maggiori dubbi in proposito non è (volendo) neppure la nuda circostanza – in fatto acquisita, si è visto (sopra, n. 1, in fine) - che il rapporto euro/franco svizzero è indifferente per la realizzazione del sottostante e che, correlativamente, la clausola possiede una pura funzione speculativa. E neanche solo la sproporzione delle *chances*. E nemmeno la constatazione che la società concedente ferma in tutt'altri modi e patti la remunerazione che sta a corrispettivo del concesso finanziamento in leasing.

Il punto di massima frizione sembra stare, in realtà, proprio nel legame che viene instaurato tra la clausola di cambio e il leasing dell'immobile. La prima a inquinare, cioè, la funzione in sé positiva, di serietà, che di per sé connota (= dovrebbe connotare) la seconda¹⁴.

4. Ove peraltro si ritenessero non convincenti, o non sufficienti, le considerazioni appena sopra appuntate, non per questo – a me pare – la questione della clausola di cambio valute andrebbe senz'altro a sciogliersi nell'alternativa tra l'opzione del derivato incorporato e quella del derivato implicito, secondo quanto invece propone, si è visto, la dialettica in essere all'interno dei giudici friulani.

Ché la detta questione, in effetti, non potrebbe non andare a confrontarsi – allora - con i dettami della clausola generale di buona fede oggettiva. Con tutta la ricca articolazione, meglio, che questa possiede: e anche in punto di comportamenti dovuti dall'impresa che viene a immettere i propri prodotti sul mercato¹⁵. Come in tema di

¹⁴ Per sé, quindi, dovrebbe trattarsi di nullità del solo patto di cambio valute, senza intaccare il contratto di leasing. Non è da escludere, peraltro, l'evenienza di una diversa soluzione a livello concreto: di propagazione dell'invalidità all'intera operazione, cioè. Al proposito, mi pare venga ad assumere peculiare importanza non tanto la circostanza che il cliente non avrebbe concluso l'operazione senza la presenza di quel patto, quanto piuttosto la circostanza che questi avrebbe potuto orientarsi verso altre – e meno «pericolose» – offerte correnti sul mercato (anche tenendo conto, per questo, del ruolo oggettivamente, e pure soggettivamente, del ruolo svolto dalla presenza/assenza di detto patto).

Trattandosi di contratto interamente predisposto, comunque, non avrei dubbi nel ritenere che solo il cliente – non anche l'intermediario predisponente – sia legittimato a chiedere, nell'eventualità, la propagazione del giudizio di nullità all'intera operazione (arg. spec. ex artt. 127 TUB e 1341, comma 2, c.c.).

¹⁵ Sul tema dell'articolazione della clausola di buona fede nel riflesso dei contratti di impresa v. il mio *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, *passim*.

doverosa verifica dell'adeguatezza dell'operazione rispetto alla posizione e alle concrete esigenze del cliente a cui risulta assegnata. E come, comunque, in termini di qualità e quantità dell'informazione che è compito didascalico dell'intermediario portare (più che all'attenzione) alla comprensione del cliente¹⁶; del resto, la natura puramente speculativa della clausola di cambio valute viene in modo manifesto a enfatizzare spessore e rilievo di questo dovere: sui termini esatti della speculazione e sulle probabilità di aggiudicarsela¹⁷.

In definitiva, la descritta vicenda della clausola di cambio valute, di cui al Tribunale di Udine, sembra più che altro esprimere una sacca di resistenza, una permanente ritrosia di parte della giurisprudenza nei confronti delle clausole generali. Come viene specialmente a sottolineare proprio il punto della buona fede oggettiva: in effetti, se l'utilizzo giurisprudenziale della clausola di causa concreta può dirsi

¹⁶ Nella citata sentenza del 24 febbraio 2015, per la verità si legge - in chiusura di esposizione - il seguente cenno: la «mancata valutazione ed informazione del cliente sugli scenari probabilistici e sull'atteggiarsi dell'alea ... costituisce violazione di regole di comportamento esplicite generali (art. 1175 c.c.) o speciali (T.U.F.; Reg. Consob)».

¹⁷ Cfr., tra le altre, la sentenza di Trib. Milano, 18 maggio 2015, in questa *Rivista*: «la diversa e opposta informazione fornita dalla Banca, secondo la quale il derivato era a copertura del rischio di tasso, costituisce violazione grave ai ... doveri di diligenza, correttezza, trasparenza e buona fede, che determina la risoluzione del contratto ai sensi dell'art. 1455 c.c.».

Va peraltro avvertito che - nel diritto vivente della materia - si sta formando un orientamento per cui l'inadempimento degli obblighi informativi dell'intermediario avrebbe carattere meramente precontrattuale (: la «praticabilità di una risoluzione del contratto per violazione di regole di comportamento vigenti per gli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento appare ... problematica»; così il Lodo arbitrale 25 giugno 2012, come riferito da CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *Banca e borsa*, 2016, II, p. 190, nota 20; v. pure, così, nell'ambito dei riferimenti citati nella precedente nota 6). Viene in tal modo a crescere una visione degli obblighi legali di fattispecie (*sub specie* informativa) che mi pare davvero difficile definire se non in termini di oscurantismo: questo orientamento - da tempo escluso che tali obblighi possano comportare vizi di invalidità (per motivi in sé oscuri; a tacer d'altro, basta leggere la norma dell'art. 1439 c.c.) - viene adesso ad attaccare (anche) il fronte della risoluzione. In realtà, se non si scorge la ragione logica per distinguere il trattamento normativo degli inadempimenti dell'impresa predisponente in funzione di una mera collocazione temporale, ancor meno si riesce a intendere perché l'inadempimento degli obblighi di informazione dovrebbe *a priori* possedere «scarsa importanza» per la fattispecie.

relativamente recente, quello della buona fede oggettiva risulta, invece, consolidato da tempo. Del resto, la normativa di protezione del cliente di cui al TUF non può certamente essere considerata quale disciplina speciale e «costitutiva» per spazi altrimenti lasciati alla libera lotta dell'autonomia, ponendosi per contro come semplice momento specificativo - nonché concretizzativo - di contenuti per l'appunto già racchiusi all'interno del detto canone fondamentale di buona fede.

5. Per il tema dei derivati apparenti - cui è ormai tempo di passare - non sono a conoscenza dell'eventuale esistenza di precedenti giurisprudenziali. Né mi constano studi specificamente intesi all'esame della relativa materia¹⁸. In sostanza, il tema sembra rimasto, ad oggi, inesplorato. Vengo di conseguenza ad attingere in via diretta alla mia esperienza professionale; del resto, la stessa denominazione, che mi trovo a utilizzare, è frutto del lavoro maturato in tale contesto.

Dunque, per certi versi la confezione materiale del derivato apparente procede per la strada opposta a quella del leasing con annessa clausola di cambio valute. Nel presente caso abbiamo, cioè, due distinti e separati testi contrattuali standard: uno inteso a governare un mutuo; l'altro intitolato «Interest Rate Swap (IRS)» o formula simile. Si tratta di fare riferimento alle clausole di questi testi che vanno a incrociarsi tra loro.

Il testo del contratto di mutuo stabilisce una clausola di interessi compensativi secondo un tasso variabile, che ad esempio risulta polarizzato sull'Euribor a 3 mesi. Il testo del derivato avvolge sue spirali e conformazione attorno a quello stesso polo (: Euribor a 3 mesi, nel caso). In punto di contenuto, poi, la coppia di clausole viene a integrarsi in termini reciproci. Ma, per meglio spiegarsi in proposito, conviene senz'altro trascrivere qualche esempio tratto direttamente dalla realtà operativa¹⁹.

¹⁸ Per dei primi cenni v., peraltro, MARCELLI, *La consulenza tecnica nei procedimenti penali per usura bancaria*, in *Assocetu.it*, con esplicito riferimento ai c.d. prestiti sintetici.

¹⁹ Negli esempi che vengo a esporre, il nozionale del derivato si pone sulla stessa linea del capitale erogato con il mutuo.

Primo esempio. Mutuo: «il tasso d'interesse viene stabilito a 0,90 punti più dell'Euribor a 3 mesi lettera puntuale». Derivato: «Azienda paga fisso 4,70% -- Azienda incassa variabile 3 mesi Euribor».

Secondo esempio. Mutuo: «l'interesse è pari all'Euribor a 3 mesi maggiorato dell'1,50%». Derivato: «Cliente fino all'Euribor a 3 mesi 4,60%, deve 3,88%; oltre tale soglia Euribor a 3 mesi meno 0,05% -- Banca Euribor 3 mesi».

Terzo esempio. Mutuo: «tasso di interesse variabile, determinato in misura nominale annuo dalla somma di .- una quota fissa pari a 1,375%; .- una quota variabile pari al tasso lettera Euribor a 3 mesi». Derivato: «Debitore [cliente] tasso parametro 4,690% -- Debitore [intermediario] tasso parametro Euribor a 3 mesi».

6. Se si leggono con attenzione i testi contrattuali, ci si sofferma un poco a riflettervi sopra e si è operatori professionali del diritto degli affari, il senso di ciascuno degli esempi riportati finisce per sbrogliarsi da solo: nel complessivo di ognuno di loro, come costituito da mutuo e da derivato. Diversamente avviene, però, se – nel potenziale cliente – non concorrono insieme le tre indicate condizioni.

Il meccanismo differenziale ideato dai tre derivati prevede, in ogni caso, che la banca versi una somma pari all'Euribor (a 3 mesi). A loro volta, i tre mutui stabiliscono che il cliente versi – come quota parte del tasso di interessi – una somma pari all'Euribor (a 3 mesi). Le due partite, in ultima analisi, non fanno altro che autoeliminarli.

Rimangono le componenti fisse dei mutui e le componenti dei derivati, che i testi contrattuali pongono entrambe a carico del cliente. Con la conseguenza che, nel primo esempio, il cliente si trova a dovere corrispondere un interesse compensativo del 5,60%; nel secondo, il tasso effettivo dell'operazione – quello reale – risulta congegnato in modo tale da non potere scendere sotto il livello del 5,38%; nel terzo, il tasso concretamente dovuto si attesta sulla soglia del 6,065%.

In definitiva, a guardare bene risulta che il primo e il terzo caso non danno vita – nonostante le parole formulate nel testo del contratto di mutuo – a un'operazione a tasso variabile, bensì a un'operazione a tasso fisso. Nel secondo caso, invece, viene introdotta (di soppiatto, è difficile non rilevarlo) un clausola *floor*.

7. E' bene, detto questo, passare a completare il quadro della fattispecie che va presa in considerazione. Gli esempi riferiti non traggano spunto da vicende in cui diversi sono gli intermediari che intervengono nel mutuo e, rispettivamente, nel derivato. Né da derivato che sopravvengano a significativa distanza temporale dall'erogazione del mutuo. Non esprimono, per dire, l'idea di più e separate operazioni.

In tutti e tre gli esempi portati, l'intermediario del mutuo è lo stesso intermediario del derivato; i due tronconi relativi risultano contestuali se non altro in senso logico (passa, al più, la differenza di un qualche giorno). Quindi, si tratta di operazione di tratto senz'alcun dubbio unitario: un tipo peculiare di prodotto immesso nel mercato, per il lato proposto dall'impresa intermediaria; l'intendimento di un'unica operazione, per il lato rappresentato invece dal cliente.

E da ciò, naturalmente, anche la scelta identificativa in termini di derivati (solo) apparenti. In effetti, nelle dette ipotesi il derivato sembra smarrire una qualunque funzione propria: sia essa di copertura o per contro di speculazione. Il tutto finisce per risolversi – così sembra proprio di potere riscontrare – nell'apportare il derivato una clausola «correttiva», e dall'esterno, alla conformazione sostanziale degli interessi compensativi dovuti dal cliente per il mutuo che gli viene erogato. Così pure aumentandogli, tra le altre cose, il carico economico dell'operazione.

8. Ci si potrebbe chiedere, giunti a questo punto, se una simile operazione resti o meno sottratta alla disciplina che legge e regolamento dettano per l'attività di «intermediazione finanziaria». Tuttavia, una simile domanda può in realtà anche rimanere confinata nell'ambito del marginale (e/o del curioso): ché altri – e davvero pure di (rispetto dei) principi – sono i problemi di fondo che l'operazione viene a sollevare²⁰.

²⁰ Nei fatti, può anche accadere che il tasso reale dell'operazione (dato cioè dalla congiunzione di quello scritto nel testo del mutuo e di quello portato dal derivato) venga a superare la soglia usuraria. La natura di nullità «a vantaggio del (solo) cliente», che sul piano civilistico caratterizza (anche) la vigente regolamentazione dell'usura, può venire ad anteporre il relativo giudizio rispetto a quello inerente alla meritevolezza degli interessi perseguiti.

Se ovviamente è escluso *a priori* che si possa volere che un'operazione sia nel contempo a tasso fisso come pure a tasso variabile, non si riesce a intendere il senso oggettivo di un'operazione che, da un lato, persegua dichiarata l'obiettivo del tasso variabile (nel troncone del mutuo), ma che, dall'altro, incroci la realtà di un tasso fisso (colla contestuale addizione data dal derivato). Se poi il risultato finale - per dire, quello «voluto» - è quello di del tasso fisso, non riesce a comprendere a cosa possa servire tutta questa *chicane*: per quale ragione, cioè, non si vada a formare *direttamente* un tasso fisso (di misura chiara per il cliente). Insomma, non è per nulla agevole comprendere quale interesse meritevole di tutela possa mai leggersi in una simile unità.

Non si può non rilevare, inoltre, che il tasso indicato nel contratto di mutuo per gli interessi compensativi non corrisponde a quello reale dell'operazione, visto il carico aggiuntivo che per definizione vi viene a portate il derivato. Appena il caso di aggiungere, poi, che il testo di quest'ultimo documento non è per nulla sufficiente alla bisogna: non foss'altro perché il legame che sul piano reale avviene tra tale previsione e quella degli interessi compensativi del mutuo non è affatto esplicitato (ma, anzi, deviato). E' chiaro dunque che, nella specie, non viene rispettato il disposto dell'art. 117, comma 4, TUB, secondo il principio generale dei contratti bancari, della necessaria indicazione scritta - e puntuale - delle voci che formano il carico dell'operazione per il cliente. Con la conseguenza ulteriore dell'eventuale applicazione in fattispecie delle prescrizioni eteronome sostitutive di cui all'art. 117, comma 7, TUB.

A parte di tutto ciò, ancora debbono essere riferiti due ordini di considerazioni generali. Il primo attiene al grado di decettività che un'operazione propriamente impostata sulla falsariga del derivato apparente può, a livello di fattispecie concreta, venire a indurre nel cliente. Non sembra negabile, in effetti, che una struttura tipica di prodotto, come quella qui in analisi, tenda ad orientare il cliente verso una situazione che non risulta rispondente alla realtà. Da quest'angolo visuale, perciò, sembra propriamente aprirsi la eventualità (comunque da verificare, è scontato, a livello di fattispecie concreta) di un'annullabilità della complessiva pattuizione economica (previsione del mutuo + previsioni del derivato) per dolo *ex art.* 1439 c.c. (ovvero,

nel caso minore occorrente, di un'azione risarcitoria per dolo incidentale *ex art. 1440 c.c.*).

Nei contratti predisposti dall'impresa i confini tra responsabilità per dolo e violazione degli obblighi di buona fede sono, com'è noto, assai sottili (a scendere, dal primo verso la seconda). E da qui, naturalmente, l'altro ordine di considerazioni appena sopra preannunciato: ché per l'appunto la struttura caratteristica - «tipica» - del prodotto di cui al derivato apparente sembrerebbe propriamente trovarsi in frontale contrasto con l'(assunzione e l')adempimento degli obblighi informativi e didascalici che la legge pone a carico dell'intermediario.

Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia*

SOMMARIO: 1. Le regolazioni delle attività economicamente rilevanti: le *invarianti*; 2. (*segue*) e le *variabili*; 3. I caratteri peculiari del diritto dell'economia: *mutevolezza, tecnicità e sincretismo*; 4. L'attuale scenario: moltiplicazione delle regolazioni dei mercati, neointerventismo pubblico ed esternalizzazioni di funzioni amministrative; 5. Il metodo ricostruttivo dei giuristi dell'economia.

1. Le regolazioni delle attività economicamente rilevanti: le invarianti

Il diritto dell'economia – inteso come studio delle regolazioni, di fonte pubblica e privata, delle attività economiche rilevanti – è un campo *sterminato* (perché numerosissimi sono i *mercati* giuridicamente organizzati dei quali esse si occupano), ma anche *affascinante*.

Si va infatti – esemplificando volutamente alla rinfusa – dalla regolazione dei cosmetici a quelle degli alimenti; da quelle concernenti l'agricoltura a quelle relative alla pesca; dalla regolazione dei giochi legali a quelle, importantissime ed articolate, dei servizi pubblici; dall'approntamento delle infrastrutture alla gestione dei beni pubblici; dal commercio delle opere d'arte alle banche, agli intermediari, alle assicurazioni ed al controllo delle società quotate; dalle attività culturali ai certificati di emissioni ambientali, all'energia; dalle trasformazioni urbanistiche ed immobiliari al commercio, al turismo; dalle attività di utilità sociale senza scopo di lucro ai servizi privati di interesse pubblico (dalle scuole guida alle certificazioni); dalle comunicazioni elettroniche, ai servizi di consulenza istituzionale o di *lobby* (dei quali anche vi è ormai un mercato, che necessita di regolamentazione).

Tutti questi disparatissimi settori di attività hanno *in comune*, nell'ottica del giurista, *tre elementi strutturali*:

* Relazione presentata al primo convegno associativo ADDE, Quali regole per quali mercati? Una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione, Milano, 11 - 12 dicembre 2015.

I) l'essere attività economicamente rilevanti e, quindi, costituire *oggettivamente* dei mercati;

II) il fatto che i mercati formano oggetto di specifiche discipline – in origine pattizie, successivamente anche di fonte pubblica – che li hanno organizzati giuridicamente (due esempi classici: la borsa del grano di Chicago o dei diamanti ad Anversa), sovente con appositi organismi di gestione;

III) l'inerenza a ciascuna attività economicamente rilevante di interessi pubblici o generali; ciò comporta che non solo sono oggetto di regolamentazioni di fonte pubblica, ma sono soggette a controlli, nel senso lato del termine, ed in qualche caso ad indirizzi, o programmi, da parte di strutture “dedicate”, qualificabili come pubbliche o incaricate di funzioni pubbliche.

Usando la terminologia della *law & economy* sono soggette a delle *regolazioni pubbliche*, le quali sono composte dal *congiunto* delle regolamentazioni e dell'esercizio dei poteri di “controllo”, nel senso atecnico sopra accennato.

Questi tre elementi strutturali costituiscono i *minimi comuni denominatori* – le *invarianti* – delle discipline giuridiche delle attività economiche.

2. (segue) e le variabili

Subito dopo le invarianti vi sono, però, le *variabili*, tutte molto complesse:

a) le diversissime configurazioni che caratterizzano i vari tipi di mercati (da quello dell'uranio, ch'è globale, a quello dei servizi primari alla persona, ch'è locale), i quali sono incessantemente in, più o meno rapida, trasformazione;

b) la molteplicità delle *fonti soggettive* delle regolamentazioni, sia *pubbliche* (che vanno dagli organismi internazionali sino ai Comuni) sia *private* (anche qui si va da associazioni internazionali, ad aggregazioni locali, all'auto-nomia delle società). Questa moltiplicazione *multilivelli* e *multispecie* delle figure soggettive che pongono le regole pone il problema della reciproca “forza formale” e della concorrenza tra le regole stesse;

c) la “galassia” delle fonti delle regole, in *senso oggettivo*, le quali vanno sempre esemplificando, dagli indirizzi (*substitute law*) del

Financial Stability, Board, alla *hard law* “a cascata” dell’Unione Europea; alle normazioni di settore, primarie e secondarie, di Stati, *Land*/Regioni ed enti locali; al *mix* di indirizzi e precetti contenuti nelle programmazioni; agli atti di autonomia pubblica e privata (ad esempio: gli statuti di enti o di società, che ne disciplinano la *governance*), alle “*linee guida*” dell’Autorità Anticorruzione, o – con natura diversa – alle “Istruzioni” di Banca d’Italia o ai regolamenti della CONSOB. Vengono qui in rilievo, come criteri ordinatori, la nozione di *atto precettivo*¹ e la distinzione tra *rilevanza* ed *efficacia*²: può aversi rilevanza giuridica anche quando non c’è immediata efficacia precettiva;

d) l’eterogeneità della natura, e struttura, degli *organismi*, pubblici ma anche privati, preposti all’attuazione delle regole ed al controllo della conformità ad esse dei comportamenti dei soggetti che operano in un determinato mercato.

A tali organismi sono attribuiti, da fonti pubbliche o da accordi privati, poteri pubblici o poteri privati di intervento, più o meno ampi ed articolati.

In molti casi sono attribuite ad organismi privati (ad esempio: Borsa Italiana s.p.a.) funzioni pubbliche di controllo sul corretto funzionamento dei mercati stessi, intesi come strutture giuridiche, e sulla correttezza dei soggetti economici che in essi operano;

e) la varietà, infine, dei sistemi – *amministrativi, giudiziari e stragiudiziali* – di rimedi e tutele avverso le decisioni (ad esempio: “punitive”), ancora una volta pubbliche o private, adottate dagli organismi preposti al “controllo” della correttezza dell’attività degli operatori e del buon funzionamento dei mercati.

3. *I caratteri peculiari del diritto dell’economia: mutevolezza, tecnicità e sincretismo*

Passando dalle *regulations* al ramo della scienza giuridica che tenta di dare di esse una visione sistemica – il diritto dell’economia – viene

¹ M.S. GIANNINI, *Introduzione al diritto costituzionale*, Roma 1984.

² A. FALZEA nelle voci *Rilevanza giuridica*, Vol. XL, 1989 ed *Efficacia giuridica*, Vol. XIV, 1966, dell’*Enciclopedia del Diritto*.

da rilevare che esso è connotato da *tre elementi peculiari*, anche se non esclusivi:

aa) la *mutevolezza*, vale a dire l'estrema *rapidità di evoluzione* diacronica delle attività economiche – a causa di fattori tecnologici, economico sociali e geopolitici – e, “a cascata”, dei rispettivi mercati e delle relative regolazioni; con tali tumultuose evoluzioni devono fare i conti i giuristi dell'economia;

bb) la *tecnicità*, vale a dire la massiccia presenza – nelle regolazioni di settore – di norme, criteri e parametri tecnici, o di derivazione tecnica e “filtrati” dal linguaggio giuridico, relativi a ciascun ambito di attività economica (ad esempio: i disciplinari di produzione dei vini) e tipo di mercato (ad esempio: i mercati regolamentati, internalizzati o multilaterali di negoziazione di prodotti o strumenti finanziari); l'interazione tra categorie giuridiche e parametri tecnici è un secondo elemento di complicazione per i giuristi;

cc) il *sincretismo strutturale*, vale a dire la *compresenza costitutiva* di “materiali” giuridici – nozioni, istituti, figure soggettive, formule organizzative, procedure, atti precettivi – di diversa provenienza: privatistica, pubblicistica, o anche di teoria generale (ad esempio i concetti di: “potere”, “funzione”, “autonomia”, “accordo”, “figura soggettiva”, “fattispecie”).

I primi due elementi sono dati di fatto, sul terzo è necessario soffermarsi.

Taluno potrebbe, infatti, osservare che *fenomeni* di incontro e reciproca inferenza tra campi concettuali diversi hanno investito molti ambiti del diritto contemporaneo, tanto da esser divenuti oggetto di formule di sintesi verbale – ad esempio: “l'amministrativizzazione del diritto delle imprese” o, specularmente, “la privatizzazione del diritto amministrativo” – le quali fanno riferimento, rispettivamente, ai due “macrosettori” che “confinano”, con il diritto dell'economia: il diritto civile e commerciale e quello amministrativo e pubblico.

Ciascuno di questi due vastissimi campi del diritto ha infatti registrato robusti *innesti* di concetti, istituti, procedure e strutture organizzative “provenienti” dall'altro; si pensi – per fare solo due esempi – su un *versante* al diritto della concorrenza, nato nell'ambito del diritto commerciale, ma sempre più caratterizzato da regolazioni pubblicistiche (composte da precetti, europei e nazionali, e da

decisioni delle Autorità di tutela) e, sul *versante* “opposto”, alla “contrattualizzazione” di molte decisioni amministrative.

Si tratta di *contaminazioni*, anche ampie, che hanno – peraltro – una funzione positiva, perché favoriscono la flessibilità ed adattabilità dei rispettivi sistemi disciplinari tradizionali al mutare dei contesti reali da regolare.

Il caso del diritto dell’economia è differente perché è *strutturalmente e costitutivamente sincretistico*, risultante di una *fusione a caldo* (perché continuamente si rinnova) di “materiali” di origine pubblicistica e privatistica, i quali, in varie combinazioni, concorrono, inestricabilmente integrandosi, a formare un *sistema composito* (di modelli, paradigmi, istituti, etc.), sufficientemente *strutturato* (anche grazie ai richiami ai concetti di teoria generale, ove ciò sia ancora possibile) da costituire un *quadro di riferimento* solido ma, al contempo, *flessibile*, per “fare fronte” alla *multiformità* delle numerosissime e diversissime attività economiche (e dei relativi mercati) che postulano *regulations*.

Ne consegue che non ha più alcun senso scientifico suddividere artificiosamente il diritto pubblico dell’economia dal diritto privato dell’economia.

4. *L’attuale scenario: moltiplicazione delle regolazioni dei mercati, neointerventismo pubblico ed esternalizzazioni di funzioni amministrative*

Negli anni più recenti, sotto la spinta della crisi finanziaria mondiale, lo scenario delle regolazioni delle attività economiche sta, ancora una volta, rapidamente mutando (il che sollecita l’obbligata “ipersensibilità” dei giuristi dell’economia ai cambiamenti).

Il quadro attuale appare contraddittorio e non chiaro, nel senso che si incrociano, e talora scontrano, tendenze assai diverse, senza alcuna apparente logica di sistema:

– *da un lato* la moltiplicazione, ed ispessimento, delle *regulations*, alle quali – com’è noto – non corrisponde automaticamente una maggiore efficienza reale delle funzioni pubbliche di controllo;

– *dall’altro* il neointerventismo degli Stati, declinato essenzialmente in due tendenze:

- una “conservativa” del controllo pubblico di *asset* o settori di diretta rilevanza politica (ad esempio: i grandi conglomerati pubblici in Francia, il sistema delle *Sparkasse* in Germania e le imprese pubbliche locali in Italia);

- ed una “espansiva”, non solo con le pubblicizzazioni in funzione di salvataggio (ad esempio: alcune banche in Gran Bretagna), ma anche con nuovi meccanismi o “bracci secolari” (si pensi alla multiforme articolazione di interventi societari o di creazione di fondi “dedicati” da parte della Cassa Depositi e Prestiti ed alla figura soggettiva in pubblico comando incaricata di gestire le concessioni per la realizzazione della “banda larga” per le telecomunicazioni);

– *dall’altro lato ancora* la prosecuzione dei processi di *esternalizzazione* di funzioni pubbliche di controllo sulle attività economiche, ma anche, in misura minore, di funzioni di regolamentazione.

Alle esternalizzazioni concorrono, com’è noto, due fattori: il sovraccarico di compiti che le amministrazioni (in senso lato) pubbliche non riescono a sostenere e la progressiva affermazione della sussidiarietà orizzontale, con la crescente presenza di imprese sociali.

È il contesto tumultuoso, ma affascinante, con il quale debbono cimentarsi gli studiosi di diritto dell’economia, che si sono attrezzati facendo nascere “cento fiori di dottrina” in un campo vastissimo.

5. *Il metodo ricostruttivo dei giuristi dell’economia*

Nel contesto sommariamente richiamato spetta ai giuristi dell’economia – basandosi su costrutti giuridici interdisciplinari – costruire, in via prevalentemente induttiva, muovendo dallo studio delle tante *regulations* di settore, una sorta di *quadro sinottico* delle finalità, dei principi, delle nozioni chiave, della varietà di figure soggettive utilizzate, dei modelli organizzatori (composti, a loro volta, di strutture, funzioni, poteri, procedure, decisioni) che si rinvencono con *frequenza e regolarità* nelle svariatissime discipline giuridiche delle attività economiche.

Il metodo induttivo (*esperienziale* lo definiva Benvenuti) va applicato sia alla regolamentazione sia al concreto esercizio delle funzioni di “controllo”, svolte da organismi pubblici o da organismi

privati incaricati di funzioni pubbliche, sulla *regolarità* dei comportamenti dei “soggetti economici” e dei mercati.

Solo in questo modo è possibile trarre dalle *regulations* un quadro realistico d’insieme (sommatoria delle regole, delle strutture organizzative incaricate di applicarle e delle loro prassi operative)³.

Questo tipo di approccio – realistico e non astrattamente dogmatico – appare l’unico idoneo a cogliere i tratti salienti dei *contesti contemporanei* delle attività economiche, dei rispettivi mercati e delle correlate *regulations*.

La rapidità di evoluzione dei contesti stessi impone, infatti, pur a malincuore, di abbandonare – come punti di riferimento – gli *scenari* delineati, alcuni decenni fa, da capiscuola come M.S. Giannini⁴ e F. Galgano⁵.

A dimostrarlo sono sufficienti telegrafici riferimenti ad alcuni elementi fondamentali dell’attuale scenario che (ovviamente) non potevano essere presenti negli orizzonti concettuali dei due studiosi citati:

– la globalizzazione di molti mercati, la crescente *pervasività* della sfera regolatoria europea e – in pur lenta progressione, “a macchie di leopardo” – di quelle globali;

– l’avvenuta *mutazione* della visione politica egemone dei rapporti tra pubblici poteri ed attività economiche (tra “Stato e mercato”, per usare una formula classica, ch’è divenuta sempre più una *sineddoche*, data la moltiplicazione e multiformità sia dei “poteri” che dei “mercati”).

Sotto questo secondo profilo il punto di svolta è collocabile – com’è noto – per quanto riguarda l’Europa, alla fine degli anni ’80 del secolo scorso, allorché l’indirizzo politico liberalizzatore e privatizzatore – derivante da una specifica interpretazione dei principi della “costituzione economica” europea (la concorrenza, il mercato unico aperto, le libere circolazioni di persone, merci, capitoli e servizi; la progressiva stretta sugli aiuti di Stato) – ha imposto l’abbandono dei modelli, affermatasi nel secondo dopoguerra, definiti ad *economia*

³ S. CASSESE – L. TORCHIA, *Diritto Amministrativo. Una conversazione*, Bologna 2015.

⁴ M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell’economia*, Bologna 1977, pag. 115.

⁵ F. GALGANO, voce *Diritto dell’economia*, Vol. XI, 1989, dell’*Enciclopedia Giuridica Treccani*.

mista; modelli che di fatto erano (e, in parte, sono) caratterizzati da una diffusa, talora invasiva, presenza di enti pubblici economici e società in pubblico comando, che godevano di situazioni di privilegio, o di esclusiva, e dalla conseguente egemonia, in alcuni Paesi, delle attività economiche pubbliche su quelle private.

Si sono, invece, largamente affermati modelli neoliberali (ordoliberali, nella scienza giuridica) di economia sociale di mercato, nei quali la struttura, costituita dai vari mercati, è temperata da correttivi volti, da un lato, a tutelare gli interessi pubblici all'efficiente e regolare funzionamento dei mercati aperti e concorrenziali e, dall'altro, a ridurre gli squilibri economici, territoriali e sociali che ostacolano la *coesione*.

Il mercato “corretto” (rispetto alle sue inefficienze e distorsioni), per usare un'espressione di Predieri⁶, è divenuto il paradigma di riferimento, pur nell'ampia variabilità politica dell'intensità delle “correzioni”.

Si è – in sintesi – venuta formando una *costituzione economica europea*, la quale costituisce il “cielo superiore” che ispira le singole regolazioni europee, le quali riguardano, ormai, quasi tutti i settori di attività economicamente rilevanti.

⁶ A. PREDIERI, *Il mercato corretto*, 2001, inedito, rimasto incompiuto per la morte dell'A.

La disciplina della *depositor preference* e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti

SOMMARIO: 1. Premessa. “Depositanti protetti”, “depositanti preferiti” e sistemi di garanzia dei depositanti; 2. Il “primo scudo” dei depositanti: la “garanzia del rimborso”; 2.1. La disciplina comunitaria della garanzia dei depositanti (Direttiva Comunitaria 2014/59/UE); 3. La disciplina nazionale di garanzia dei depositanti a seguito della attuazione della Direttiva Comunitaria 2014/49/UE. I “depositanti protetti”; 4. La disciplina comunitaria della tutela dei depositanti mediante collocazione preferenziale (Direttiva Comunitaria 2014/59/UE). I “depositanti preferiti”; 5. La disciplina nazionale della tutela dei depositanti mediante collocazione preferenziale. A) Lo schema di decreto legislativo modificativo del Testo Unico Bancario. La depositor preference “estesa”; 6. I commenti allo Schema di decreto legislativo modificativa del T.U.B. in materia di “depositor preference (estesa)”; 7. La depositor preference (“estesa” e non) nell’attuale diritto positivo nazionale. I “depositanti preferiti”; 8. La individuazione dei “depositi preferiti” di “Classe 3” (altri depositi presso la banca); 9. La “doppia garanzia” dei “depositi protetti”; 10. Natura ed effetti della collocazione preferenziale dei crediti dei “depositanti preferiti”; 11. La depositor preference rispetto ai sistemi di garanzia dei depositi. A) La funzione di protezione dei sistemi di garanzia dei depositi; 12.1. Il ruolo dei sistemi di garanzia nella soluzione delle crisi bancarie in Italia; 12.2. Le prospettive del ruolo dei sistemi di garanzia nella soluzione delle crisi bancarie dopo L’Unione Bancaria.

1. Premessa. “Depositanti protetti”, “depositanti preferiti” e sistemi di garanzia dei depositanti

La disciplina della *depositor preference* è rivolta ad apportare una speciale tutela ai risparmiatori (qualificabili “depositanti”: *infra*) nelle situazioni di “crisi” delle imprese bancarie.

Tradizionalmente detta protezione si traduce nella previsione dell’intervento di un “terzo” (un Fondo di garanzia), che rimborsa il depositante (entro certi limiti) delle somme messe a rischio dal dissesto della banca. I depositanti aventi i requisiti per accedere a tale forma di protezione, limitatamente agli importi per i quali la garanzia sia operante – quando dei “limiti di rimborso” siano effettivamente previsti – , sono definibili (e così comunque saranno definiti, per comodità espositiva, nel presente contributo) “*depositanti protetti*” (ed i rispettivi crediti saranno quindi definiti “*depositi protetti*”).

Tuttavia una diversa protezione può essere assicurata (ed in fatto è assicurata tanto dall'ordinamento comunitario quanto dall'ordinamento nazionale) attraverso una *collocazione preferenziale* dei crediti dei depositanti nell'ambito del concorso con gli altri creditori della banca "in crisi".

Detta protezione quindi non si traduce nella previsione di un rimborso da parte di "un terzo", bensì nella creazione delle condizioni perché il rimborso dovuto dalla banca sia assicurato nonostante l'intervento del dissesto – attraverso l'affermazione del diritto dei depositanti a vedere "preferiti" i loro crediti rispetto agli altri creditori, con conseguente aumento di probabilità di soddisfacimento – .

I depositanti aventi i requisiti per vedere attribuita ai propri crediti una collocazione preferenziale verranno definiti nel presente contributo, per comodità espositiva, "*depositanti preferiti*": ed i crediti di cui sono titolari verranno definiti "*depositi preferiti*".

Con una avvertenza.

Come si dirà, tanto nell'ordinamento comunitario quanto nell'ordinamento nazionale, anche i "depositanti protetti" rientrano (prima di essere rimborsati; ovvero nelle ipotesi nelle quali, per qualsiasi ragione, non lo fossero) tra i "depositanti preferiti", costituendo anzi la "classe" più favorita tra costoro.

Sul presupposto che il "rimborso" del "terzo" al quale hanno diritto i "depositanti protetti" avvenga più tempestivamente di quanto non intervenga il soddisfacimento dei "depositanti preferiti" attraverso la collocazione preferenziale dei loro crediti rispetto agli altri creditori (presupposto per lo più correttamente formulato, salve le ipotesi di *incapienza* dei Fondi di garanzia: *infra*), la condizione del "depositante protetto" è di norma immediatamente associata al diritto al rimborso: così che la attitudine del suo credito ad una collocazione preferenziale sul ricavato dalla liquidazione della banca tende ad essere trascurata (se non dimenticata). Tale circostanza deve invece essere tenuta ben presente all'attenzione dell'interprete, in quanto:

(i) come già accennato, e come si riprenderà in prosieguo, *non è detto* che il "terzo" garante (il Fondo di garanzia di volta in volta evocabile) sia *sempre* capiente, o lo sia in *misura integrale*: in tal caso, la collocazione preferenziale del credito (anche residuo) del "depositante protetto" riacquista immediato interesse; e

(ii) *in ogni caso*, va tenuta presente la circostanza che i Fondi di garanzia che abbiano provveduto a rimborsare i “depositanti protetti” sono surrogati nei diritti degli stessi (sia nell’ordinamento comunitario, sia nell’ordinamento nazionale) nei confronti della banca in “crisi”, con conseguente collocazione dei rispettivi crediti di regresso nella stessa collocazione preferenziale (che sarebbe stata) assicurata ai “depositanti protetti” garantiti (cioè, come detto, nel novero dei “depositi preferiti”, ed anzi al primo grado della sede di pertinenza).

La portata di tale precisazione è a prima vista priva di rilievo per il “depositante protetto” – che, una volta rimborsato, potrebbe essere ritenuto indifferente alle sorti del credito di regresso del Fondo di garanzia *solvens*, ed ai relativi effetti – : ma

(i) non è priva di rilievo, come si dirà, per i restanti creditori, per la banca, e per i soggetti con i quali essa ha intrattenuto rapporti (in primo luogo, i clienti finanziati); e

(ii) non è priva di rilievo neppure per il “depositando protetto”, con riguardo agli ulteriori crediti che lo stesso eventualmente vantasse verso la banca, non rientranti tra quelli ammessi al rimborso e concretamente rimborsati.

Alla esposizione delle ragioni sottese a tali conclusioni sono dedicate le pagine che seguono.

2. Il “primo scudo” dei depositanti: la “garanzia del rimborso”

2.1. La disciplina comunitaria della garanzia dei depositanti (Direttiva Comunitaria 2014/59/UE)

L’esigenza di prevedere, a livello comunitario, una forma di tutela speciale per i crediti dei “depositanti”, nelle situazioni di “crisi” delle banche operanti nella comunità Europea, è stata fronteggiata con la istituzione di sistemi di garanzia dei depositi, già oggetto di una “raccomandazione” risalente ad almeno trent’anni fa¹.

Il carattere insoddisfacente dei risultati conseguiti in tal modo suggerì di introdurre una disciplina di carattere cogente, in forza della

¹ Raccomandazione 87/63/CEE della Commissione Europea del 22 dicembre 1986 (in GU n. L 33 del 4.2.1987, p. 16)

quale nessun ente creditizio autorizzato ad operare in uno Stato membro avrebbe potuto accettare “depositi” dai clienti, “*a meno che non abbia aderito ad uno di tali sistemi*” (di garanzia dei depositi) – art. 3, co. 1, Direttiva 94/19/CE del 30 maggio 1994, in GU n. L 135/5, p. 6.-; e disponendo che “*i sistemi di garanzia dei depositi prevedono che il totale dei depositi del medesimo depositante sia coperto fino ad un importo di 20.000,00 ECU.....*” – art. 7, co. 1, Direttiva 94/19/CE -, e che il pagamento di tali “*depositi coperti*” dovesse essere effettuato dai sistemi di garanzia dei depositi “*entro tre mesi*” dall’accertamento da parte delle autorità di vigilanza competenti dell’impossibilità della banca di rimborsare (tutti) i propri depositi, ovvero dal provvedimento con il quale l’autorità giudiziaria avesse disposto la sospensione dell’esercizio dei diritti dei depositanti – art. 10, co. 1 -.

Successivamente la Direttiva 2009/14/CE dell’11 maggio 2009 (in GU n. L 68 del 13.3.2009, p. 3), giudicando l’importo così protetto “*inadeguato per un gran numero di depositi nella comunità*”, lo ha elevato alla soglia di 50.000,00 euro, innalzata a 100.000,00 euro a far tempo da (non oltre) il 1° gennaio 2011 – art. 1, co. 3, lett. a), direttiva 2009/14/CE -. Nel contempo ha ridotto da tre mesi a “*venti giorni*” il termine per il rimborso dei depositanti (art. 1, co. 6).

Infine la Direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (*Deposit Guarantee Schemes Directive – “DGSD”*, in GU n. L 173/190 del 12.6.2014, p. 149) ha confermato il principio secondo il quale “*gli Stati membri assicurano che il livello di copertura del totale dei depositi di ciascun depositante sia di 100.000,00 EUR ...*” (art. 6, co. 1); ed ha sviluppato il concetto prevedendo, più dettagliatamente (art. 6, co. 2), che gli Stati membri assicurino che taluni depositi siano protetti anche oltre il limite di 100.000,00 EUR “*per almeno tre mesi e per un massimo di 12 mesi dopo l’accredito dell’importo o a decorrere dal momento in cui tali depositi diventano legalmente trasferibili*” nei casi di:

a) depositi derivanti da operazioni su beni immobili relativi a proprietà residenziali private;

b) depositi che soddisfano talune esigenze di carattere sociale fissate nel diritto nazionale e che sono collegati a particolari eventi della vita di un depositante, quali il matrimonio, il divorzio, il pensionamento, il licenziamento, l’esubero, l’invalidità o il decesso;

c) depositi che soddisfano talune esigenze di cui al diritto nazionale e che sono basati sul pagamento di prestazioni assicurative o indennità per lesioni personali dolose o ingiusta condanna.

La stessa Direttiva (art. 8, co. 1) ha ulteriormente ridotto il termine per il rimborso dei depositanti a “sette giorni lavorativi”, prevedendo peraltro un periodo transitorio fino al 31 dicembre 2023 per l’adattamento progressivo a tale modifica.

3. La disciplina nazionale di garanzia dei depositanti a seguito della attuazione della Direttiva Comunitaria 2014/49/UE. I “depositanti protetti”

Nell’ordinamento nazionale italiano la Direttiva Comunitaria 2014/49/UE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi ha trovato attuazione con il d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30, che ha apportato una serie di modificazioni a diverse norme del testo unico bancario (d.lgs. n. 385/1993).

Nell’ordinamento bancario italiano operano da tempo il Fondo Interbancario di Tutela dei depositi (“FITD”), al quale devono aderire le banche costituite in forma di s.p.a. e le banche popolari; e il Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo (“FGDCC”), al quale devono aderire le banche di credito cooperativo.

La loro disciplina è contenuta negli artt. 96 ss t.u.b., che prevede le situazioni nelle quali tali Fondi di garanzia possono (e devono) intervenire; e che dispone le condizioni ed i limiti dell’intervento sotto forma di “rimborso” dei depositanti protetti.

Secondo l’art. 96-bis 1 t.u.b. “sono ammissibili al rimborso i crediti relativi ai fondi acquisiti dalla banca con obbligo di restituzione, sotto forma di depositi o sotto altra forma” (comma 1), nei limiti dello “ammontare massimo pari a 100.000,00 euro per ciascun depositante” (comma 3), ovvero senza limite, laddove trattasi di depositi:

- (i) di persone fisiche;
- (ii) accreditati o divenuti disponibili non oltre i nove mesi anteriori all’avvio della procedura di “crisi” della banca; e
- (iii) derivanti da:
 - a) operazioni relative al trasferimento o alla costituzione di diritti reali su unità immobiliari adibite ad abitazioni;

b) divorzio, pensionamento, scioglimento del rapporto di lavoro, invalidità o morte;

c) il pagamento di prestazioni assicurative, di risarcimenti o di indennizzi in relazione a danni per fatti considerati dalla legge come reati contro la persona o per ingiusta detenzione.

4. *La disciplina comunitaria della tutela dei depositanti mediante collocazione preferenziale (Direttiva Comunitaria 2014/59/UE). I “depositanti preferiti”*

La Direttiva Comunitaria 2014/59/CE (“*Bank Recovery and Resolution Directive*” – di seguito, “**BRRD**”) esprime l’esigenza di attribuire una tutela particolare ai “*depositors*” già nell’esordio dell’articolato, nel contesto dei “*considerando*” che precedono il testo normativo.

Disciplinando il fenomeno dello “assorbimento” delle perdite bancarie da parte di talune categorie di creditori, in forza del quale la “cancellazione” di un certo ammontare di passività può concorrere a ricostituire l’equilibrio patrimoniale della banca, o comunque a conseguire la “risoluzione” della sua crisi, il “considerando” n. 72 auspica l’attribuzione all’autorità di risoluzione del potere di escludere dall’assorbimento delle perdite della banca talune passività, in astratto soggette a tale fenomeno, in circostanze particolari di speciale gravità²; e precisa che nell’effettuare tali valutazioni le autorità di risoluzione dovrebbero considerare le conseguenze che potrebbero

² Le circostanze in questione sono individuate, “*ad esempio*”, nella impossibilità di applicare il *bail-in* alle passività (pur “*ammissibili*” in astratto) “*in tempi ragionevoli*”; nell’ipotesi nella quale l’esclusione è necessaria per assicurare la continuità delle funzioni commerciali della banca; oppure al fine di “*evitare un contagio che perturberebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari*”; e in altre ipotesi simili. In tali casi le perdite che le passività escluse avrebbero dovuto assorbire sono trasferite ai titolari delle passività soggette a *bail-in*, e/o al **fondo di risoluzione**. Il tema è stato più recentemente ripreso, e particolarmente approfondito, dal Regolamento Delegato (UE) 2016/860 della Commissione del 4 febbraio 2016 (in G.U. n. L 144 dell’1 giugno 2016), il quale ha dettato norme “*che precisano ulteriormente le circostanze eccezionali nelle quali, quando è applicato lo strumento del bail-in, l’autorità di risoluzione può escludere, integralmente o parzialmente, talune passività dall’applicazione dei poteri di svalutazione o di conversione*”.

essere provocate da un eventuale assorbimento di passività derivanti da depositi bancari teoricamente soggetti al fenomeno (perché eccedenti l'ammontare "protetto" di euro 100.000,00), allorché tali depositi siano detenuti da "*persone fisiche, microimprese e piccole e medie imprese*".

Più in generale, a proposito delle passività della banca in crisi derivanti da depositi bancari "ammissibili" alla disciplina dell'assorbimento delle perdite in funzione della risoluzione delle crisi bancarie (fenomeno che definiremo, per comodità espositiva, *bail-in*), cioè assoggettabili alla "cancellazione" (o conversione) funzionale a ricondurre la banca ad una condizione di equilibrio patrimoniale, il successivo "*considerando*" n. 111 osserva che mentre i depositanti della banca sono tutelati, in ipotesi di dissesto della stessa, entro i limiti dell'importo che non può essere soggetto a falcidia (od a conversione) - importo pari a 100.000,00 euro, nel limite del quale i depositi dei risparmiatori assumono la qualità di "**depositi protetti**" - ; lo stesso non avviene per quei depositi ulteriori (o per quegli importi eccedenti l'ammontare protetto), che sono esposti al rischio dell'assorbimento in funzione della riduzione delle perdite della banca (e della soluzione, o per lo meno composizione, dello stato di crisi), alla pari delle altre passività. In virtù di tale "considerazione" si esprime l'auspicio che al fine di favorire un certo grado di protezione anche ai depositi bancari eccedenti l'importo di euro 100.000,00 (per l'ammontare eccedente, per l'appunto, tale soglia), sia attribuito ai corrispondenti crediti un livello di "*priorità*" superiore a quello degli altri crediti non privilegiati, allorché ne siano titolari quelle "*persone fisiche, microimprese e piccole e medie imprese*" già prese in considerazione dal ricordato "*considerando*" n. 72.

A tale proposito il "*considerando*" n. 111 precisa che la priorità che dovrebbe essere attribuita ai depositi dei soggetti presi in considerazione (persone fisiche, micro imprese e piccole e medie imprese) dovrebbe favorirne il soddisfacimento rispetto ai crediti vantati dai creditori ordinari non privilegiati non garantiti in virtù del diritto nazionale che disciplina "*la procedura ordinario di insolvenza*": donde il dubbio che la disciplina rivolta a soddisfare l'esigenza qui rappresentata dovesse necessariamente essere circoscritta alle ipotesi di assoggettamento della banca a "*procedure concorsuali*", senza potere essere estesa alle fattispecie nelle quali la

crisi bancaria è affrontata con il ricorso ad istituti privi della natura di “procedura concorsuale” (come sarebbe per l’assoggettamento della banca ad *amministrazione straordinaria*)³.

Passando dai “*considerando*”, che fanno da premessa al testo normativo, all’articolato della Direttiva BRRD, assume rilievo l’art. 108, secondo il quale “*gli Stati membri garantiscono che, conformemente al diritto nazionale che disciplina la procedura ordinaria di insolvenza*”:

a) La parte che supera il livello di copertura (di 100.000,00 EUR) previsto dell’art. 6 della Direttiva 2014/49/UE per i depositi facenti capo a “*persone fisiche, micro imprese, piccole e medie imprese*” abbia un “*livello di priorità...superiore rispetto al livello previsto per i creditori ordinari non garantiti e non privilegiati*”; e che

b) I “*depositi protetti*” (cioè quelli non superiori a 100.000,00 EUR, ovvero i depositi ad essi assimilati ai sensi dell’art. 6 della Direttiva 2014/49/UE)⁴ abbiano un grado di priorità “*superiore rispetto al grado previsto dalla lettera a)*”⁵.

Nel contempo si prevede – (art. 44, co. 3, lett. c) – che in “*circostanze eccezionali*” l’autorità di risoluzione (della crisi della banca) possa escludere talune passività, pur in astratto assoggettabili al *bail-in*, dall’assorbimento delle perdite della Banca, come ad esempio quando “*l’esclusione è strettamente necessaria e proporzionata per evitare di provocare un ampio contagio, in particolare per quanto riguarda depositi ammissibili detenuti da persone fisiche e da micro imprese e medie e piccole imprese, che perturberebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari...*”.

³ Sulla esclusione della natura di “procedura concorsuale” della procedura di amministrazione straordinaria bancaria, disciplinata dagli artt. 70 ss. t.u.b., mi permetto di rinviare al mio lavoro “*L’Amministrazione straordinaria delle imprese bancarie*”, in BONFATTI – CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, IV Ed., Padova, 2014.

⁴ L’art. 2, co. 1, n. 94 della Direttiva BRRD definisce “*depositi protetti*” quelli disciplinati dall’art. 2, paragrafo 1, punto 5), della Direttiva DGSD, che li chiama “*Depositi coperti*”, disciplinandoli all’art. 6.

⁵ La stessa disposizione prevede che “*i sistemi di garanzia surrogati ai diritti e agli obblighi dei depositanti protetti in insolvenza*” abbiano lo stesso grado di priorità dei “*depositi protetti*” (*infra*).

5. La disciplina nazionale della tutela dei depositanti mediante collocazione preferenziale. A) Lo schema di decreto legislativo modificativo del Testo Unico Bancario. La depositor preference “estesa”

Nello schema di d.lgs. di recepimento della Direttiva BRRD, recante modifiche al T.U.B. (ed al T.U.F.), trasmesso dal Ministero per le riforme costituzionali al Presidente del Senato in data 30 settembre 2015 (Schema n. 208)⁶ le indicazioni sulla *depositor preference* di cui all’art. 108, co. 1, lett. a) della Direttiva erano recepite all’art. 1, co. 33, lett. b), che introduceva una nuova disposizione (il comma 1-*bis* dell’art. 91) nel Testo Unico Bancario.

Il nuovo art. 91, co. 1-*bis*, T.U.B. avrebbe dovuto recitare:

“In deroga a quanto previsto dall’articolo 2741 del codice civile e dall’articolo 111 della legge fallimentare nella ripartizione dell’attivo liquidato ai sensi del comma 1 [dell’articolo 91 del TUB]:

a) i seguenti crediti sono soddisfatti con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari:

1) La parte dei depositi di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese ammessi al rimborso e superiore all’importo previsto dall’articolo 96-bis, comma 5 [vale a dire, 100.000 euro];

2) I medesimi depositi indicati al numero 1), effettuati presso succursali extracomunitarie di banche aventi sede legale in Italia;

b) sono soddisfatti con preferenza rispetto a quanto previsto dalla lettera a);

1) I depositi protetti;

2) I crediti vantati dai sistemi di garanzia dei depositanti a seguito della surroga nei diritti e negli obblighi dei depositanti protetti;

c) sono soddisfatti con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari ma dopo che siano stati soddisfatti i crediti indicati alle lettere a) e b), gli altri depositi presso la banca”

Come si vede, le lettere a) e b) del nuovo art. 91, co. 1-*bis* T.U.B. avrebbero riprodotto quanto previsto dall’art. 108, co. 1, lett. a) della Direttiva BRRD.

⁶ Consultabile al link:
<http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/315935.pdf>

La lettera c) del comma 1-*bis* dell'art. 91 T.U.B., invece, avrebbe introdotto una tutela (sia pure subordinata a quella prevista per i crediti di cui alle lettere precedenti) *per qualsiasi “altro deposito presso la banca”*, a prescindere dall'importo ed a prescindere dalla natura del depositante: inducendo pertanto a ricomprendervi anche i depositi cc.dd. *corporate* ed i depositi interbancari⁷.

La tutela apprestata ad ogni *“altro deposito”* era rappresentata dal soddisfacimento *“con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari...”* – ma, come detto, *“dopo che siano stati soddisfatti i crediti indicati nelle lettere a) e b) “ – .*

Per ciò che concerne poi la previsione della entrata in vigore di tale disciplina, l'art. 3 dello schema n. 208 non prevedeva – come invece per altre disposizioni innovative – una disciplina transitoria per le disposizioni produttive della c.d. *“depositor preference estesa”*: sicché la stessa avrebbe dovuto entrare in vigore immediatamente dopo la pubblicazione della nuova legge sulla *Gazzetta Ufficiale*.

6. *I commenti allo Schema di decreto legislativo modificativa del T.U.B. in materia di “depositor preference (estesa)”*

Nel corso dell'intervento del 20 ottobre 2015 nell'ambito del Seminario istituzionale sulle tematiche relative agli schemi di Decreto legislativo relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, organizzato presso la sesta Commissione Finanze presso la Camera dei Deputati⁸ si dava atto della proposta di introduzione della *“c.d. “depositor preference estesa”, che concede un privilegio nel pecking order ai depositi di tutte le imprese (depositi “corporate”) e ai depositi interbancari non garantiti rispetto agli altri crediti chirografari, che si aggiunge al privilegio concesso ai depositi non garantiti di persone fisiche e delle PMI, come espressamente previsto dalla BRRD”*.

⁷ Così infatti veniva evidenziato nel documento dei servizi e degli uffici del Senato e della Camera (consultabile al link: <http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/PDF/FI0368pdf>).

⁸ Consultabile al link: https://www.abi.it/DOC_Info/Audizioniparlamentari/Intervento_DG_Sabatini_Seminario_BRRD_20_10_2015.pdf

Tuttavia traspariva dall'intervento la preoccupazione che la speciale tutela così assicurata ai depositanti (diversi da quelli tradizionalmente "protetti") potesse tradursi in una sorprendente declassazione dei risparmiatori che avessero investito i propri risparmi (non già in depositi, bensì) in obbligazioni bancarie (che si sarebbero viste "sorpasate", nel diritto al rimborso in ipotesi di "crisi" di una banca, dai titolari di depositi bancari, pur non antergati alle obbligazioni bancarie al momento della sottoscrizione delle stesse).

Per tale ragione – si deve ritenere – l'intervento si concludeva con la proposta di uno slittamento dell'entrata in vigore della disciplina della *depositor preference* "estesa" al 1° gennaio 2019, allo scopo di assicurare che *"le obbligazioni bancarie non garantite, emesse prima dell'entrata in vigore del Decreto legislativo (.....) [avrebbero concorso] – sempre – pari passu con i depositi non garantiti diversi da quelli di persone fisiche e PMI fino al 31 dicembre 2018"*.

Non diversamente il Presidente della CONSOB, nel corso dell'audizione del 22 ottobre 2015 presso la stessa Commissione Finanze del Senato⁹ aveva sottolineato come in sede di recepimento *"(...) la necessità di privilegiare i depositanti oltre 100.000 euro [avrebbe dovuto essere] attentamente valutata dal Parlamento al fine di contemperarla al meglio con l'esigenza di tutelare le altre categorie di creditori e, in particolare, i portatori di obbligazioni non garantite che hanno sottoscritto i loro titoli prima dell'entrata in vigore di questa disposizione"*.

A seguito di tali interventi la sesta Commissione Finanze, nel rendere il parere sull'atto del Governo n. 208, ritenuto che *"lo schema di Decreto introduce la c.d. "depositor preference estesa", che concede un privilegio nella gerarchia dei creditori ai depositi di tutte le imprese (depositi corporate) e ai depositi interbancari non garantiti rispetto agli altri creditori chirografari, che si aggiunge al privilegio concesso ai depositi non garantiti di persone fisiche e delle PMI, come espressamente previsto dalla BRRD"*, ha richiesto di valutare l'opportunità che il privilegio dato agli *"altri depositi"*, di cui all'articolo 91, comma 1-bis, lettera c) del Testo unico bancario, come

⁹ Consultabile al link:

https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento_evento_procedura-commissione

modificato dall'articolo 1, comma 33, dello Schema di Decreto, avesse una applicazione contestuale “*con le altre norme comunitarie in tema di attività finanziarie minime disponibili per far fronte ad eventuali crisi aziendali, a partire dal 1° gennaio 2019*”¹⁰.

7. *La depositor preference (“estesa” e non) nell’attuale diritto positivo nazionale. I “depositanti preferiti”*

La *depositor preference* “estesa” ha fatto ingresso nel diritto positivo nazionale con il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181 (art. 1, comma 33) , che ha modificato il T.U.B. (nonché, corrispondentemente, il T.U.F.).

Intervenendo nella disciplina delle attività di *ripartizione dell’attivo* ricavato dalla liquidazione del patrimonio della banca *assoggettata a liquidazione coatta amministrativa* il d.lgs. n. 181/2015 ha aggiunto all’art. 91 T.U.B., comma 1, il comma *1-bis*, secondo il quale, in deroga a quanto previsto dall’articolo 2741 del codice civile e dall’articolo 111 della legge fallimentare, nella ripartizione dell’attivo:

“ *a) i seguenti crediti sono soddisfatti con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari:*

1) *la parte dei depositi di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese ammissibili al rimborso e superiore all’importo previsto dall’articolo 96-bis. 1, commi 3 e 4 [cioè 100.000,00 euro, ovvero i “depositi protetti speciali” – infra –];*

2) *i medesimi depositi indicati al numero 1), effettuati presso succursali extracomunitarie di banche aventi sede legale in Italia;*

b) sono soddisfatti con preferenza rispetto ai crediti indicati alla lettera a):

1) *i depositi protetti;*

2) *(omissis)*

c) Sono soddisfatti con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari, ma dopo che siano stati soddisfatti i crediti indicati alle lettere a) e b), gli altri depositi presso la banca”.

¹⁰ Senato della Repubblica, Legislatura Diciassettesima, sesta Commissione Permanente – Resoconto sommario n. 294 del 4 novembre 2015.

La norma fa riferimento alla nozione di “*depositi ammissibili al rimborso*”, la cui definizione è rintracciabile nell’art. 69-*bis*, co. 1, lett. d) T.U.B., secondo il quale per “*depositi ammissibili al rimborso*” si intendono quelli che sono “*astrattamente idonei ad essere rimborsati da parte di un sistema di garanzia dei depositanti*” ai sensi dell’art. 96-*bis*.1, commi 1 e 2, t.u.b..

Tali disposizioni, a loro volta, precisano che “*sono ammissibili al rimborso i crediti ... relativi ai fondi acquisiti dalla banca con obbligo di restituzione....*”, ma con esclusione (tra gli altri) di:

a) Depositi effettuati da banche, enti finanziari, enti pubblici, *et similia*;

b) Obbligazioni e operazioni in titoli”.

Il sopra citato art. 91 t.u.b. fa riferimento anche alla nozione di “*depositi protetti*”, la cui definizione è rintracciabile nell’art. 69-*bis*, co. 1, lett. e) t.u.b., secondo il quale per “*depositi protetti*” si intendono “*i depositi ammissibili al rimborso [quindi quelli riferiti appena sopra: depositi effettuati da soggetti diversi da banche, enti finanziari, enti pubblici, eccetera, e comunque ad esclusione delle “obbligazioni e operazioni in titoli”] che non superano il limite di rimborso da parte del sistema di garanzia dei depositanti previsto dall’articolo 96-bis.1, commi 3 e 4” t.u.b.: limite rappresentato da*

a) “*100.000,00 euro per ciascun depositante*”, in termini generali¹¹;

b) nessun importo, per i depositi di persone fisiche, risalenti e non oltre 9 mesi dall’apertura della procedura di “*crisi*” della banca, aventi ad oggetto somme derivanti da:

¹¹ Secondo l’art. 96-*bis*.1, comma 5, t.u.b., ai fini del calcolo del limite di 100.000,00 euro:

a) i depositi presso un conto di cui due o più soggetti sono titolari come partecipanti di un ente senza personalità giuridica sono trattati come se fossero effettuati da un unico depositante;

b) se più soggetti hanno pieno diritto sulle somme depositate su un conto, la quota spettante a ciascuno di essi è considerata nel calcolo;

c) si tiene conto della compensazione di eventuali debiti del depositante nei confronti della banca, se esigibili alla data in cui si producono gli effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell’articolo 83, comma 1, nella misura in cui la compensazione è possibile a norma delle disposizioni di legge o di previsioni contrattuali applicabili.

(i) operazioni relative al trasferimento o alla costituzione di diritti reali su unità immobiliari adibite ad abitazione;

(ii) divorzio, pensionamento, scioglimento del rapporto di lavoro, invalidità o morte;

(iii) il pagamento di prestazioni assicurative, di risarcimenti o di indennizzi in relazione a danni per fatti considerati dalla legge come reati contro la persona o per ingiusta detenzione.

Il decreto legislativo n. 181/2015 ha anche precisato, al comma 9 dell'articolo 3, che *“l'articolo 91, comma 1-bis lettera c) del decreto legislativo 10 settembre 1993, n. 385, come modificato dall'art. 1, comma 33, del presente decreto, si applica nelle procedure di liquidazione coatta amministrativa e di risoluzione iniziate dopo il 1° gennaio 2019”*.

Da tali interventi è pertanto legittimo desumere:

A) Che rispetto *“agli altri crediti chirografari”* sono soddisfatti con priorità, ma in via gradata,¹² tre categorie di crediti derivanti da rapporti di deposito bancario:

(I) I *“depositi protetti”*, intendendo per tali

(i) I cc.dd. *“depositi protetti stricto sensu”*, costituiti dai depositi ammissibili al rimborso di importo non superiore a 100.000,00 euro; e

(ii) I cc.dd. *“depositi protetti speciali”*, costituiti dai depositi ammissibili al rimborso anche di importo superiore a 100.000,00 euro, ma detenuti a) da persone fisiche; e b) da non più di 9 mesi; quando c) derivanti dalle particolari operazioni previste dall'art. 96-bis.1, co. 4, t.u.b. (*supra*).

(II) la parte dei depositi *“ammissibili al rimborso”* (quindi detenuti da persone fisiche, micro imprese, piccole e medie imprese) – ma diversi dai *“depositi protetti speciali”* – superiore ad euro 100.000,00; e

(III) tutti *“gli altri depositi presso la banca”*.

B) che la preferenza (sia pure *“gradata”*) della terza categoria di depositi rispetto agli altri creditori chirografari riguarderà le sole procedure di *“crisi”* bancarie *“iniziate dopo il 1° gennaio 2019”*; e

¹² Ricorre alla nozione di *“classe”* S. De Polis, *La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea*, intervento alla cerimonia di intitolazione dell'Aula *“Francesco Parrillo”* dell'Università degli studi di Roma La Sapienza, 27 aprile 2016 (in www.dirittobancario.it)

C) che la disciplina della *depositor preference* (“estesa” o non), nei termini che stiamo considerando, si applica alle procedure di “crisi” delle banche tanto allorché le stesse assumano la forma della (tradizionale) liquidazione coatta amministrativa, quanto nelle ipotesi (innovative) di “**risoluzione**” della banca ¹³.

8. *La individuazione dei “depositi preferiti” di “Classe 3” (altri depositi presso la banca)*

La attribuzione di una collocazione preferenziale rispetto a tutti gli altri creditori chirografari (a far tempo dal 1° gennaio 2019 nelle procedure di “crisi” aperte da quella data) agli “*altri depositi*” costituiti presso la banca può generare qualche dubbio interpretativo.

In particolare ci si deve domandare se esista una relazione tra “*depositi preferiti*” e “*depositi ammissibili al rimborso*” (pur non rientranti fra i “depositi protetti” – *stricto sensu* o “speciali” che siano -), oppure se sia concepibile che un deposito “non ammissibile al rimborso” possa tuttavia essere inserito fra i “depositi preferiti”, e precisamente nella “Classe 3” concernente gli “*altri depositi presso la banca*”.

Può insomma essere lecito il dubbio se per “*altri depositi*” presso la banca si intenda qualsiasi rapporto produttivo di un credito di restituzione (monetario) nei confronti della banca; oppure si intendano i soli depositi derivanti da operazioni idonee in astratto a generare “*depositi ammissibili al rimborso*” (con esclusione, per esempio – e soprattutto – delle “*obbligazioni*”: cfr. art. 96-bis.1, co. 2, lett. e), t.u.b.), ma non protetti perché (i) eccedenti l’importo di 100.000,00 euro; (ii) non coincidenti con le fattispecie dei depositi protetti *speciali*; e (iii) detenuti da soggetti *diversi* dalle persone fisiche, micro imprese, piccole e medie imprese.

A questa stregua, i “*depositi preferiti*” sarebbero qualificabili come i “*depositi ammissibili al rimborso*” che peraltro non rientrassero al novero dei “depositi protetti” (intendendo per tali tanto i depositi protetti *stricto sensu*, quanto i depositi protetti “speciali”): la esclusione in concreto dalla “protezione”, alla luce della attitudine teorica alla ammissione al rimborso, verrebbe compensata con

¹³ S. De Polis, *op. cit.*

l'attribuzione di una collocazione preferenziale sul ricavato. Condizione privilegiata che, a questo punto, non potrebbe invece essere riconosciuta mai ai depositi neppure "ammissibili al rimborso".

Il dubbio qui affacciato non investirebbe peraltro tutte le possibili categorie di "altri depositi" nello stesso modo.

Per ciò che concerne i cc.dd. "depositi *corporate*", cioè concernenti rapporti intrattenuti con la banca da grandi imprese industriali e commerciali, la soluzione positiva dovrebbe essere suggerita dalla circostanza che l'entità del deposito non ne comporta, di per sé, l'esclusione dal novero dei depositi "ammissibili al rimborso"; onde, per la parte eccedente l'importo di 100.000,00 euro (sottratta alla disciplina dei "depositi protetti"), pur non essendone ammissibile la "protezione" per carenza dei requisiti (soprattutto soggettivi) dei titolari dei "depositi protetti speciali"¹⁴, ne dovrebbe essere consentita la collocazione preferenziale assegnata ai depositi preferiti, sia pure di "Classe 3"¹⁵.

Per ciò che concerne invece i crediti derivanti dalla sottoscrizione di obbligazioni bancarie, è certo che essi facciano parte di quelli "non ammissibili al rimborso" (art. 96-bis 1, co. 2, t.u.b.): e se tale condizione non venisse considerata *di per sé* impeditiva alla collocazione preferenziale (di "Classe 3") attribuibile agli "altri depositi presso la banca", la conclusione dovrebbe essere affidata alla considerazione della assimilabilità o meno ai "depositi" delle somme impiegate dal risparmiatore nella sottoscrizione di obbligazioni bancarie.

L'opinione preferibile pare essere quella negativa, ricordando, come già detto, che le ragioni del differimento dell'entrata in vigore della disposizione di cui alla lettera c) del comma 1-bis dell'art. 91 t.u.b. sono state indicate nella volontà di prevenire il pericolo che i

¹⁴ Vale a dire i depositi di persone fisiche, accreditati o divenuti esigibili da non oltre 9 mesi, e derivanti dalle causali speciali di cui all'art. 96-bis 1, t.u.b., comma quattro.

¹⁵ L'opinione favorevole a ritenere ricompresi i "depositi *corporate*" nel novero dei depositi collocabili in via preferenziale rispetto agli altri creditori chirografari (a partire dal 1° gennaio 2019) è pressoché unanime: in tal senso vedi S. De Polis, *op. cit.* secondo il quale "a partire dal 1° gennaio 2019 il regime preferenziale sarà esteso in Italia a tutti i depositi, ivi compresi quelli delle grandi aziende, che costituiranno una terza autonoma classe nella gerarchia concorsuale, antergata alle obbligazioni e alle altre passività".

crediti derivanti dagli “*altri depositi*” risultassero preferiti a quelli derivanti da emissioni obbligazionarie (in corso)¹⁶: il ch  indurrebbe ad escludere in termini assoluti (sia prima della data del 1° gennaio 2019, sia successivamente) che i crediti derivanti da sottoscrizione di obbligazioni bancarie appartengano allo stesso genere dei crediti derivanti da “*altri depositi*” presso la banca¹⁷.

L’ultima categoria di “depositi” per la quale si pone il problema se considerarli o meno ammissibili alla collocazione preferenziale di cui alla lettera c) dell’art. 91, comma 1-*bis*, t.u.b. concerne i cc.dd. “depositi interbancari”.

Se si giudica (come chi scrive   portato a ritenere) che le obbligazioni siano destinate a rimanere *postergate* (anche) ai crediti derivanti dagli “*altri depositi*”¹⁸, pare difficile pervenire ad una soluzione contraria per le altre fattispecie che sono accomunate alle obbligazioni quale contenuto della “deroga” apportata dal comma 2 dell’art. 96-*bis*.1 al novero dei crediti “*ammissibili al rimborso*”. D’altro canto, sono ricomprese in tale deroga fattispecie tali (come i depositi derivanti da fatti delittuosi, di cui alle lettere c) e d) della norma), da non giustificare certamente la previsione di un regime di speciale favore.

A questa stregua, i “depositi preferiti” collocabili in via preferenziale, in terza fascia, a far tempo dal 1° gennaio 2019,

¹⁶ Il ch  origina peraltro l’interrogativo di quale la ragione per la quale dovrebbero trovarsi ad essere collocati in un grado postergato a quello dei “depositi preferiti” di “Classe 3” i crediti derivanti dalla sottoscrizione di prestiti obbligazionari emessi nel passato – in totale assenza di questa graduazione -, ma non ancora scaduti alla data del 1° gennaio 2019.

¹⁷ La esclusione delle obbligazioni bancarie del novero degli “altri depositi” collocabili in via preferenziale ai sensi della lettera c) dell’art. 91, comma 1-*bis*, t.u.b. ha costituito il presupposto di una interrogazione parlamentare (primo firmatario Carrescia Piergiorgio, del Gruppo del Partito Democratico) del 12 novembre 2015, che sottolineava gli effetti pregiudizievoli che sarebbero stati prodotti dalla entrata in vigore della *depositor preference* “estesa” sulle Fondazioni bancarie, con riguardo alle obbligazioni dalle stesse detenute, emesse dalle banche conferitarie. La esclusione delle obbligazioni bancarie dalla protezione in questione   ribadita da S. Gargano, *Depositor preference: un termine difficile per una garanzia in pi *, consultabile al link: <http://www.bankreciveryresolution.com/2015/12/30/>; G. Sabatini (Direttore generale ABI), *Audizione* presso la VI Commissione (Finanze e Tesoro) del Senato del 27 ottobre 2015.

¹⁸ *In terminis*, S. De Polis, *op. cit.*

finirebbero con l'essere limitati ai depositi "generici" superiori a 100.000,00 euro detenuti da soggetti diversi dalle persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese, ma non rientranti tra quelli (banche, enti finanziari, ecc.) di cui al comma 2, lett. a), dell'art. 96-bis 1 t.u.b.) – in pratica: i depositi delle grandi imprese, ovvero i depositi delle entità non quantificabili "imprese" -; nonché ai depositi "speciali" di cui al comma 4 della norma richiamata, detenuti da persone fisiche (perché tali sono le fattispecie contemplate, da non potere prescindere da tale presupposto), ma da un'epoca più risalente rispetto al "periodo protetto" (di nove mesi anteriori all'apertura della procedura di "crisi" della banca).

Tuttavia l'opinione favorevole a considerare anche i depositi interbancari come facenti parte degli "*altri depositi presso la banca*" suscettibili di una collocazione preferenziale (a far tempo dal 1° gennaio 2019) *ex art. 91, comma 1-bis, lett. c) t.u.b.*, è diffusa¹⁹.

Occorre in ogni caso precisare, che anche a volere ritenere preferibile una interpretazione restrittiva (comportante la esclusione dai "depositi preferiti" tanto delle somme derivanti dalla sottoscrizione di obbligazioni bancarie, quanto dei cc.dd. "depositi interbancari"), anche così (eventualmente) circoscritta, la tutela riservata alla categoria di soggetti detentori di "*altri depositi*", rispetto a tutti gli altri creditori chirografari della banca, può suscitare più di una perplessità. Trattandosi prevalentemente, come si può supporre – per quanto precisato sopra – di depositi costituiti da grandi imprese, assolutamente estranee al fenomeno del "cliente inconsapevole", è lecita la preoccupazione che si verifichino ipotesi nelle quali la grande impresa collochi grandi depositi presso una banca notevolmente in crisi, ottenendo per tale ragione il riconoscimento di tassi di interesse elevati, certa (o quasi) della assenza di rischio in caso di dissesto della banca, grazie alla collocazione preferenziale del proprio (ingente) credito di rimborso.

¹⁹ In questo senso S. Gargano, *op. cit.*; G. Sabatini, *cit.*; L. Davi, *Banche, via libera al bail-in dal 2016*, consultabile al link: <https://www.ilsole24ore.com>

9. La “doppia garanzia” dei “depositi protetti”

Come visto, l’art. 91, co. 1-*bis* t.u.b., come introdotto dall’art. 1, co. 33, lett. b), del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, dispone una collocazione preferenziale (“*con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari*”), in via gradata

- per i “depositi protetti *stricto sensu*” [importo non superiore a 100.000,00 euro] e per i “*depositi protetti speciali*”;
- per la parte dei depositi ammissibili al rimborso di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese superiore all’importo previsto per i “*depositi protetti*”; e
- per “*gli altri depositi presso la banca*” (a far tempo dal 1° gennaio 2019, per le procedure di “crisi” iniziate dopo tale data).

Trattasi dunque di una tutela affidata ad una collocazione “privilegiata” nel concorso per il soddisfacimento dei crediti (dei depositanti) nei confronti della banca in “crisi”: tutela che come tale dipende dalla consistenza del patrimonio ricavabile dalla liquidazione (o dalla “risoluzione”) della banca, giacché tale patrimonio potrebbe anche rivelarsi insufficiente a consentire il rimborso integrale dei “*depositi preferiti*” (ogni qualvolta il risultato della liquidazione o della “risoluzione” fosse assorbito dal soddisfacimento dei creditori privilegiati, che precede il soddisfacimento dei creditori chirografari, sia pure quelli da soddisfare “*con preferenza rispetto agli altri creditori chirografari*”: *infra*).

Si è però anche sottolineato come l’ordinamento bancario preveda, ma limitatamente per i “depositi protetti”, anche una seconda forma di tutela per i depositanti (che poi rappresenta la tutela principale, da un punto di vista operativo): la garanzia di un “terzo”, che risponde dei debiti della banca in “crisi” (nei limiti della protezione accordata). Questo “terzo” è rappresentato dai Fondi di garanzia dei depositanti.

Si può pertanto concludere che i “depositi protetti”, cioè i depositi rientranti nella categoria dei “*depositi ammissibili al rimborso*” [perché non rientranti nella “deroga” preclusiva di cui al comma 2 dell’art. 96 – *bis*. 1 t.u.b.], e di importo non inferiore al “limite di rimborso” [cioè 100.000,00 euro, salve le fattispecie di cui al comma 4 dell’art. 96-*bis*. 1 t.u.b., per le quali il limite non vale] godono in realtà di due generi di protezione:

- a) una collocazione preferenziale nel concorso con gli altri creditori nel dissesto della banca; e
- b) la manleva di un Fondo di Garanzia, di modo che
 - (i) in caso di incapienza del patrimonio della banca in “crisi”, il soddisfacimento dovrebbe comunque derivare dall’intervento del “Fondo”; e
 - (ii) *in caso di insolvenza del “Fondo”*- per esaurimento delle risorse finanziarie fatte affluire dalle banche, che ne costituiscono la dotazione patrimoniale mediante una contribuzione annuale disposta dalla legge (art. 96.1. t.u.b.)²⁰– i crediti dei depositanti, nei limiti precisati, dovrebbero comunque trovare soddisfacimento in virtù della collocazione preferenziale loro accordata nel pagamento delle esposizioni della banca in “crisi”.²¹

Tenuto conto delle modalità e dei tempi di intervento delle due forme di “garanzia”, è da ritenere che la protezione dei titolari di “depositi protetti” sarà assicurata:

²⁰ Art. 96.1 (Dotazione finanziaria dei sistemi di garanzia).

1. *I sistemi di garanzia hanno una dotazione finanziaria proporzionata alle proprie passività e comunque pari almeno allo 0,8 per cento dell’importo dei depositi protetti delle banche aderenti ad eccezione di quelli indicati all’articolo 96-bis.1, comma 4, come risultante al 31 dicembre dell’anno precedente.*

2. *In fase di prima applicazione, il livello-obiettivo indicato al comma 1 è raggiunto, in modo graduale, entro il 3 luglio 2024. Il termine è prorogato sino al 3 luglio 2028, se prima del 3 luglio 2024 il sistema ha impiegato le proprie risorse per un ammontare superiore allo 0,8 per cento dell’importo dei depositi protetti delle banche aderenti al 31 dicembre dell’anno precedente ad eccezione di quelli indicati all’articolo 96-bis.1, comma 4.*

²¹ L’ipotesi formulata nel testo non è totalmente scolastica. Va ricordato infatti che nell’esperienza italiana non sempre i Fondi di garanzia sono stati in grado di rimborsare integralmente i depositanti protetti (S. De Polis, *La tutela dei depositi ecc.*, cit., ricorda che “*nella soluzione della crisi della Sicilcassa .. il Fondo Interbancario ha coperto circa il 25% dell’onere stimato*”).

Non diversamente il presidente del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositanti, in una audizione presso la Commissione Finanze del Senato della fine del 2015 (riferita nel documento consultabile al link: <https://www.forexinfo.it/Bail-in-confermato-dal-2016>), ha dichiarato che in caso di assoggettamento alla liquidazione coatta amministrativa delle “quattro banche” poi assoggettate a “risoluzione” (con intervento del fondo di risoluzione) sarebbe scattata la garanzia per i titolari di depositi di ammontare non superiore a 100.000,00, per un rimborso totale di 12,5 miliardi di euro, che “*il FITD non ha e non avrà mai*”.

(i) in primo luogo, e presumibilmente in misura integrale, dall'intervento dei "Fondi"; e

(ii) solo successivamente, in via eventuale e per il residuo che non fosse stato possibile rimborsare con l'intervento dei "Fondi", tramite la collocazione preferenziale nel concorso con gli altri creditori della banca in "crisi".

L'art. 96-bis 2, infatti, per limitarsi all'ipotesi dell'assoggettamento della banca a liquidazione coatta amministrativa, dispone che *"il rimborso è effettuato entro sette giorni lavorativi dalla data in cui si producono gli effetti del provvedimento"* di l.c.a.²²: ragione per cui, dopo pochi giorni dall'apertura della procedura, i depositanti non saranno più interessati al recupero dei loro crediti verso la banca (recupero che sarà curato dai "Fondi", che si surrogheranno ai depositanti rimborsati nei diritti degli stessi già vantati verso la banca: *infra*).

10. *Natura ed effetti della collocazione preferenziale dei crediti dei "depositanti preferiti"*

I crediti dei depositanti che andiamo considerando in questa sede (quelli "protetti" dall'art. 91 t.u.b. quanto al concorso con gli altri creditori della banca in "crisi") sono dunque *"soddisfatti con*

²² L'art. 4, co. 4, del d. lgs. 15 febbraio 2016, n. 30, che ha dato attuazione alla direttiva 2014/49/UE relativa al sistema di garanzia dei depositi, precisa che *"il termine di sette giorni lavorativi previsto dall'art. 96-bis.2, comma 1, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, si applica a partire dal 1° gennaio 2024. Fino a tale data, il termine entro il quale il sistema di garanzia dei depositanti effettua i rimborsi è pari a: a) 20 giorni lavorativi fino al 31 dicembre 2018; b) 15 giorni lavorativi dal 1° gennaio 2019 al 31 dicembre 2020; c) 10 giorni lavorativi dal 1° gennaio 2021 al 31 dicembre 2023.*

Fino al 31 dicembre 2023, se il sistema di garanzia dei depositanti non è in grado di effettuare i rimborsi entro il termine di sette giorni lavorativi previsto dall'articolo 96-bis.2, comma 1, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, esso assicura comunque che ciascun titolare di un deposito protetto che ne abbia fatto richiesta riceva, entro cinque giorni lavorativi dalla richiesta, un importo sufficiente per consentirgli di far fronte alle spese correnti, a valere sull'importo dovuto per il rimborso. L'importo è determinato dal sistema di garanzia, sulla base di criteri stabiliti dallo statuto. Si applica l'articolo 96-bis.2, comma 2, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385".

preferenza rispetto agli altri crediti chirografari” (art. 91, co. 1-bis, t.u.b.)

Benché a tale proposito ci si sia espressi in termini di “privilegio”, affermandosi che “*la Direttiva BRRD ha introdotto dei criteri di privilegio dei crediti (la cosiddetta depositor preference)...*”²³, è da ritenere che il ricorso a tale categoria, nell’ordinamento nazionale, non sia corretto.

I crediti della specie non sono propriamente “privilegiati”, bensì (solamente) preferiti agli altri creditori chirografari: ad essi *antergati*, pertanto, senza per ciò assurgere propriamente alla “categoria” soprastante (dei crediti privilegiati).

Trattasi di una collocazione antitetica rispetto a quella dei crediti *postergati* (per es. quelli derivanti da finanziamenti-soci erogati in situazioni di squilibrio finanziario della s.r.l.: cfr. art. 2367 cod. civ.), che sono collocati *dopo* gli altri crediti chirografari, senza per ciò scadere nella “categoria” sottostante (rappresentata dal capitale sociale).

La antergazione di cui trattasi è poi caratterizzata da una “graduazione” interna, che potremmo avvicinare al fenomeno della suddivisione dei creditori in “classi” nel Concordato preventivo (come del resto accade per i crediti postergati – definiti anche subordinati –, che possono risultare graduati tra di loro piuttosto che destinatari di un unico trattamento omogeneo):

(i) la “classe” dei “*depositi protetti*” (costituita dai depositi protetti *stricto sensu* e dai depositi protetti *speciali*) – “**Classe 1**” -;

(ii) la “classe” della parte dei depositi ammissibili al rimborso superiore al limite dei depositi protetti (in pratica, superiore all’importo di 100.000,00 euro, se rappresentati da depositi protetti *stricto sensu*), qualora detenuti da “*persone fisiche, micro imprese, piccole e medie imprese*” – “**Classe 2**” -; e infine

(iii) la “classe” degli “*altri depositi presso la banca*”, con riguardo però alle sole procedure di “crisi” bancarie iniziate dopo il 1° gennaio 2019 – “**Classe 3**”-.

²³ Ministero dell’Economia e delle Finanze, “*Unione Bancaria: con direttiva UE più tutele per depositi e creditori*”, documento del 2 luglio 2015, consultabile al link: http://www.mef.gov.it/inevidenza/article_0141.html

Nessuna regola esplicita è dettata per la successione nel soddisfacimento dei crediti dei depositanti “preferiti”, né rispetto alla categoria anteposta (privilegiati) o rispetto a quella posposta (chirografari); né rispetto a ciascuna “fascia” dei crediti “protetti” nei reciproci confronti.

Pare ovvio che nessun soddisfacimento possano ricevere i crediti “preferiti”, prima del soddisfacimento integrale dei crediti privilegiati (e dei crediti prededucibili, ove sussistenti, nonché di quelli sorti per spese di procedura), di qualunque ordine e grado; e, per converso, che nessun soddisfacimento possano ricevere i crediti chirografari, se non dopo l’integrale pagamento dei depositanti “preferiti”.

Per ciò che concerne poi i rapporti tra i depositanti “preferiti” nei reciproci confronti, è da domandarsi se si possa fare riferimento alla figura delle “classi”, come introdotta nella disciplina delle procedure di composizione delle “crisi” delle imprese di diritto comune (con particolare riguardo al Concordato preventivo: cfr. art. 160, co. 1, lett. c) l. fall.); e quali rapporti debbano ritenersi *esattamente* sussistenti tra una “classe” ed un’altra.

A tale proposito occorre in primo luogo precisare che le “classi” qui costituite non sono il frutto di una *opzione* dell’imprenditore (o di chi, più in generale, imposti una procedura di composizione di una crisi d’impresa), bensì la conseguenza di una previsione legale. Per effetto di ciò, si deve ritenere che al soddisfacimento dei depositi “preferiti” appartenenti alla seconda “classe” non possa procedersi se non dopo il pagamento *integrale* dei depositi protetti di cui alla prima “classe”; e che ugualmente non si possa porre mano al soddisfacimento (nell’ambito delle procedure iniziate dopo il 1° gennaio 2019) dei crediti vantati dai depositanti “preferiti” della terza “classe”, se non dopo il soddisfacimento *integrale* dei depositi “preferiti” delle prime due.

In buona sostanza, dovrebbe farsi qui applicazione di un principio analogo a quello affermato in materia di *cause di prelazione*, in forza del quale non si può dare corso al pagamento (neppure in misura inferiore) di un credito di grado successivo ad altri, se non dopo il soddisfacimento *integrale* di tutti i crediti di grado superiore²⁴.

²⁴ In argomento v., da ultimo, G. D’Attorre, *Concordato in continuità ad ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 39 ss.

Come detto, peraltro, i crediti dei depositanti “preferiti”, per quanto antergrati rispetto agli altri creditori chirografari, non sono definibili “privilegiati”: ne consegue (*inter alia*) che in sede di riparto dell’attivo destinato al soddisfacimento dei creditori della banca assoggettata a l.c.a. ovvero a “risoluzione”, i depositanti “preferiti” non si vedranno riconosciuti *interessi*, come devono essere riconosciuti invece – nei termini di legge – ai creditori privilegiati ²⁵.

11. *La depositor preference rispetto ai sistemi di garanzia dei depositi. A) La funzione di protezione dei sistemi di garanzia dei depositi*

La direttiva 94/19/CE del 30 maggio 2014 aveva stabilito il principio secondo il quale “*fatto salvo qualsiasi altro diritto che essi possano avere ai sensi della legislazione nazionale, i sistemi che effettuano pagamenti a titolo di garanzia, nella procedura di liquidazione hanno il diritto di subentrare nei diritti dei depositanti per un importo pari alla somma pagata*” (art. 11).

Tale disposizione non era stata modificata dalla Direttiva 2009/14/CE dell’11 marzo 2009; ed è stata rinnovata dalla Direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014, la quale prevede che “*fatto salvo qualsiasi altro diritto che esso possa avere ai sensi della legislazione nazionale, il sistema di garanzia dei depositi (“SGD”) che effettua pagamenti a titolo di garanzia in un contesto nazionale ha il diritto di subentrare nei diritti ai depositanti nell’ambito dei procedimenti di liquidazione o riorganizzazione per un importo pari alle somme pagate ai depositanti...*” (art. 9, co. 2, prima parte).

Attualmente l’art. 96-bis.2, comma 5, t.u.b. (introdotto dall’art. 1, comma 6, d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30) afferma che “*i sistemi di garanzia, quando effettuano i rimborsi ai sensi dell’art. 96-bis, comma 1-bis, lettera a), subentrano nei diritti dei depositanti nei confronti della banca in liquidazione coatta amministrativa... beneficiando della preferenza di cui all’articolo 91, comma 1-bis, lettera b) numero 2*”.

²⁵ Un altro aspetto della negazione ai crediti dei depositanti “preferiti” della qualità di creditori privilegiati sarebbe rappresentata *dalla attribuzione del diritto di voto*, se nelle procedure di crisi delle imprese bancarie fossero previste occasioni di consultazione dei creditori concorrenti.

Il numero 2 della lettera b) del comma 1-*bis* dell'art. 91 t.u.b., a sua volta, afferma che “*i crediti vantati dai sistemi di garanzia... a seguito della surroga nei diritti e negli obblighi dei depositanti protetti... sono soddisfatti [con preferenze rispetto agli altri crediti chirografari nonché] con preferenza rispetto ai crediti rientrati alla lettera a)*” del comma 1-*bis* del medesimo art. 91.

Ciò vuol dire che, intervenuto il dissesto della banca, i Fondi di garanzia che rimborsano i depositanti (nei limiti dei “depositi protetti” e con le modalità del “rimborso...entro sette giorni lavorativi...”), sono surrogati nella loro condizione di “antergazione” rispetto a tutti gli altri creditori chirografari, nonché (*in quanto collocati nella “Classe 1”*)

(i) rispetto ai crediti dei depositanti “preferiti” di “Classe 2”, pur preferiti ai chirografari in quanto persone fisiche, micro imprese, e piccole e medie imprese [per le somme superiori al limite di rimborso, ove applicabile]; e

(ii) rispetto ai crediti dei depositanti “preferiti” di “Classe 3”, pur preferiti agli altri creditori chirografari (a far tempo dal 1° gennaio 2019) perché titolari di “*altri depositi*”.

In altre parole: i Fondi di garanzia rimborsano i “*depositanti protetti*”, nella misura in cui la garanzia di legge deve operare, ed immediatamente dopo sono collocati, “**in esclusiva**”, a ridosso dei creditori privilegiati e prima degli altri depositanti “preferiti” (di “Classe 2” e di “Classe 3”), e tanto più prima di tutti di altri creditori chirografari.

12.1. *Il ruolo dei sistemi di garanzia nella soluzione delle crisi bancarie in Italia*

Nel nostro Paese la tutela dei depositanti, nelle situazioni di crisi bancarie, è stata raramente perseguita con il “rimborso” dei rispettivi depositi (alle condizioni e nei limiti del diritto al rimborso verso il FITD o verso il FGDCC), e comunque in modo assolutamente marginale²⁶. Essa è stata perseguita piuttosto attraverso la *prevenzione* dell'esplosione della crisi (specie ad opera del FGDCC), ovvero la

²⁶ Vengono citati, in ambito FITD, due casi su undici complessivi, riferiti a banche di piccolissime dimensioni.

traslazione del pericolo di insolvenza della banca ad altra banca patrimonialmente rispondente – (o attraverso operazioni di incorporazione, o attraverso operazioni di cessione dell’azienda bancaria e/o delle relative attività e passività, con conseguente “accollo” alla banca cessionaria (anche) delle passività verso i depositanti protetti) – .

Tale tecnica di protezione (tra gli altri) dei depositanti è stata resa possibile da:

a) un quadro normativo, regolamentare e statutario che consentiva il perseguimento della tutela dei depositanti anche attraverso l’utilizzo di strumenti (come quelli descritti) alternativi al “rimborso” *tout court* delle somme depositate presso la banca in crisi; e

b) la presenza di condizioni di maggiore convenienza (il c.d. “**minor onere**”) del ricorso agli strumenti alternativi rispetto allo strumento del “rimborso”. Tali condizioni, che rappresentavano anche un presupposto normativo e statutario, hanno fatto sì che:

(i) il sistema bancario abbia sopportato, per i “salvataggi” bancari, costi inferiori a quelli che avrebbe sopportato se avesse dovuto dare corso al rimborso dei depositanti protetti²⁷; e

(ii) le aziende bancarie delle banche in crisi non hanno, per lo più, cessato l’attività, così evitando le gravi ripercussioni che la chiusura della banca avrebbe avuto (non tanto e non solo sui *depositanti*, che comunque avrebbero beneficiato dei “rimborsi”, quanto piuttosto e soprattutto) dei clienti affidati, che non avrebbero più potuto essere sostenuti finanziariamente (essendo cessata l’attività bancaria); e infine

(iii) anche i creditori diversi dai depositanti, *e tra questi i depositanti estranei al perimetro* (per caratteristiche soggettive e/o per tipologia di rapporto bancario e/o per entità delle somme depositate)

²⁷ In molti casi i Fondi di garanzia nazionali hanno favorito il trasferimento di aziende bancarie da banche in crisi a banche patrimonialmente dotate (così disinnescando il pericolo di mancata restituzione dei depositi) integrando il *deficit* patrimoniale dei rapporti attivi e passivi trasferiti. Tale costo ha rappresentato un onere inferiore a quello che sarebbe derivato dall’immediato rimborso di tutti i depositi protetti, seguito dal recupero di quanto ottenibile con la partecipazione al ricavato dalla liquidazione “atomistica” degli attivi della banca in crisi, *nel concorso con gli altri creditori*.

dei “*depositi protetti*”, nonché i “**risparmiatori**” non tecnicamente qualificabili “*depositanti*” (come i sottoscrittori di obbligazioni bancarie), si sono trovati a godere di una tutela integrale.

12.2. *Le prospettive del ruolo dei sistemi di garanzia nella soluzione delle crisi bancarie dopo L’Unione Bancaria*

La recente integrazione normativa a livello comunitario, attuata, da ultimo, nel nostro Paese – per le disposizioni comunitarie che non dovessero già essere ritenute di immediata applicabilità – con l’attuazione della Direttiva 2014/59/UE concernente il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (cfr. l. d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 e d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, apportante conseguenti modifiche al testo unico bancario e al testo unico sulla finanza), oltre che con l’attuazione della Direttiva 2014/49/UE relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (cfr. d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30), ha fatto sì che il ruolo dei Fondi nazionali di garanzia dei depositanti nelle crisi delle imprese bancarie è destinato a subire importanti modificazioni.

In via preliminare la Commissione UE – come è emerso solo recentemente –, alla luce della circostanza che l’adesione ai sistemi di garanzia da parte delle banche rappresenta *un obbligo di legge*, considera “aiuti di Stato”, e come tali in linea di principio non ammissibili, i contributi dei sistemi di garanzia dei depositanti *diversi dal “rimborso” dei depositi*: quella forma di contributo, cioè, che come tale è erogabile esclusivamente nel contesto di procedure concorsuali, e comunque non surrogabile da interventi alternativi, come quelli posti in essere nel passato, in Italia, nella quasi totalità dei casi di “crisi” bancarie ²⁸.

²⁸ V. in argomento la *Relazione Illustrativa* allo Schema da d.lgs. recante attuazione alla Direttiva 2014/49/UE, nella quale si dichiara – articolo 1, lett. (i) – *che sulla fase di preparazione dello schema di decreto legislativo, è emerso che, secondo la Direzione Concorrenza della Commissione Europea, gli interventi di un meccanismo di garanzia dei depositi diversi dal rimborso dei depositanti sono da ritenersi misure di supporto pubblico, con la conseguente applicazione del quadro normativo dell’Unione Europea in tema di aiuti di Stato. In assenza di un consolidato orientamento della Corte di Giustizia sul punto, si è ritenuto opportuno prevedere la possibilità che le banche aderenti istituiscano presso il sistema di garanzia uno schema volontarie. La partecipazione allo schema volontario e, conseguentemente, ai relativi interventi finanziari, sarà del tutto volontaria e le*

Il FITD e il FGDCC, pertanto, *come tali*, non avrebbero potuto e non potranno più intervenire nelle crisi bancarie se non attraverso il mero rimborso dei depositanti protetti, *per quanto oneroso* (sotto i diversi profili sopra segnalati) ciò possa risultare: nel senso di

(i) essere più costoso dell'adozione degli strumenti alternativi utilizzati nel passato dai Fondi di garanzia italiani; e

(ii) rendere inevitabili le gravi ripercussioni della liquidazione della banca sui restanti creditori (al netto di quelli rimborsabili) e sull'economia del territorio di riferimento

A ciò peraltro è stato posto rimedio, allo stato (nel FITD), con la costituzione di uno "Schema Volontario", attuato attraverso alcune modifiche allo Statuto del Fondo, mediante – dapprima – l'introduzione dell'articolo 35, e successivamente la modifica di tale articolo e l'integrazione con gli articoli 36-39. Attraverso tale "Schema" le banche italiane (S.p.A. e Popolari), *volontariamente* (e quindi potendo esercitare anche la facoltà di non provvedere in tal senso, come qualche banca effettivamente ha fatto), possono intervenire in situazioni di "crisi" al fine di prevenire il dissesto di una banca, in funzione della sua patrimonializzazione; del suo recupero ad una *governance* corretta e ad una gestione efficiente; della sua successiva cessione sul mercato, in vista della riscossione di un prezzo atto a rimborsare le banche intervenute – o a ricostituire la dotazione dello "Schema Volontario" – .

Lo "Schema Volontario di Intervento" costituito all'interno del FITD può essere reso operativo a favore di banche (che beninteso aderiscano a detto "Schema", che come sottolineato ha carattere assolutamente volontario) nei confronti delle quali siano state adottate

risorse finanziarie dello schema volontario devono essere formalmente separate da quelle del DGS, la cui dotazione finanziaria non deve essere interessata dagli interventi posti in essere dallo schema volontario. Lo schema volontario con tali caratteristiche esulerebbe completamente dal regime normativo degli aiuti di Stato".

Emblematico in tale contesto si è rilevato il caso di Banca TERCAS, nel quale il FITD era intervenuto, per circa 300 milioni, per appianare lo sbilancio patrimoniale della banca al fine di favorire il subentro nelle relative attività e passività da parte della Banca Popolare di Bari, e che quest'ultima ha dovuto restituire, a seguito dell'intervento della Commissione, che ha giudicato il contributo del FITD come un (illecito) "aiuto di Stato". Il "salvataggio" di Banca TERCAS è poi stato conseguito mediante un *apporto volontario* di pari importo da parte di quasi tutte le banche italiane, attraverso l'innovativo "Schema Volontario" del FITD (*infra*, nel testo).

misure di intervento precoce, ai sensi del Titolo IV, capo I, Sezione 01-I del T.U.B., ivi incluse le misure di cui agli articoli 53-*bis* e 67-*ter*, ovvero sia stato dichiarato lo stato di dissesto o di rischio di dissesto dalla Banca d'Italia.

Gli interventi possono consistere in:

- a) concessione di finanziamenti;
- b) rilascio di garanzie;
- c) assunzione di partecipazioni;
- d) acquisizione di attività, passività, aziende, rami d'azienda, beni e rapporti giuridici individuabili in blocco;
- e) altre forme tecniche.

Gli interventi di cui al comma precedente possono essere effettuati quando sussistano concrete prospettive di risanamento della banca, sulla base di piani di ristrutturazione efficaci e credibili e, in caso di dissesto o rischio di dissesto dichiarato dalla Banca d'Italia, a condizione che, ricorrendone le condizioni previste dalla normativa, siano state preventivamente adottate misure di riduzione/conversione degli strumenti di capitale in capitale primario di classe 1, ovvero quando gli interventi riguardino operazioni precedentemente effettuate, che richiedano, nei confronti della stessa banca destinataria, integrazioni o diverse configurazioni.

Lo Schema può altresì intervenire nell'ambito di procedure di liquidazione coatta amministrativa, in operazioni di cessione di attività, passività, aziende, rami d'azienda, beni e rapporti giuridici individuabili in blocco.

Le risorse necessarie per effettuare gli interventi e per coprire gli oneri e le spese connessi al funzionamento e agli interventi medesimi sono fornite dalle banche aderenti in via autonoma e aggiuntiva rispetto alle contribuzioni che alimentano il Fondo di garanzia propriamente detto (quello cioè al quale le banche devono aderire obbligatoriamente).

L'ammontare delle risorse che le banche aderenti allo Schema Volontario si sono impegnate a fornire è di settecento milioni di euro. Le risorse da destinare agli interventi sono messe a disposizione dalle banche aderenti "su chiamata", in relazione alle modalità e ai tempi dei singoli interventi.

Sono organi dello Schema Volontario:

- a) l'Assemblea delle banche aderenti;

b) il Consiglio di gestione, composto dal Presidente del Fondo e dal Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana, quali membri di diritto, e da 10 membri – nominati dalle banche partecipanti all'atto della costituzione dello Schema e successivamente dall'Assemblea – che delibera gli interventi;

c) il Presidente del Fondo, che convoca e presiede il Consiglio di gestione;

d) il Collegio Sindacale del Fondo, che partecipa alle riunioni del Consiglio di gestione e vigila sulla piena separatezza delle risorse dello Schema da quelle del Fondo;

e) il Direttore Generale del Fondo, che svolge l'istruttoria relativa agli interventi e provvede all'esecuzione delle delibere del Consiglio di gestione.

La effettuazione dei singoli interventi è decisa dal Consiglio di gestione, come si ricava dalla abrogazione della lettera c) dell'art. 39 previgente, che attribuiva tale decisione all'Assemblea delle banche aderenti allo Schema Volontario.

La natura volontaria dell'iniziativa ne esclude la rilevanza sotto il profilo dell'ammissibilità o meno degli "aiuti di Stato": e ciò realizza nuovamente la prima delle condizioni originarie alle quali erano subordinati gli interventi di sostegno alle banche in crisi con strumenti alternativi al rimborso dei depositanti (cioè la conformità al quadro normativo e regolamentare vigente).

Per quel che riguarda invece la seconda condizione, alla quale erano subordinati gli interventi di "salvataggio" del FITD attuati con strumenti alternativi al rimborso dei depositanti, rappresentata dal presupposto del "minor onere" dell'intervento alternativo, la conclusione è meno certa (e tendenzialmente dubbia).

Sotto questo profilo, infatti, va prestata speciale attenzione alle ricordate innovazioni normative, in forza delle quali gli interventi dei sistemi di garanzia in favore dei "depositanti protetti" *ne determinano la surrogazione nei relativi diritti verso la banca*, che si traduce in:

(i) la collocazione, nel concorso con gli altri creditori, prima di ogni altro credito chirografario; nonché

(ii) la collocazione, nel concorso con gli altri "depositanti preferiti", antergrati ai creditori chirografari, prima di ogni altro depositante antergrato. In pratica, cioè, come detto, subito dopo i crediti privilegiati.

La surrogazione dei crediti dei Fondi di garanzia per i rimborsi effettuati ai depositanti protetti in una collocazione (“preferenziale”) così favorevole, mette in discussione (o può mettere in discussione, nei singoli casi di specie) *la stretta convenienza economica* del ricorso a strumenti alternativi di (prevenzione e) composizione delle situazioni di “crisi”, mediante il ricorso a strumenti alternativi: ovverosia, nell’attuale contenuto Statutario del FITD, mediante il ricorso allo “Schema Volontario”²⁹.

Peraltro è necessario precisare che lo Statuto del Fondo (recentemente rinnovato, in argomento, a più riprese) *non condiziona* l’intervento attuato attraverso lo Schema Volontario all’accertamento della sussistenza del presupposto del “minor onere”.

Nell’ambito della dotazione tempo per tempo determinata dalla Assemblea delle banche (“*in seduta straordinaria*”: art. 39, co. 6, quindi con la presenza di tante banche che rappresentino almeno la metà dei voti, e con il voto favorevole di almeno i due terzi dei voti spettanti alle banche presenti) – oggi come detto ammontante a 700 milioni di euro – , il Consiglio di gestione accerterà la sussistenza dei presupposti che condizionano gli “interventi” dello Schema Volontario. In caso di accertamento negativo, *nulla quaestio*; in caso di accertamento positivo, manca la indicazione dei criteri in base ai quali il Consiglio di gestione possa, in ipotesi, negare, *in linea di principio*, l’attuazione dell’intervento richiesto da una banca aderente “in crisi” (salva l’ipotesi, ovviamente, nella quale il Consiglio di gestione disconosca l’attitudine dell’intervento richiesto ad assicurare “*concrete prospettive di risanamento della banca*”: il chè si traduce peraltro proprio nell’accertamento della mancanza di uno dei presupposti richiesti dallo Statuto).

D’altro canto è necessario tenere presente che, come detto, l’adesione allo “Schema Volontario” è frutto di una scelta assolutamente volontaria, in funzione dell’approntamento di forme di tutela supplementari per i clienti della banca (sia in qualità di depositanti, sia in qualità di affidati), e per i creditori in generale. Ciò potrebbe originare, in prospettiva:

²⁹ Per un accenno a tale profilo v. C. Barbagallo, *Intervento* in sede di esame del d.d.l. di delegazione europea 2014 (A.S. 1758), consultabile al link: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-180315.pdf>; S. De Polis, *op.cit.*

(i) per un verso, l'acquisizione di un maggior grado di "reputazione" per le banche aderenti allo "Schema Volontario", rispetto a quelle non aderenti (e come tali escluse per definizione dai possibili interventi alternativi, in caso di "crisi"); e

(ii) per un altro, la creazione di una legittima aspettativa per ciascuna delle banche aderenti, che in quanto tale abbia contribuito alla costituzione dei fondi necessari a finanziare gli interventi dello "Schema Volontario" nelle situazioni di "crisi" di altre banche, *a beneficiare del medesimo genere di interventi*, allorché incappasse in una delle situazioni critiche che ne costituiscono il presupposto in base al dettato Statutario del Fondo.

BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)

1. Premessa

All'esigenza di stabilità, il sistema economico e politico degli anni trenta dette risposta attraverso la nazionalizzazione di gran parte del sistema bancario e sino agli anni novanta in una fase di crescita economica difficilmente replicabile, la proprietà pubblica delle banche oggi sostituita da una generale privatizzazione del sistema bancario, ha certamente contribuito a fornire certezze e presidiare la stabilità. In ogni caso attraverso il ricorso di ultima istanza alle risorse pubbliche è stato possibile in passato neutralizzare o limitare le conseguenze pregiudizievoli delle crisi bancarie sulla economia reale.

Nel passato in Italia la soluzione alla crisi o al dissesto delle banca è stata prevalentemente trovata attraverso processi di acquisizione e assorbimento dell'istituto in crisi da parte di altre banche. Le politiche di aggregazione attraverso fusioni societarie, cessioni di attività e passività, acquisto di aziende o rami di aziende, nella cornice dell'azione di supervisione istituzionale della Banca d'Italia (che talora è stata definita quale *moral suasion*), hanno consentito di scongiurare il precipitare della crisi ed hanno permesso di salvare la continuità dei rapporti attivi e passivi nelle mani di altri operatori bancari in grado, o messi in grado attraverso aiuti pubblici o del sistema di garanzia, di assorbire il dissesto con l'integrazione e la riorganizzazione.

Il cambiamento nel ciclo economico, le modificazioni della stessa struttura della azienda bancaria, sempre meno interessata ad occupare il mercato con diffuse reti di sportelli oggi troppo costosi in relazione agli oneri connessi alle strutture ed al personale e soprattutto superati dalla sempre più diffusa utilizzazione dei servizi di *home banking*, rendono sicuramente più difficili e più incerte tali soluzioni negoziali.

Nello stesso tempo la disciplina europea non consente l'erogazione di aiuti pubblici in quanto incompatibile con le regole della concorrenza.

La crisi o il dissesto e financo l'insolvenza devono trovare necessariamente una soluzione diversa che consenta il raggiungimento

di concorrenti obiettivi: la conservazione in continuità dell'azienda bancaria o almeno di parte di essa, l'assenza al ricorso a fondi pubblici. Di qui la necessità di addossare l'onere delle perdite sugli investitori (azionisti, creditori e depositanti) per consentire la tutela dei contribuenti.

La risposta a tali esigenze è stata fornita dalla direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa alla risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento *Bank Recovery and Resolution Directive* (in seguito *BRRD*).

In Italia il d.lgs. 16 novembre, n. 180 e del d.lgs. della stessa data n. 181, che nel recepire la *BRRD* hanno modificato il testo unico bancario, il testo unico della finanza ed anche alcuni articoli della legge fallimentare, per la diffusa inquieta apprensione con cui è stata accolta, ha indotto a pensare (ricorrendo a famose e significative parole) che il *bail-in* sia lo spettro che si aggira per l'Europa.

Delle diverse *measure di risoluzione*¹ la riduzione delle azioni, come pure la riduzione e conversione dei crediti, sono sicuramente le più innovative. Esse possono essere applicate indipendentemente dall'avvio di una procedura di risoluzione, e costituiscono uno dei tratti significativi del procedimento di assorbimento delle perdite, insieme con il *bail in*. Quest'ultima espressione, che il legislatore italiano ha mantenuto e ripreso da quella originaria della direttiva, è definita all'art. 1, comma 1, lett. g), d.lgs. n. 180/2015, la *riduzione o conversione in capitale dei diritti degli azionisti o dei creditori* e può essere intesa quale misura di *ricapitalizzazione interna*, vale a dire un salvataggio interno, realizzato con mezzi propri.

L'interesse per la del tutto nuova e certamente, si può dire, rivoluzionaria disciplina è divenuto un caso di grande rilievo, quando nei giorni immediatamente successivi alla entrata in vigore dei due decreti legislativi (16 novembre) la Banca d'Italia, nella nuova qualità di autorità di risoluzione, ha applicato (in data 22 novembre) la

¹ Così definite dall'art. 39 nel d. lgs. 180/2015, la cui disciplina si applica alle banche aventi sede legale in Italia, alle società italiane capogruppo di un gruppo bancario e società appartenenti a un gruppo bancario ai sensi degli artt. 60 e 61 del T.U.B. alle società incluse nella vigilanza consolidata ai sensi dell'art. 65, comma 1, lett. c), e h), del T.U.B., alle banche aventi sede legale in Italia incluse nella vigilanza consolidata di uno stato membro.

disciplina della risoluzione a quattro banche² in stato di grave crisi e per le quali era stata da tempo adottata ed era in corso la procedura di amministrazione straordinaria ai sensi degli articoli 70 e segg. del testo unico bancario.

L'adozione per la prima volta delle misure previste dalla direttiva e dal d.lgs. n. 180/2015, ha comportato diversi effetti: l'avvio della procedura di risoluzione delle *quattro banche*, la contemporanea chiusura della amministrazione straordinaria, l'integrale riduzione delle azioni e delle obbligazioni subordinate (peraltro collocate oltre che alla clientela *corporate* anche presso investitori *retail*), la costituzione di quattro enti-ponte³, destinatari rispettivamente delle quattro aziende bancarie attraverso provvedimenti di cessione attuati dalla Banca d'Italia, quale autorità di risoluzione.

Va osservato che in questo primo intervento, avvenuto quando l'aggravarsi della crisi delle *quattro banche*, non consentiva per esse né la prosecuzione della procedura di amministrazione straordinaria, né l'acquisizione da parte di un altro gruppo bancario, la misura del *bail in* non è stata applicata, né poteva essere applicata, in quanto la legge di delegazione europea 2014, n. 114, all'art. 8 comma 1, lett. b)⁴, prevedeva che il *bail in*, di cui al capo IV della direttiva *BRRD*, si applicasse dal 1° gennaio 2016.

La Banca d'Italia, quale autorità di risoluzione, in questo caso ha avviato, le misure previste dal d.lgs. n. 180/2015, previa autorizzazione della Commissione Europea, Direzione Generale della Concorrenza sulla base di quanto previsto dalla Comunicazione UE del 30.7.2013 C 216/1 in materia di "*burden sharing*". Quest'ultima, quindi solo al fine di una rapida ricollocazione sul mercato, ha consentito che il Fondo di risoluzione mettesse a disposizione della ricapitalizzazione delle *quattro banche* rilevanti risorse. Va

² Le quattro banche sono: Banca delle Marche s.p.a., Cassa di risparmio di Ferrara s.p.a., Banca dell'Etruria e del Lazio s.p.a., Cassa di risparmio di Chieti s.p.a., successivamente citate per brevità quali "*quattro banche*".

³ Prima con il D.L. 22 novembre 2015, n. 183 successivamente, nella legge di stabilità 2016, l. 28 dicembre 2015, n. 280 la disciplina è confluita all'art. 1, nei commi 842 – 861. Al comma 854 della legge di stabilità, è stata disposta la abrogazione del decreto legge del 22 novembre n. 183, versandone l'intero contenuto nei commi 842 e segg. della legge di stabilità e prevedendo la salvezza degli effetti già prodotti per effetto del decreto legge abrogato.

⁴ Pubblicata in G.U. 31.7.2015.

sottolineato che se fosse stato applicato il *bail in* l'impatto sulle passività, sarebbe stato assai più esteso (con conseguente ancora più ampia ed impopolare perdita dei diritti di credito degli obbligazionisti e dei creditori, compresi quelli dei depositanti), rispetto a quello che, grazie al contributo del Fondo di risoluzione, la Banca d'Italia ha disposto.

La novità dell'applicazione di una siffatta procedura, almeno nel grande pubblico del tutto inattesa, come pure l'incidenza di tali misure sui diritti patrimoniali e corporativi dei titolari degli strumenti finanziari coinvolti, hanno dato luogo (giustificatamente o meno), a diffuse reazioni, alle quali il legislatore ha reagito aprendo la possibilità di riconoscere un indennizzo ai soli investitori *retail*, delle *quattro banche* che fossero effettivamente inconsapevoli del rischio nel momento in cui effettuarono o furono indotti all'investimento⁵. Successivamente tuttavia tale originaria previsione è stata rivista con il proposito di ampliare la misura del ristoro secondo modalità più rapide e tendenzialmente automatiche⁶.

⁵ La legge di stabilità 2016, l. 28 dicembre 2015 n. 208, di poco successiva alla applicazione delle misure di risoluzione sulle *quattro banche*, all'art.1, comma 855 e 856, ha previsto la istituzione di un Fondo di solidarietà alimentato sino ad un massimo di 100 milioni di euro, dal Fondo interbancario di tutela dei depositi, istituito ai sensi dell'articolo 96 del T.U.B., stabilendone la operatività nei limiti delle risorse disponibili e in conformità al quadro normativo europeo sugli aiuti di Stato. Ai commi successivi (857) si prevedeva che il Ministro dell'Economia avrebbe dovuto emanare un regolamento per stabilire le modalità di gestione del Fondo di solidarietà; le modalità e le condizioni di accesso al Fondo di solidarietà, e i termini per la presentazione delle istanze di erogazione delle prestazioni; i criteri di quantificazione delle prestazioni, determinate in importi corrispondenti alla perdita subita, fino a un ammontare massimo; le procedure da esperire, che in tutto o in parte anche di natura arbitrale; il comma 858 prevedeva che la procedura arbitrale avrebbe dovuto accordare l'eventuale indennizzo sulla base dell'accertamento delle responsabilità per violazione degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza e trasparenza previsti dal *T.U.F.* relativi alla sottoscrizione o al collocamento degli strumenti finanziari subordinati di cui al comma 855. L'accesso all'indennizzo era peraltro riservato agli investitori persone fisiche, imprenditori individuali, nonché imprenditori agricoli o coltivatori diretti.

⁶ Il d. l. 3 maggio 2016 n. 59, agli artt. 8,9,10, ha previsto per i clienti delle *quattro banche* che hanno acquistato le obbligazioni in data anteriore al 12 giugno 2014, data di entrata in vigore della direttiva per il risanamento e la risoluzione, *BRRD*, l'erogazione da parte del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi quale gestore del Fondo di solidarietà istituito dall'art.1, comma 855 della legge di

2. *Gli aiuti di stato*

Le ragioni che hanno condotto alla introduzione della *BRRD* del 2014 e i successivi decreti n. 180 e 181 del 2015, risiedono nella generale e consolidata esperienza comune a tutti i paesi dell'Unione europea per la quale quando la crisi della banca volge al dissesto o al rischio di dissesto⁷, in mancanza di una soluzione di mercato⁸, quale l'acquisto o la fusione con altri soggetti bancari disponibili alla aggregazione, l'unica alternativa alla liquidazione consiste nella erogazione in varie forme di aiuti pubblici.

Tale soluzione è ormai impraticabile per diversi concorrenti motivi. Si ritiene non più sostenibile e fonte di dannose distorsioni, far cadere l'onere dei salvataggi bancari sui contribuenti attraverso l'utilizzazione delle risorse pubbliche. Gli elevati oneri assunti dagli Stati ricadono infatti non solo sui contribuenti ma compromettono l'equilibrio dei bilanci pubblici. Si è detto così che, nel caso in cui sono destinati al risanamento della banca fondi pubblici, *citizens have paid twice, with costs of a taxpayer bailout followed by the pain of recession and spending cuts*.

Inoltre tali interventi non risultano compatibili con le regole della concorrenza stabilite nella disciplina dell'Unione europea (art. 101 TFUE e segg.). L'intervento pubblico o *bail out*, inevitabilmente falsa le regole della concorrenza e finisce addirittura per premiare quegli operatori bancari che non hanno fatto buon uso delle risorse che provenivano dalla raccolta ovvero che hanno avuto un comportamento

stabilità 2016, di indennizzi forfettari automatici pari all'80% del corrispettivo pagato per le obbligazioni subordinate, a condizione che ricorrano determinate condizioni di dimensioni del patrimonio mobiliare, di reddito, ecc.. prevedendo in ogni caso l'accesso alla procedura arbitrale prevista dalla legge di stabilità 2016 come unico rimedio ai clienti che hanno realizzato gli acquisti in data successiva alla entrata in vigore della *BRRD* o come facoltà per tutti i clienti.

⁷ Questa situazione, secondo quanto previsto dall'art. 17 del d.lgs. n. 180/2015, è contrassegnata dal fatto che risultano gravi irregolarità, *dissesto regolamentare*, o risultino perdite di eccezionale gravità oppure le attività siano inferiori alle passività, *dissesto patrimoniale*, oppure la banca non risulti in grado di pagare i propri debiti alla scadenza *dissesto finanziario*.

⁸ Soluzione peraltro non sempre realizzabile e che, in contesti caratterizzati dalla recessione, risulta sempre più ardua.

qualificabile quale *moral hazard*. L'intervento pubblico comporta una distorsione nel mercato e finisce per dare un sostegno e premiare quelle banche la cui *governance* ha agito in violazione dei principi della *sana e prudente gestione* sino a provocarne il dissesto, consentendone una artificiosa permanenza sul mercato in condizioni di ingiustificato vantaggio, con pregiudizio per le posizioni degli altri competitori che affrontano rischi e oneri senza aiuti esterni.

La Commissione Europea con la Comunicazione 30.7.2013, relativa *alla applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, ha sancito tale impostazione (che ha poi costituito il principio di fondo della direttiva *BRRD*) affermando il principio secondo cui per limitare le distorsioni della concorrenza tra le banche e ovviare al cosiddetto rischio morale, gli aiuti di stato dovrebbero essere limitati al minimo necessario e il beneficiario dovrebbe sopportare una adeguata partecipazione ai costi di ristrutturazione. La banca e i detentori del suo capitale dovrebbero pertanto contribuire il più possibile alla ristrutturazione mediante proprie risorse⁹. La Commissione ha quindi stabilito il principio della condivisione degli oneri (*burden sharing*) da parte degli azionisti e dei creditori subordinati secondo modalità che consistono nell'assorbimento delle perdite con il capitale ordinario, il capitale ibrido e il debito subordinato.

⁹ V. Comunicazione Commissione Europea "Comunicazione sul settore bancario" (2013/C 216/01), che ai punti 15 -20 dispone i principi sulla *condivisione degli oneri* secondo i quali *il sostegno statale dovrebbe essere concesso a condizioni che rappresentano un'adeguata condivisione degli oneri da parte di coloro che hanno investito nella banca* (punto 15): *prima di concedere ad una banca qualsiasi tipo di aiuto alla ristrutturazione - che si tratti di misure di ricapitalizzazione o di sostegno a fronte di attività deteriorate - dovrebbero essere esaurite tutte le misure che generano capitale, tra cui la conversione del debito di rango inferiore, a condizione che siano rispettati i diritti fondamentali e non sia messa a rischio la stabilità finanziaria. Poiché qualsiasi aiuto alla ristrutturazione è necessario per impedire l'eventuale fallimento disordinato di una banca, per ridurre gli aiuti al minimo necessario le misure di ripartizione degli oneri devono essere rispettate a prescindere dalla solvibilità iniziale della banca. Prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno pertanto garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi* (punto 19):

La Comunicazione del 30.7. 2013 costituisce un precedente fondamentale per la valutazione della compatibilità degli interventi di sostegno e dell'ammissibilità degli aiuti di Stato. Essa per la sua importanza è gravida di indicazioni che presentano un carattere di sostanziale vincolatività.¹⁰ Se si considera che, successivamente alla Comunicazione entrava in vigore il d.lgs. n. 180/2015, che dava attuazione alla *BRRD* e che dal 1° gennaio 2016 la disciplina del *bail in* è applicabile in tutti i paesi dell'Unione, deve ritenersi che le soluzioni di sostegno fatte valere in passato non risultano più praticabili se non in casi eccezionali.

Questi principi hanno trovato una significativa applicazione nel nostro paese in relazione alla crisi della banca TERCAS ed alla posizione che la Commissione Europea ha assunto in relazione al contenuto ed alle modalità dell'intervento di sostegno realizzato.

In passato in Italia il sostegno alla ristrutturazione degli enti creditizi è avvenuto attraverso interventi del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, (FIDT) autorizzati dalla Banca d'Italia sulla base dell'articolo 96 bis del T.U.B. e dell'articolo 29 dello statuto del FIDT, che prevede la possibilità di intervento in due casi: a) quando sussistano prospettive di risanamento; b) quando sia prevedibile un minor onere rispetto a quello riveniente dall'intervento in caso di liquidazione¹¹.

Nel caso della banca TERCAS nel 2013 la Banca d'Italia ha autorizzato un l'intervento di sostegno attraverso l'erogazione da parte del FIDT di un contributo a fondo perduto di 265 milioni di euro per la copertura del deficit patrimoniale al fine di consentire alla Banca popolare di Bari di contenere in modo significativo l'onere della acquisizione della banca TERCAS e di un ulteriore contributo a titolo

¹⁰ La Corte di giustizia è stata chiamata a pronunciarsi su una domanda di rinvio pregiudiziale proposta dalla Corte costituzionale slovena in ordine al carattere vincolante della Comunicazione in parola. Sono significative le conclusioni dell'avvocato generale Nils Wahl presentate il 18 febbraio 2016 nella Causa C-526/2016 che ha ritenuto che la predetta Comunicazione non è un atto strettamente vincolante per gli Stati membri che potrebbero essere autorizzati a derogare al principio del *bail in*, il quale peraltro è compatibile con il sistema del legittimo affidamento e con il diritto di proprietà.

¹¹ Tra gli interventi più significativi si può ricordare nel 1999 l'erogazione di 1000 miliardi di lire al Banco di Sicilia e alla Sicilcassa per compensare il *funding gap* nel trasferimento delle attività.

di garanzia sino a 30 milioni di euro a copertura degli oneri fiscali che fossero dovuti nel caso in cui il predetto contributo a fondo perduto di 265 milioni di euro non avesse beneficiato dell'esenzione dalla imposizione fiscale¹².

In relazione a questo intervento la Commissione europea ha avviato il procedimento di cui all'articolo 108 paragrafo 2 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (carattere abusivo dell'aiuto di Stato), ed ha ritenuto, dopo una lunga interlocuzione con le autorità italiane, che tale intervento costituisse aiuto di Stato, suscettibile di comportare un vantaggio selettivo, con distorsione della concorrenza e incidenza sugli scambi degli Stati membri. La Commissione ha altresì ritenuto che la natura privatistica del FIDT non escluda il carattere pubblico dell'intervento, in quanto quest'ultimo agisce in adempimento di un mandato pubblico autorizzato, coordinato e deciso dalla Banca d'Italia. Conseguentemente con decisione del 23 dicembre 2015, (C (2015) 9526), la Commissione ha imposto all'Italia il recupero dell'intero aiuto di Stato concesso, con riferimento a Banca TERCAS, dal FIDT.

3. *Il dissesto o il rischio di dissesto*

La direttiva *BRRD*, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e i d.lgs. n. 180/2015 e 181/2015, sulla base dei principi da ultimo ribaditi con la citata comunicazione della Commissione Europea del 2013, regolano la crisi della banca attraverso una serie di strumenti che in caso di dissesto sono articolati nella risoluzione e nel *bail in*.

Le previsioni del decreto d.lgs. n. 180/2015, pongono mano al risanamento ed alla risoluzione (*recovery and resolution*) attraverso procedure di intervento dell'autorità di risoluzione (la Banca d'Italia)

¹² A questo riguardo vanno considerati l'artt. 1, commi 627 e 628, della legge di stabilità 2014 (l. 147/2014) che rispettivamente prevedevano: co. 627, *ai fini del riassetto economico e finanziario dei soggetti in amministrazione straordinaria, gli interventi di sostegno disposti dal Fondo interbancario di tutela dei depositi non concorrono alla formazione del reddito dei medesimi soggetti*; co. 628, *l'efficacia delle disposizioni è subordinata all'autorizzazione della Commissione Europea*. Nel caso TERCAS, il FIDT versò l'intero importo di 30 milioni prima che la Commissione prendesse una decisione in merito alla esenzione fiscale.

che si articolano secondo una progressione di provvedimenti e rimedi variamente dimensionati rispetto agli obiettivi concretamente perseguibili.

Il *dissesto* o il *rischio di dissesto* della banca costituiscono il primo presupposto. Si tratta di una nuova categoria che si differenzia da quella più generica di crisi, né coincide con quella della insolvenza che si manifesta in una banca solo in presenza di un dissesto particolarmente grave.

L'art. 17 comma 2 del d.lgs. n. 180/2015, identifica il dissesto nella ricorrenza, anche in via alternativa di: a) irregolarità nell'amministrazione o violazione di disposizioni legislative, regolamentari oppure statutarie di gravità tale che giustificherebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio della attività bancaria; b) perdite patrimoniali di eccezionale gravità e tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di parte significativa di esso; c) attività inferiori alle passività; d) incapacità di pagare i creditori alla scadenza.

Il grave deterioramento del patrimonio oppure le gravi irregolarità della amministrazione (elementi questi che nella comune esperienza difficilmente si manifestano separatamente) sono quindi i presupposti che caratterizzano il dissesto. Quando invece si prevede che tali situazioni si possano verificare in un prossimo futuro la banca è considerata a *rischio di dissesto*.

La banca viene considerata inoltre in *dissesto* o a *rischio di dissesto* allorché, sebbene la situazione di crisi non sia tale da comportare la necessità di porre rimedio ad una grave perturbazione dell'economia e di preservare la stabilità finanziaria, venga comunque prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore¹³.

Nel caso in cui non sia ragionevolmente possibile prospettare misure effettivamente idonee a superare e risolvere la crisi in tempi adeguati, attraverso l'intervento di uno o più soggetti privati o di un sistema di tutela istituzionale o per mezzo di un attività di vigilanza¹⁴, la Banca d'Italia, in qualità di autorità di risoluzione, procede alla

¹³ Tale previsione è esclusa quando ricorrano le condizioni di straordinarietà che consentono in certe circostanze il sostegno pubblico straordinario previsto dall'art. 18, d. lgs. 180/2015.

¹⁴ Ci si riferisce alle misure di intervento precoce o all'amministrazione straordinaria, art. 17 primo comma, lett. b), d.lgs. n. 180/2015.

individuazione della procedura che risulta più idonea a contrastare e risolvere il dissesto.

L'assorbimento delle passività rappresenta in ogni caso lo strumento necessario di intervento. A seconda delle dimensioni e della gravità del dissesto, la procedura può essere articolata solo attraverso la riduzione e conversione delle passività, art. 20, comma 1, lett. a), oppure attraverso interventi più ampi e pervasivi secondo quanto previsto dall'art. 20, comma 1, lett. b) d.lgs. n. 180/2015.

L'intervento, di cui alla lettera a), viene disposto se il *dissesto* è suscettibile di essere risolto attraverso la sola riduzione e conversione delle azioni, delle altre partecipazioni e degli strumenti di capitale emessi dalla banca, in modo tale che con l'assorbimento di tali passività possa essere ripristinato l'equilibrio patrimoniale richiesto per la corretta continuazione dell'attività bancaria.

La formulazione delle disposizioni di legge e le successive previsioni sulla procedura di risoluzione inducono a ritenere che tale intervento sia ammissibile quando, sulla base della valutazione compiuta dalla Banca d'Italia, risulti che esso sia idoneo a rimediare al dissesto senza ricorso alle altre misure previste per la procedura di risoluzione (cessione a terzi, ad *ente-ponte*, ecc.).

La riduzione e la conversione possono in questo caso consentire agli azionisti che abbiano perso la qualità di soci ma abbiano ancora interesse nella banca, oppure a tutti coloro che intendano investire per il rilancio della banca stessa, di intervenire con i necessari aumenti di capitale e conferire le risorse necessarie per ricostituire il patrimonio, in misura tale da ripristinare i requisiti di capitale richiesti e consentire la continuazione della attività bancaria.

Le decisioni negoziali degli investitori seguono e devono essere conformi alla decisione della Banca d'Italia, assunta sulla base della *valutazione* che, l'Autorità di vigilanza deve compiere ai sensi degli artt. 23 e 26 comma 1, d.lgs. n. 180/2015,. Tale *valutazione* (che l'art. 23 comma 1, espressamente stabilisce debba essere *equa, prudente e realistica delle attività e passività*) costituisce così la premessa della decisione. La stessa rileva l'esistenza dei presupposti per l'attuazione

delle diverse azioni e individua quelle più appropriate in relazione al *piano di risoluzione* (art. 24 comma 1 lett. b), d.lgs. n. 180/2015)¹⁵.

Conseguentemente l'intervento che eventuali investitori intendano realizzare per la ricapitalizzazione ed il rafforzamento del patrimonio nella misura richiesta dalle norme prudenziali, deve necessariamente essere previsto nel *piano di risoluzione* che la Banca d'Italia elabora sulla base della *valutazione*.

L'interesse degli investitori alla ripatrimonializzazione della banca non può ritenersi infatti di per sé sufficiente, ma deve piuttosto trovare giustificazione nella *valutazione* dell'autorità di vigilanza ed essere quindi previsto dal *piano di risoluzione*. Questo infatti deve determinare i soggetti coinvolti, le dimensioni e le modalità degli interventi e ne deve prevedere i possibili risultati, accertandone l'ammissibilità quale strumento effettivamente necessario ed idoneo alla soluzione del dissesto della banca.

4. *Il dissesto o il rischio di dissesto: la procedura di risoluzione*

Nel caso in cui la riduzione e la conversione previste dall'art. 20, comma 1 lett. a), d.lgs. n. 180/2015,, non consentano di rimediare allo stato di *dissesto* o al *rischio di dissesto*, tale obiettivo, secondo quanto previsto dallo stesso art. 20 lett. b), potrà essere perseguito attraverso la *procedura di risoluzione*.

Con l'apertura della *procedura di risoluzione* disposta dalla Banca d'Italia, decadono gli organi di amministrazione e controllo dell'*ente sottoposto a risoluzione*, sono sospesi tutti i diritti corporativi e patrimoniali dei soci, vengono nominati dall'autorità di risoluzione uno o più commissari speciali (unitamente ad un comitato di sorveglianza), con poteri di rappresentanza dell'ente e di promozione ed attuazione degli atti e delle misure necessarie per conseguire gli obiettivi della risoluzione (art. 34 e 35, d.lgs. 180/2015).

Va considerato peraltro che, secondo quanto disposto dall'articolo 32 comma 1, n. 5), d.lgs. n. 180/2015, la Banca d'Italia potrebbe disporre la permanenza nella carica dei componenti dell'organo di

¹⁵ L'espressione *azione di risoluzione* è assunta dall'art 1, comma 1, lett. f), d.lgs. n. 180/2015 per indicare la decisione di sottoporre un soggetto a risoluzione ai sensi dell'art 32 , l'esercizio di uno o più poteri di cui al Titolo IV, Capo V oppure l'applicazione di una o più misure di risoluzione di cui al Titolo IV, Capo IV.

amministrazione e di controllo o dell'alta dirigenza. Tale soluzione, ai sensi del comma 1 dell'articolo 22, d.lgs. n. 180/2015, può essere adottata nel caso in cui sia ritenuta necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione.

La lettura delle disposizioni mostra come la risoluzione sia una procedura del tutto nuova che si differenzia nella portata ed incidenza sia da quelle previste nel testo unico bancario (amministrazione straordinaria, liquidazione coatta amministrativa) che dal fallimento, e dall'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, come pure da qualsiasi altro procedimento di amministrazione giudiziale o di commissariamento. La risoluzione si caratterizza infatti quale procedura, deputata alla realizzazione nel più breve tempo possibile della ristrutturazione del patrimonio e degli assetti della banca, secondo il *programma di risoluzione* predisposto dalla Banca d'Italia.

L'attuazione del *programma di risoluzione* viene realizzato (sulla base delle modalità stabilite dall'art. 34, d.lgs. n. 180/2015), indirettamente dalla Banca d'Italia attraverso la sua esecuzione da parte di commissari speciali.

L'autorità di risoluzione nomina i commissari speciali ed assegna loro compiti che sono sensibilmente diversi rispetto a quelli previsti per i commissari straordinari nella amministrazione straordinaria o per il commissario liquidatore nella liquidazione coatta amministrativa. La durata necessariamente limitata della procedura di risoluzione richiede infatti interventi da realizzarsi secondo una articolazione temporale contenuta, idonea a consentire la riorganizzazione e la rimozione delle irregolarità o la liquidazione. I commissari speciali danno di fatto esecuzione agli atti previsti nel *programma di risoluzione*. Non a caso si è detto che essi svolgono nella sostanza una funzione di meri commissari *ad acta*, *quali semplici attuatori di decisioni adottate ex ante e non modificabili*¹⁶.

Deve essere inoltre considerato che l'apertura della procedura di risoluzione, inevitabilmente comporta pericolosi effetti di caduta reputazionale, come pure di discontinuità operativa, tutti suscettibili di pregiudicare la stabilità dell'*ente sottoposto a risoluzione* sino a provocare il pericoloso contagio ad altri enti creditizi ed al mercato.

¹⁶ Cfr. G. Santoni, *Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche*, in *Rivista di Diritto Bancario*, numero 2/2016.

Se dunque il *programma di risoluzione* ha come obiettivo il mantenimento della continuità aziendale della banca, può risultare necessario contestualmente all'avvio della risoluzione, secondo modalità necessariamente unitarie, applicare anche le misure previste dall'art. 39, d.lgs. n. 180/2015, vale a dire la cessione ad un terzo o un *ente-ponte* dei rapporti giuridici. Tali rapporti a loro volta devono essere necessariamente identificati nel *programma di risoluzione* e devono essere valutati come funzionali alla costituzione della nuova azienda bancaria destinata ad essere collocata sul mercato.

La procedura di risoluzione consente, infatti, all'autorità di risoluzione, una volta effettuato l'assorbimento delle passività, di scomporre i diversi rapporti giuridici che costituiscono gli elementi dell'*ente sottoposto a risoluzione* e di scegliere quelli valutati come idonei a costituire gli elementi patrimoniali funzionali per la continuazione dell'attività bancaria.

I provvedimenti posti in essere dalla autorità di risoluzione trovano la loro giustificazione nella finalità della ricomposizione del patrimonio al fine di rendere possibile la continuazione dell'attività da parte di un soggetto del tutto nuovo. Conseguentemente gli atti che vengono disposti necessariamente prescindono dai criteri di giustificazione causale, di proporzione e di equilibrio delle prestazioni che sovrintendono nel diritto comune il corretto trasferimento dei diritti e dei beni.

L'incisione che viene realizzata dai provvedimenti della Banca d'Italia sul patrimonio dell'*ente sottoposto a risoluzione* potrebbe in astratto apparire pregiudizievole ma al contrario è giustificata e risulta senz'altro corretta secondo la *valutazione* dell'azione di risoluzione. La causa giustificatrice risiede nella costruzione di un patrimonio idoneo a consentire la continuità dell'attività bancaria per la migliore e più ampia tutela del risparmio (peraltro costituzionalmente garantita dall'art. 47 cost.), dei creditori e per la stabilità del sistema e del mercato.

Si deve quindi escludere il ricorso da parte dei soggetti i cui diritti siano stati incisi da tali provvedimenti ai consueti mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale. Di conseguenza, nel delineare gli effetti della risoluzione l'art. 35 comma 2, d.lgs. n. 180/2015, con disposizione generale, riferita sia alla revocatoria

ordinaria che fallimentare, stabilisce che *gli atti posti in essere nel corso della risoluzione non sono soggetti ad azioni revocatorie*.

In questo modo la Banca d'Italia, pone mano ad un processo di rifondazione dell'azienda bancaria per mezzo della formazione di un patrimonio che è composto da "elementi prescelti" del patrimonio dell'*ente sottoposto a risoluzione*. Da un tale processo scaturisce una azienda che è diversa, separata e distinta rispetto alla precedente tanto nella composizione patrimoniale e societaria, quanto nella *governance*. Dalle ceneri dell'originario *ente sottoposto a risoluzione*, per effetto della applicazione della risoluzione, delle misure di riduzione, conversione e di *bail in*, l'autorità di risoluzione costituisce nella sostanza una nuova banca.

5. Il carattere concorsuale della procedura di risoluzione

La procedura di risoluzione si apre con il provvedimento di avvio della risoluzione. Questo segna l'inizio di un procedimento volto a sottoporre il patrimonio dell'*ente sottoposto a risoluzione* a diverse articolate misure, dirette a realizzare la migliore tutela dei creditori, attuando la immediata distribuzione della perdita tra questi secondo criteri concorsuali.

L'avvio della procedura comporta l'assoggettamento dell'*ente sottoposto a risoluzione* ai poteri della Banca d'Italia quale autorità di risoluzione. Tali effetti sono riconducibili ad un vero e proprio *spossessamento*: viene meno ogni potere decisionale dell'assemblea, si verifica la decadenza degli organi di amministrazione e controllo e dell'alta dirigenza, i commissari assumono la rappresentanza legale, i poteri dell'assemblea e dell'organo di amministrazione e di controllo e danno attuazione alle misure necessarie per conseguire gli obiettivi della risoluzione, sulla base di quanto disposto dalla Banca d'Italia (articolo 37 comma 1, d.lgs. n. 180/2015).

Mentre la riduzione e la conversione disposte dalla Banca d'Italia danno luogo alla ricostruzione dell'equilibrio del patrimonio attraverso azioni volte a nettarlo dalle passività, le azioni recuperatorie esercitate dai commissari speciali, quali l'azione di responsabilità sociale e dei creditori e le azioni revocatorie, sono dirette al rafforzamento del patrimonio.

Ai commissari viene infatti riconosciuta (articolo 35, d.lgs. n. 180/2015), non solo la legittimazione che spetta ai commissari straordinari nella procedura di amministrazione straordinaria a promuovere l'azione sociale di responsabilità contro i membri degli organi di amministrazione e di controllo, ma viene attribuita anche la legittimazione, che spetta al curatore e al commissario liquidatore, a promuovere l'azione dei creditori sociali, nonché l'azione del creditore sociale contro la società e l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento¹⁷.

L'esercizio di tali azioni nello stesso tempo assolve alla funzione di riequilibrare il danno subito dalla società e dai creditori sociali per il comportamento pregiudizievole degli organi di amministrazione e controllo o degli enti che esercitavano attività di direzione e controllo, come pure per il depauperamento subito per effetto di atti di disposizione suscettibili di essere revocati. Invero la funzione non è solo quella di contribuire al rafforzamento del patrimonio aziendale nella prospettiva del collocamento dell'azienda bancaria nel mercato, ma anche una funzione deterrente, retributiva e risarcitoria nei confronti degli organi di amministrazione e controllo in relazione al danno subito dalla banca per effetto di una gestione pregiudizievole che ha portato al dissesto ed al depauperamento del patrimonio, conseguente al compimento di atti di disposizione revocabili durante la crisi che ha preceduto l'insolvenza.

L'esercizio di tali azioni è ritenuto nel sistema della risoluzione una attività necessaria al fine di consentire o agevolare gli obiettivi di superamento del dissesto. Tali azioni, infatti, devono essere esercitate anche nel caso in cui non siano stati nominati i commissari. L'ultimo comma dell'articolo 35 e dell'articolo 36, d.lgs. n. 180/2015, prevede infatti che in mancanza di nomina dei commissari l'esercizio di tali azioni spetta al soggetto a tal fine designato dalla Banca d'Italia. In questo modo l'autorità di risoluzione attraverso un commissario *ad acta*, propone azioni di responsabilità e azioni revocatorie che una volta instaurate potranno essere successivamente cedute unitamente

¹⁷ L'art. 35 comma 3 prevede la legittimazione alla proposizione di tali azioni contro i membri degli organi amministrativi e di controllo e il direttore generale, contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, contro la società o l'ente che esercita attività di direzione e coordinamento, sentito il comitato di sorveglianza, previa autorizzazione della Banca d'Italia.

agli altri rapporti giuridici pendenti alla nuova banca, la quale potrà avvantaggiarsi dei proventi risultanti per un ulteriore rafforzamento del patrimonio.

La previsione della legittimazione della banca in risoluzione alla promozione delle azioni di responsabilità e revocatorie nell'interesse non solo della società ma anche della massa dei creditori sociali, conferma la natura concorsuale della procedura, come peraltro suffragato anche da diversi altri elementi.

La natura concorsuale risulta infatti dalle modalità con cui vengono attuate le misure della riduzione e della conversione delle passività esistenti. Esse infatti realizzano una distribuzione della perdita tra i creditori *in modo uniforme nei confronti di tutti gli azionisti e i creditori dell'ente appartenenti alla stessa categoria, proporzionalmente al valore nominale dei rispettivi strumenti finanziari o crediti, secondo la gerarchia applicabile in sede concorsuale e tenuto conto delle clausole di subordinazione* (così l'art. 52, comma 2, lett. a), d.lgs. n. 180/2015). Si tratta di una particolare e nuova forma di liquidazione la quale, piuttosto che compiersi attraverso il concorso dei creditori sul ricavato che deriva dalla realizzazione del patrimonio, viene attuata con la partecipazione dei creditori sulla perdita patrimoniale che già si è manifestata e che, sulla base delle previsioni operate nella *valutazione* di cui agli artt. 23 e segg., d.lgs. n. 180/2015, sicuramente verrebbe confermata o addirittura aumentata nel caso in cui si procedesse alla liquidazione dei beni.

La procedura di risoluzione dà luogo, quindi, a una liquidazione non delle attività ma delle passività e si realizza attraverso una distribuzione delle perdite, cosiddetto *burden sharing*, secondo un criterio strettamente concorsuale. Questo è garantito da un lato dal principio della *par condicio creditorum* e dall'altro dal principio del *no worse creditor off* (c.d. NWCO) in quanto, come stabilito dall'articolo 52, comma 2, lett. b), d.lgs. n. 180/2015, le misure di riduzione conversione sono disposte *in misura tale da assicurare che nessun titolare degli strumenti, degli elementi o delle passività ammissibili... riceva un trattamento peggiore rispetto a quello che riceverebbe se dell'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione, secondo la liquidazione coatta*

amministrativa dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura applicabile.

A conferma della natura concorsuale della procedura di risoluzione vanno lette le previsioni dell'art. 36, d.lgs. n. 180/2015, le quali, in relazione alla legittimazione alla proposizione del ricorso per la dichiarazione di insolvenza, nella sostanza: a) parificano i commissari speciali ai commissari liquidatori della liquidazione coatta amministrativa; b) estendono l'applicazione delle disposizioni penali del titolo VI della legge fallimentare alla banca in risoluzione; c) applicano la disciplina degli effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori.

Nel caso in cui alla data di adozione del provvedimento di avvio della risoluzione la banca si trovi in stato di insolvenza, ai commissari speciali, oppure nel caso in cui questi non siano stati nominati al soggetto espressamente designato dalla Banca d'Italia, è riconosciuta la legittimazione a proporre ricorso per la dichiarazione di insolvenza. L'art. 36, comma 1, d.lgs. n. 180/2015, estende infatti alla procedura di risoluzione i principi della liquidazione coatta amministrativa, prevedendo espressamente l'applicazione dell'art. 82 comma 2, del T.U.B..

Una volta dichiarato lo stato di insolvenza gli organi della procedura di risoluzione, i commissari speciali se sono stati nominati, oppure altrimenti un soggetto appositamente designato dalla Banca d'Italia, hanno il compito di esercitare le azioni revocatorie fallimentari. L'articolo 36, comma 3, d.lgs. n. 180/2015, prevede infatti attraverso gli strumenti della legge fallimentare l'esercizio delle azioni revocatorie. I commissari per la ricostituzione del patrimonio possono esercitare le azioni revocatorie ai sensi degli artt. 64, 65, 67 comma 1, 69, 69 bis, della legge fallimentare. I termini per l'esercizio dell'azione decorrono dalla data di avvio della risoluzione (art. 36 comma 3, d.lgs. n. 180/2015).

È significativa l'espressa previsione dell'ultimo comma dell'articolo 36, d.lgs. n. 180/2015, che esclude l'esperibilità delle azioni volte alla revoca dei pagamenti previste dall'articolo 67, comma 2 della legge fallimentare. Corrisponde ad una generale esigenza far sì che sia assicurata la massima continuità nell'attività della banca in quanto se venisse compromessa la certezza dell'efficacia solutoria dei pagamenti verrebbe messa in dubbio la

stessa stabilità ed efficienza del mercato. Tutti gli atti di pagamento effettuati dalle banche, indipendentemente dalla condizione di crisi o di dissesto ed indipendentemente dal fatto che i pagamenti siano avvenuti in tempi immediatamente antecedenti alla procedura di risoluzione, debbono necessariamente mantenere carattere di definitività. Il rischio o il timore di subire la revocatoria dei pagamenti verrebbe infatti a comportare nel pubblico dei depositanti, nella clientela, nei creditori e comunque in tutti i terzi, reazioni che comprometterebbero la continuità della banca, sino a rendere vani tutti i possibili interventi volti alla risoluzione ed al superamento della crisi.

La dichiarazione di insolvenza della banca in risoluzione comporta anche l'applicazione della disciplina penale del fallimento di cui agli artt. 219 e segg. 1. fall.. Emerge però a questo riguardo un'importante particolarità strettamente collegata alla natura di questa procedura che, come abbiamo visto, non risolve il dissesto o l'insolvenza con la liquidazione ma piuttosto con la liberazione del patrimonio dalle passività. Questo comporta che l'insolvenza si manifesta e deve essere presa in considerazione nel momento di avvio della procedura di risoluzione in quanto successivamente essa viene superata, anzi assorbita per effetto della attuazione del *programma di risoluzione*, il cui scopo consiste espressamente nel superamento del dissesto e dell'insolvenza attraverso l'assorbimento delle passività attuato con la riduzione dei crediti.

L'art. 36, comma 3, d.lgs. n. 180/2015, in considerazione di tali peculiarità prescrive l'irrelevanza del superamento dello stato di insolvenza nel corso della procedura, ai fini della configurazione dei reati fallimentari e della punibilità dei comportamenti penalmente sanzionati. Per questo motivo fissa quale presupposto per l'applicazione degli artt. 216 e segg. 1. fall. il manifestarsi e l'accertamento dell'insolvenza con riguardo alla situazione esistente al momento dell'avvio della risoluzione. È così espressamente previsto che tali norme penali fallimentari *trovano applicazione anche quando lo stato di insolvenza è superato per effetto della risoluzione*.

6. *L'ente-ponte e la società veicolo*

Come già detto, l'assorbimento delle perdite, attraverso la riduzione e la conversione, può risultare non sufficiente a consentire il superamento del dissesto. Di qui la necessità di dare contestualmente corso alle misure di risoluzione stabilite dall'art. 39, d.lgs. n. 180/2015. Queste sono alternativamente o cumulativamente applicabili e consistono nella cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo, a un *ente-ponte*, a una società veicolo e nella applicazione del *bail in*.

Abbiamo visto che la Banca d'Italia sulla base della *valutazione* predispose il *programma di risoluzione* e attraverso l'applicazione delle diverse misure, effettua una operazione di scomposizione e ricomposizione delle risorse aziendali. In questo modo l'autorità di risoluzione, utilizzando i beni e rapporti giuridici attivi e passivi del patrimonio del precedente *ente sottoposto a risoluzione*, viene a formare il patrimonio aziendale di un nuovo ente.

Le operazioni di riduzione e conversione effettuate consentono di dotare il nuovo ente di un patrimonio in equilibrio, in modo tale che esso sia idoneo allo svolgimento dell'attività bancaria¹⁸. Una volta assorbite le perdite, le misure di risoluzione previste dall'art. 39, d.lgs. n. 180/2015, offrono le condizioni per la prosecuzione della gestione dell'azienda o delle parti di essa ritenute idonee ad una prosecuzione dell'attività, aprendo la strada, quindi, al superamento del dissesto.

¹⁸ La prima applicazione del d.lgs. n. 180/2015, che si è avuta a pochi giorni dalla sua entrata in vigore, costituisce un rilevante precedente. La Banca d'Italia, con i provvedimenti del 22 novembre 2015, emessi ai sensi dell'art. 32, ha sottoposto le *quattro banche* a risoluzione, ha determinato nello stesso tempo la chiusura della precedente procedura di amministrazione straordinaria ed ha nominato i commissari speciali ed il comitato di sorveglianza della banca in risoluzione.

In questo caso, come si è sopra già accennato, le misure di risoluzione adottate non comprendevano la applicazione del *bail in*, in quanto la legge di delegazione europea 2014, n. 114, all'art. 8 comma 1 lett. b), prevedeva che lo strumento del *bail in* si applicasse dal 1° gennaio 2016. La copertura delle perdite quantificate sulla base della valutazione provvisoria ex art. 25 del d. lgs 180, è stata disposta dalla Banca d'Italia con provvedimento di riduzione delle riserve, delle azioni (*capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare*), e delle obbligazioni subordinate (*riduzione del valore nominale degli elementi di classe 2, computabili nei fondi propri*).

Al fine di realizzare una definitiva separazione e distacco dalle vicende patrimoniali ed anche reputazionali del precedente *ente sottoposto a risoluzione*, l'attività bancaria può essere condotta da un nuovo soggetto¹⁹. La cessione di beni e rapporti giuridici ad un soggetto terzo o ad un *ente-ponte* o a una società veicolo per la gestione delle attività, sono strumenti attraverso i quali si realizza la complessiva ingegneria di risoluzione.

L'*ente-ponte* viene costituito con una funzione meramente strumentale di gestione di beni e rapporti giuridici e di mantenimento della continuità delle funzioni essenziali precedentemente svolte dall'*ente sottoposto a risoluzione*, al fine di consentire la successiva collocazione sul mercato dell'azienda bancaria attraverso la cessione a terzi delle partecipazioni al capitale oppure dei diritti o ancora delle attività e passività trasferite all'*ente-ponte*.

Tale funzione strumentale emerge anche dalle previsioni relative ai requisiti per l'esercizio dell'attività bancaria. Nella cornice dell'*ente-ponte* essa può essere consentita in via provvisoria anche se non sono soddisfatti i requisiti richiesti. Ciò evidentemente al solo scopo di non interrompere la continuità dell'attività bancaria ed evitare quindi ulteriori perdite di valore del patrimonio e pregiudicare la stabilità del sistema.

L'*ente-ponte* viene appositamente costituito²⁰ con nomina degli organi di amministrazione e controllo da parte della Banca d'Italia. L'intera conformazione è di stretta competenza della autorità di risoluzione, la quale redige il testo dello statuto e con apposito provvedimento, ne dispone l'adozione unitamente all'assegnazione ai suoi organi delle strategie e del profilo di rischio.

Lo scopo e i limiti di intervento dell'*ente-ponte* sono quindi scanditi dallo statuto e dal provvedimento e sono necessariamente circoscritti alle finalità di mantenimento del valore e della continuità,

¹⁹ Non a caso allorquando, con decreto legge del 22 novembre 2015 n. 183, sono stati costituiti quattro enti -ponte ai sensi dell'articolo 42 del decreto legislativo 16 novembre 2015 numero 180, la locuzione *nuova* ha contraddistinto la denominazione di tutte e quattro le società per azioni destinatarie dei patrimoni delle *quattro banche*, proprio al fine di assicurare anche sul piano della individuazione della ragione sociale il completo distacco dal precedente ente sottoposto a risoluzione.

²⁰ Nel caso delle *quattro banche* con decreto legge del 22 novembre 2015, n. 183.

particolarmente con riguardo alla salvaguardia dei rapporti con la clientela, al fine di consentire entro un arco di tempo assai circoscritto, la collocazione della banca sul mercato²¹.

Si deve ritenere dunque che all'*ente-ponte* siano consentite azioni e operazioni volte alla conquista di nuovi mercati o all'allargamento dell'attività purché coerenti con il raggio di azione temporale dell'*ente-ponte* stesso. Deve inoltre considerarsi che tali azioni ed iniziative potrebbero risultare non compatibili con la disciplina della concorrenza considerato che il nuovo soggetto bancario temporaneamente condotto dall'*ente-ponte* si potrebbe avvalere rispetto agli altri *competitors*, della posizione di vantaggio raggiunta per effetto della avvenuta applicazione delle misure di risoluzione.

L'*ente-ponte* assolve alla funzione di separare con un secco e deciso iato l'originario *ente sottoposto a risoluzione* dal soggetto destinato al mercato e costituisce l'involucro organizzativo, conformato quale società per azioni, totalmente controllato dalla Banca d'Italia con il quale, successivamente all'applicazione della risoluzione, l'azienda bancaria viene messa nelle condizioni di poter operare nel mercato.

Si tratta di condizioni che il mercato dovrà valutare ed apprezzare. L'azienda potrà così operare attraverso l'intervento di terzi che ne ritengano conveniente l'acquisizione la quale potrà avvenire con l'acquisto delle partecipazioni o con la fusione con soggetti bancari già esistenti oppure mettendo mano ad ulteriori ricapitalizzazioni.

In ogni caso le possibilità che l'azienda bancaria che risulta all'esito della risoluzione e della gestione provvisoria attuata dall'*ente-ponte*, possa continuare ad operare utilmente nel mercato e

²¹ Gli ulteriori elementi della strategia e del profilo di rischio indicati dalla Banca d'Italia sono volti a porre in essere politiche e azioni gestionali e commerciali prudenti e sostenibili; ad adottare iniziative volte ad assicurare continuità alle funzioni essenziali svolte a favore delle comunità locali; a rinsaldare i legami con la clientela e i territori di elezione e per tale via preservare il valore aziendale; a perseguire una prudente crescita dell'attività creditizia, prevalentemente a favore del settore *retail* e delle piccole e medie imprese, sulla base di una adeguata valutazione del merito creditizio attuale e prospettico dei sovvenuti; a favorire il processo di dismissione sul mercato della banca in linea con le indicazioni della autorità di risoluzione; ad applicare rigorose politiche di remunerazione del personale; a rafforzare il senso di appartenenza e identità con la banca delle risorse umane.

nel rispetto dei requisiti prudenziali, dipende strettamente dall'ulteriore consolidamento del patrimonio. Questo potrà essere realizzato sia per l'effetto dell'impegno e dell'investimento che potrà essere attuato da soggetti terzi, sia dall'ingresso di una *governance* completamente nuova e di una altrettanto rinnovata compagine sociale.

Quanto alla società veicolo essa è costituita su disposizione della Banca d'Italia, che nomina gli organi di amministrazione e controllo, definendone le attribuzioni e le remunerazioni²².

La cessione dei beni e dei rapporti giuridici ad essa è sostanzialmente servente rispetto alla cessione ad un terzo, ad un *ente-ponte* o all'applicazione del *bail in*, e conseguentemente l'articolo 39, comma 2, d.lgs. n. 180/2015, prescrive che essa non può essere disposta se non congiuntamente alle altre misure appena citate.

Tale cessione inoltre può essere disposta solo in presenza di particolari presupposti (articolo 46, comma 1, d.lgs. n. 180/2015), riconducibili nella sostanza: a) all'esigenza di agevolare il funzionamento dell'*ente sottoposto a risoluzione* o dell'*ente-ponte*; b) alla massimizzazione dei proventi ricavabili dalla liquidazione; c) ad evitare quegli effetti negativi nei mercati finanziari che si potrebbero verificare con l'applicazione di una procedura concorsuale.

7. Il provvedimento di cessione e potere di cessione

L'espressione cessione di cui agli artt. 39 - 47, d.lgs. 180/2015, comprende nello stesso tempo il trasferimento dei diritti di credito, dei diritti reali o rapporti giuridici attivi e passivi, ma comprende anche il potere della Banca d'Italia di disporre autonomamente ed unilateralmente tali trasferimenti e di conformarne le dimensioni, il contenuto, la portata e tutte le modalità e financo gli effetti.

Il trasferimento è dunque l'atto dispositivo della autorità di risoluzione con cui si realizza la separazione e il definitivo distacco di quelle parti del patrimonio – vale a dire dei beni e dei rapporti giuridici attivi e passivi - destinate a trovare continuità nel mercato

²² Il capitale dell'ente-ponte, come pure della società veicolo, è interamente o parzialmente detenuto dal fondo di risoluzione o da autorità pubbliche (art. 47, comma 2, d. lgs. 180/2015).

rispetto a quelle parti che hanno subito la riduzione o che comunque non sono suscettibili di ulteriore continuità.

Il trasferimento di beni e diritti non discende dalle volontà negoziali del cedente e del cessionario, che la legge stessa stabilisce che non siano richieste. L'articolo 47, comma 2, d.lgs. n. 180/2015, prevede espressamente che le cessioni non richiedono il consenso di soggetti diversi dal cessionario. Il trasferimento è il frutto del solo esercizio di un potere riconosciuto alla Banca d'Italia di disporre di tutte le risorse che dopo l'assorbimento delle perdite, risultino nel patrimonio dell'originario *ente sottoposto a risoluzione*. Essa ne dispone mediante un atto di attribuzione patrimoniale, definito *provvedimento di cessione*, ad un soggetto terzo o all'*ente-ponte*. Si tratta quindi di un trasferimento di beni e rapporti giuridici che viene realizzato per effetto dell'esercizio di un potere di cessione *sui generis*, di diritto speciale.

L'articolo 39, d.lgs. 180/2015, nello stabilire le diverse misure di risoluzione, determina le modalità che devono essere rispettate e le finalità che devono essere perseguite dall'autorità di risoluzione nell'esercitare il potere di cessione. A seconda del soggetto destinatario della cessione, il trasferimento di beni rapporti giuridici, che viene realizzato con la cessione, risulta di volta in volta espressione di una operazione sostanzialmente diversa.

Se il destinatario della cessione è un soggetto terzo, le azioni, le partecipazioni, tutti i diritti, le attività e le passività vengono scambiate contro un corrispettivo che il terzo potrà corrispondere ai titolari delle azioni o partecipazioni oppure all'*ente sottoposto a risoluzione*. Se invece il destinatario è l'*ente-ponte*, l'oggetto della cessione è il medesimo ma a differenza del caso precedente, non viene prevista la corresponsione di un corrispettivo, trattandosi di una successione nei diritti e nelle attività o nelle passività che non ha carattere di collocazione sul mercato ma piuttosto di trasferimento del tutto transitorio, propedeutico ad una collocazione futura dell'azienda bancaria. Se infine destinatario della cessione è una società veicolo per la gestione delle attività, la cessione è relativa soltanto a quei beni e rapporti giuridici che è opportuno staccare dalla più ampia cessione effettuata ad un terzo o all'*ente-ponte*, al fine di massimizzare il valore oppure al fine di consentirne la liquidazione assieme alla stessa società veicolo.

La cessione riveste caratteri del tutto speciali anche riguardo agli effetti. Sulla base di quanto stabilito all'art. 47, d.lgs. n. 180/2015, la pubblicazione nel sito internet di Banca d'Italia ha efficacia di pubblicità notizia, dichiarativa e costitutiva ivi compresi l'efficacia di cui agli artt. 1264, 2022, 2355, 2470, 2525, 2556 del codice civile²³. Il trasferimento dei beni e dei diritti è indenne dalle eccezioni del contraente ceduto, questo può opporre al cessionario tutte le eccezioni derivanti dal contratto ma non quelle fondate su altro rapporto col cedente (art. 47, comma 4), e comporta a favore del cedente anche in deroga agli artt. 1273, 2112, 2558, 2560, effetti liberatori dagli obblighi di adempimento (art. 47, comma 5).

La cessione sul piano sostanziale ha poi effetti di separazione patrimoniale, in quanto gli azionisti ed i creditori dell'*ente sottoposto a risoluzione*, come pure i terzi i cui diritti, attività o passività non sono oggetto di cessione, subiscono l'estinzione di qualsiasi pretesa sui diritti, sulle attività e passività oggetto della cessione, come pure nei confronti degli organi di amministrazione e controllo o dell'alta dirigenza del cessionario (art. 47, comma 7, d.lgs. n. 180/2015)²⁴.

8. *Il bail in*

L'applicazione della misura del *bail in* di cui all'art 48, comma 1, lett. a), d. lgs 180/2015, può risultare risolutiva quando l'assorbimento delle perdite costituisce misura sufficiente a prospettare il risanamento

²³ La Banca d'Italia sulla base del potere ad essa riconosciuto di determinare la decorrenza dei provvedimenti di avvio della risoluzione (l'art. 32, comma 2, d. lgs. 180/2015) costruisce una opportuna sequenza temporale dei diversi provvedimenti. Ciò al fine di soddisfare nello stesso tempo l'esigenza di contemporanea applicazione delle diverse misure (richiesta per l'efficacia dell'intervento e la stabilità del sistema) e l'esigenza di consequenzialità giuridica dei diversi passaggi. Nella risoluzione delle *quattro banche* la decorrenza dell'avvio della risoluzione è stato fissato alle ore 22 del 22 novembre; la nomina degli organi della risoluzione nello stesso momento; la cessione dell'azienda bancaria dall'ente in risoluzione all'ente-ponte alle ore 00,01 del giorno di costituzione dell'ente-ponte, la cui costituzione decorreva dalle ore 00.00 del 23 novembre 2015. Da quanto descritto può ricavarsi l'unitarietà del provvedimento ma anche la necessità di una scansione temporale che dia conto e giustificazione della consequenzialità dei diversi passaggi.

²⁴ Agli azionisti e creditori è riconosciuta la tutela secondo il principio del *no worse creditor off* NWCO di cui all'art 87, d. lgs. 180/2015.

della banca sottoposta a risoluzione. In questo caso l'obiettivo del risanamento viene raggiunto nel momento in cui l'assorbimento delle perdite consente di ripristinare il patrimonio del soggetto sottoposto a risoluzione nella misura necessaria al rispetto dei requisiti prudenziali e idonea a ristabilire la fiducia del mercato²⁵.

La riduzione del valore delle passività cedute o la conversione delle passività in capitale, realizzate attraverso il *bail in* è anche funzionale alla creazione delle condizioni per gli ulteriori interventi previsti dall'art. 48, comma 1, lett. b), d.lgs. n. 180/2015. Questi potranno essere realizzati da parte di coloro che saranno i destinatari finali della cessione, vale a dire i soggetti di cui all'articolo 39, d.lgs. n. 180/2015.

Sulla base della *valutazione*, effettuata ai sensi degli articoli 23 e seguenti, d.lgs. n. 180/2015, l'importo del *bail in* deve essere tale da consentire almeno per un anno il rispetto dei requisiti prudenziali ed idoneo a ristabilire nel mercato una fiducia sufficiente nei confronti dell'*ente sottoposto a risoluzione* (art. 51, comma 1, lett. a), d.lgs. 180/2015). Inoltre deve essere tenuto conto dell'eventuale contributo del fondo di risoluzione (art. 51, comma 1, lett. c), d.lgs. 180/2015). Nel caso in cui venga applicata anche la misura della cessione ad una società veicolo delle attività, deve anche essere effettuata una prudente stima del fabbisogno di capitale della stessa società veicolo (art. 51, comma 1, lett. b), d.lgs. 180/2015).

²⁵ Nella prima applicazione della procedura di risoluzione sulle *quattro banche*, nonostante l'avvenuta riduzione delle riserve, azioni e obbligazioni subordinate, la cessione dei beni e rapporti giuridici della banca sottoposta a risoluzione presentava un deficit di cessione particolarmente elevato che, in ogni caso, non avrebbe potuto essere risolto con un ulteriore assorbimento delle passività. L' applicazione del *bail in* avrebbe consentito una più ampia distribuzione della perdita sugli obbligazionisti senior e sugli altri creditori ma, al tempo, questa misura non era ancora applicabile. La copertura di tale deficit, per il quale l'ente in risoluzione era debitore verso l'ente-ponte, è stata quindi realizzata con somme versate all'ente-ponte direttamente dal fondo di risoluzione, a sua volta istituito presso la banca d'Italia ai sensi dell'art. 79, comma 1, lett. d), d.lgs. n. 180/2015. Il fondo, a sua volta, è stato surrogato nel corrispondente credito dell'ente-ponte nei confronti della banca in risoluzione. Quest'ultima pertanto non disponendo più di alcun attivo per effetto dell'avvenuto provvedimento di cessione dei beni e dei rapporti giuridici attivi e passivi all'ente-ponte e risultando gravata solo da passività (oltre che per il debito verso il Fondo di risoluzione anche per obbligazioni subordinate non suscettibili di essere ridotte e non cedute all'ente-ponte), ha rinunciato all' autorizzazione bancaria ed è stata posta in liquidazione coatta amministrativa.

L'assorbimento delle perdite attraverso il *bail in* avviene nell'ordine progressivamente correlato al diverso grado di rischiosità della posizione creditoria, sulla base di quanto indicato dall'art. 52, d.lgs. 180/2015. Fino alla concorrenza delle perdite può essere disposta la riduzione delle riserve, delle azioni ordinarie, degli strumenti ibridi, delle obbligazioni subordinate, delle obbligazioni non subordinate (*senior*), dei depositi²⁶.

Sono escluse dall'applicazione del *bail in* le passività indicate nell'art. 49, comma 1, d.lgs. n. 180/2015 (depositi protetti, passività garantite, disponibilità detenute in regime di separazione patrimoniale, ecc.).

Inoltre possono essere escluse ulteriori e diverse passività (art. 49, comma 2, d.lgs. n. 180/2015) al fine di preservare la continuità dell'*ente sottoposto a risoluzione*, di evitare il contagio e gravi ricadute sull'economia del paese, di evitare perdite di valore maggiori di quelli conseguenti al *bail in*. Tale esclusione deve soddisfare uno specifico scrutinio avendo riguardo ai presupposti elencati al comma 3 dell'art. 49, oltre che al processo di autorizzazione di cui al comma 4.

²⁶ L'articolo 96 *bis.1*, del T.U.B. aggiornato dal decreto legislativo 16 novembre 2015 e dal successivo decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 30, nel disciplinare i sistemi di garanzia dei depositanti, stabilisce che sono ammissibili al rimborso i crediti relativi ai fondi acquisiti dalla banca con obbligo di restituzione sotto forma di depositi o sotto altra forma (conti correnti, conti di deposito nominativi, depositi di risparmio nominativi), gli assegni circolari e gli altri titoli di credito ad essi assimilabili, sino all'ammontare di € 100.000 per ciascun depositante. Il limite appena indicato non si applica, ai sensi del comma 4 dell'articolo 96 *bis. 1*, nei nove mesi successivi al loro accredito ai depositi di persone fisiche aventi ad oggetto importi derivanti da: a) operazioni relative a corrispettivi derivanti dal trasferimento o dalla costituzione di diritti reali su unità immobiliari adibite ad abitazione; b) divorzio, pensionamento, scioglimento di rapporto di lavoro, invalidità o morte; c) pagamento di prestazioni assicurative, risarcimenti, indennizzi per danni da reato contro la persona o per ingiusta detenzione. Ai fini del calcolo del limite di rimborso di euro 100.000 viene altresì specificato al comma 5 che: a) il conto intestato ad un ente senza personalità giuridica viene inteso come unico deposito indipendentemente dal fatto che una pluralità di soggetti partecipi all'ente come socio o come associato; b) nel caso di cointestazione del conto a ciascuno dei cointestatori viene riconosciuto il pieno indennizzo nel rispetto dei limiti della propria quota e fino alla concorrenza di euro 100.000 per ciascuno dei cointestatori; c) le somme che costituiscono oggetto di deposito rimborsabile debbono essere calcolate al netto della compensazione di eventuali debiti del depositante esigibili al momento degli effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

Alla copertura delle passività può concorrere anche il fondo di risoluzione ai sensi del comma 5 e 6 dell'articolo citato sempre ed in quanto gli azionisti ed i creditori abbiano contribuito al ripianamento delle perdite in misura pari ad almeno l'8% delle passività totali e il contributo del fondo di risoluzione non superi il 5% delle stesse passività totali.

Va considerato che uno dei pilastri della *BRRD* e del d.lgs. 180/2015 è l'assunto che il *bail in* può operare ed avere efficacia a condizione che le banche siano dotate di un livello di passività suscettibili di essere soggette al *bail in* adeguato rispetto alle esigenze di assorbimento che le situazioni di crisi o di dissesto possono rendere necessarie. A tal fine viene previsto uno specifico obbligo di dotazione di passività idonee ad essere assoggettate al *bail in*²⁷.

Spetta alla Banca d'Italia, secondo quanto previsto dall'art. 50, d.lgs. 180/2015, il compito di fissare per ciascuna banca il requisito minimo di passività soggette al *bail in*. Esso viene determinato nella misura necessaria a far sì che il soggetto abbia risorse sufficienti (vale a dire passività soggette al *bail in*: passività *eligible* o *bail in able*) affinché l'eventuale avvio di una procedura di risoluzione possa consentire il raggiungimento degli obiettivi di risoluzione già descritti all'articolo 21, d.lgs. n. 180/2015. Tali condizioni si realizzano laddove: a) le passività siano sufficienti ad assorbire le perdite e assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali e di capitale previsti per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria; b) le passività siano adeguate al profilo di rischio della banca; c) le passività siano idonee a fronteggiare le eventuali ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria che potrebbero derivare dal dissesto della banca anche per effetto del contagio di altri enti.

²⁷ In esecuzione della direttiva 2014/59/EU, l'EBA nel documento 3 luglio 2015 (*MREL*) ha pubblicato *standard* tecnici sul requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, *eligible liabilities*, e norme tecniche sul riconoscimento contrattuale del *bail in*. Si ritiene infatti che *in the future, shareholders and creditors will have to internalise the burden of bank failure, minimising moral hazard and risks to taxpayers*, e tali requisiti sono necessari *to avoid institutions structuring their liabilities in a way that impedes the effectiveness of the bail-in or other resolution tools, and to avoid the risk of contagion or a bank run, the Directive requires that institutions meet at all times a robust minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL)*.

9. *Il burden sharing: partecipazione dei creditori all'assorbimento delle passività*

Dal complesso della disciplina introdotta con il decreto 180 /2016 e dalla natura delle misure di risoluzione emerge che le modalità attraverso le quali vengono affrontate, regolate e risolte le situazioni di crisi, quali quelle di incapienza patrimoniale e di insolvenza, risultano diverse e possono apparire addirittura opposte rispetto a quelle con le quali nella tradizione di diritto civile e fallimentare viene regolata la responsabilità del debitore.

Le procedure esecutive individuali e concorsuali sono gli strumenti con cui viene realizzata la soddisfazione del credito, la quale in caso di insolvenza avviene parzialmente e nella misura della percentuale che deriva dal concorso dei creditori, salvo incrementi dell'attivo conseguenti all'utile esercizio di revocatorie e azioni di responsabilità oppure ad esiti particolarmente positivi della liquidazione.

La perdita e la determinazione dell'ammontare della perdita che derivano dalla crisi del debitore e dalla sua insolvenza si determinano nel diritto comune con il riparto di quanto ricavato dalla liquidazione del patrimonio. La regola della responsabilità patrimoniale, secondo cui il debitore risponde delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri (art. 2740 c.c.) viene attuata attraverso la conversione in moneta corrente di tutti gli elementi che compongono il patrimonio. La *Versielberung* del patrimonio consente infatti di trasformare beni materiali o immateriali nell'equivalente costituito dalla liquidità monetaria destinata a risarcire i creditori per l'inadempimento da essi subito, in misura proporzionale ai rispettivi crediti, attraverso l'assegnazione delle somme effettuate nel rispetto ed in attuazione del principio del concorso.

Secondo il sistema di tradizione romanistica, che tuttora informa la generalità degli ordinamenti giuridici, la garanzia patrimoniale viene realizzata con lo scioglimento totale del patrimonio nel suo valore complessivo e funzionale alla ripartizione tra i creditori concorrenti. Conseguentemente, in caso di insufficienza del patrimonio del debitore, la perdita per i creditori è costituita da quella complessiva parte dei crediti, che la conversione del patrimonio in moneta corrente non è stata in grado di coprire o, se si vuole usare una espressione del nuovo sistema della risoluzione, di assorbire.

In conclusione, la perdita subita dai creditori per incapienza del patrimonio sotto un profilo strettamente funzionale, non può che recare con sé il venir meno del patrimonio, il quale, attraverso la trasformazione in valori monetari distribuiti ai creditori, cessa definitivamente la sua esistenza.

Questo sistema di principi e di regole, secondo la nuova disciplina europea, viene ritenuto oggi non più compatibile con la natura della banca e le esigenze della stabilità del mercato. La distruzione di valore che può discendere dalla liquidazione è superiore all' utilità che può derivare ai creditori dal riparto del ricavato dalla liquidazione del patrimonio, il cui ammontare potrebbe risultare del tutto esiguo o addirittura essere pressoché assente e comunque essere distribuito con le modalità e con i tempi non brevi della liquidazione concorsuale.

L'attività bancaria consiste in una articolatissima serie di rapporti attivi e passivi che possono essere realizzati e gestiti solo in presenza di continuità. In mancanza, gli effetti pregiudizievoli ricadono non solo sui creditori (depositanti, obbligazionisti, rapporti interbancari, ecc.), ma anche sui debitori della banca destinatari dei diversi impieghi (affidamenti, impegni in servizi di riscossione, di presentazione, di operazioni autoliquidanti, ecc.). Le conseguenze della liquidazione comportano un effetto domino sul territorio, vengono a contagiare altri operatori bancari ed altri operatori economici, determinano una caduta dell'affidabilità del sistema non facilmente recuperabile, possono condurre a pericolose crisi sistemiche nazionali o addirittura nell'area dell'Unione.

In tale contesto la risoluzione prevista dal decreto 180/2016 è una operazione di ingegneria giuridica e contabile che deve essere attuata con adeguata perizia. Debbono essere utilizzati all'occorrenza tutti gli strumenti previsti, secondo criteri di contestualità e coordinamento, affinché dalla contemporanea e complessiva applicazione delle diverse misure possa essere raggiunto il risultato del superamento o comunque la soluzione al dissesto²⁸.

Posto che il deficit patrimoniale misura le dimensioni dell'intervento di ricapitalizzazione e di patrimonializzazione e che le passività che gravano sul patrimonio segnano l'entità del dissesto, la procedura di risoluzione interviene sulle passività e ne determina la

²⁸ Vedi nota 23.

riduzione nella misura necessaria per assicurare la continuazione della attività bancaria.

Con la procedura di risoluzione vengono così distribuite le perdite sugli azionisti ed i creditori della banca. La condizione essenziale è che questi ultimi con la liquidazione concorsuale del patrimonio avrebbero in realtà subito analogo o maggiore pregiudizio. Se la banca fosse stata liquidata, essi avrebbero cioè sopportato almeno la stessa perdita, in quanto le azioni sarebbero state integralmente svalutate e, per l'incapienza dell'attivo, i crediti azzerati non sarebbero stati soddisfatti.

L'anticipazione degli effetti dell'incapienza dell'attivo, sulla base di una valutazione prospettica di quelli che sarebbero gli esiti per i creditori e per gli azionisti di una liquidazione del patrimonio attraverso le classiche procedure concorsuali, comporta l'anticipazione del concorso dei creditori alle perdite al momento della apertura della procedura di risoluzione.

Quella *Verlustgemeinschaft* - comunità della perdita - cui partecipano tutti i creditori dell'insolvente, piuttosto che essere determinata dagli esiti della liquidazione, viene costruita *ex ante* dalla procedura di risoluzione attraverso l'immediata cancellazione dei diritti degli azionisti e dei creditori, nella misura necessaria al superamento del dissesto e comunque in misura non superiore alla perdita che questi avrebbero subito per effetto della liquidazione.

Come è stato osservato “il principio di fondo della risoluzione è che il trattamento degli azionisti e creditori “simula” il trattamento che ad essi spetterebbe ove al momento dell'avvio della risoluzione si applicasse la procedura concorsuale della liquidazione coatta amministrativa o analoga²⁹“. È questa una similitudine che riassume e fa emergere l'aspetto più innovativo della nuova procedura di crisi, che distribuisce la perdita in una fase temporale anticipata rispetto a quella in cui il patrimonio sarebbe stato liquidato.

L'immediata e tempestiva distribuzione delle perdite tra i creditori costituisce il principio ordinante sulla base del quale la procedura di risoluzione realizza il superamento della situazione di dissesto, in

²⁹ Così S. Fortunato nella relazione *Misure di risoluzione e liquidazione*, del Seminario FIDT tenuto a Roma il 22 gennaio 2016, *La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'Unione Bancaria Europea*.

quanto l'attribuzione dell'onere delle perdite, *burden sharing*, agli azionisti e ai creditori costituisce la leva con la quale vengano adottate e possano avere efficacia le diverse misure di risoluzione.

Attraverso tali norme si consente di emancipare la procedura di crisi dalla necessità di onerosi interventi esterni e di affrancare il dissesto dall'obbligo di porre in essere la liquidazione della banca, aprendo piuttosto alla possibilità di realizzare nello stesso tempo, il governo, la limitazione ed il contenimento delle stesse perdite.

10. *No creditor worse off, NCWO*

Come già anticipato la correttezza del procedimento di assorbimento delle passività e di distribuzione delle perdite sui creditori è garantita dalla previsione del principio cardine definito nel *jargon* quale *no creditor worse off*, (NCWO), affermato diffusamente nel decreto 180/2015.

Il principio è stabilito dall'art. 52, comma 2, lett. b, d.lgs. n. 180/2015, il quale in materia di procedura di *bail in* delinea le regole per il trattamento degli azionisti e dei creditori. Lo stesso è confermato nel titolo VI, *Salvaguardie e tutela giurisdizionale*, all'art. 87, comma 1, d.lgs. 180/2015, ove si afferma che in caso di applicazione del *bail in*, gli azionisti e i creditori, i cui crediti siano stati ridotti o convertiti, non possono subire perdite maggiori di quelle che avrebbero subito se l'*ente sottoposto a risoluzione* fosse stato liquidato nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione.

Lo stesso art. 87, comma 2, d.lgs. n. 180/2015, prevede l'estensione dello stesso principio all'ipotesi in cui sia stata effettuata la cessione parziale dei diritti, attività o passività dell'*ente sottoposto a risoluzione*, stabilendo in questo caso che gli azionisti ed i creditori che non sono stati ceduti non debbano subire un trattamento peggiore di quello che avrebbero ottenuto se l'ente fosse stato liquidato.

La *valutazione*³⁰ che, come già descritto, deve precedere e che costituisce il presupposto per l'avvio della risoluzione o la riduzione o conversione di azioni di altre partecipazioni o strumenti di capitale

³⁰ Di cui si riferito diffusamente al par. 4.

(art. 23, d.lgs. 130/2015), fornisce all'autorità di risoluzione diversi elementi idonei a giustificare i predetti interventi.

Gli stessi sono ricavabili dalle disposizioni contenute all'art. 24, comma 1, d.lgs. 180/2015 ed, in coerenza con la natura e finalità della procedura, consistono: 1) nella determinazione quantitativa dell'entità della riduzione e conversione necessaria a coprire le perdite per assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali e conseguentemente; 2) nella identificazione delle diverse categorie di azionisti e creditori sui quali, in conformità con il rispettivo ordine di priorità applicabili in sede concorsuale, ricade il peso delle perdite; 3) nella stima del trattamento che ciascuna categoria di azionisti e creditori riceverebbe se l'ente, piuttosto che essere sottoposto a risoluzione fosse sottoposto a liquidazione coatta amministrativa.

Quindi la Banca d'Italia quale autorità di risoluzione in sede di *valutazione* deve effettuare un preliminare apprezzamento del principio di *no creditor worse off* (NCWO). A tal fine debbono essere prese in considerazione alcune ipotesi, tra le quali: la durata della procedura di liquidazione coatta amministrativa che viene stimata in dieci anni, con una realizzazione degli attivi con operazioni di cessioni in blocco nei primi due anni; la stima dello scenario liquidatorio delle immobilizzazioni immateriali, delle attività fiscali, delle partecipazioni, delle immobilizzazioni materiali, dei crediti opportunamente svalutati a seconda che si tratti di crediti *in bonis*, in sofferenza o deteriorati, apportando quindi le dovute svalutazioni. Devono essere inoltre stimati i costi della procedura di liquidazione tra i quali quelli derivanti dall'interruzione anticipata dei rapporti di lavoro in relazione alle risorse impiegate, nonché dei costi per spese legali connesse al possibile contenzioso anche riferito alla formazione dello stato passivo.

I valori del presumibile realizzo degli attivi al netto dei costi della procedura di liquidazione devono essere quindi rapportati al fabbisogno espresso dalla complessiva esposizione debitoria della banca, con una stima articolata in relazione alle differenti categorie di creditori sociali, nel rispetto dell'ordine di soddisfazione stabilito dalla legge in sede concorsuale, in modo tale da valutare l'avvenuto rispetto del criterio del NCWO.

Poiché come si è analizzato il processo di distribuzione della perdita avviene, sulla base di stime previsionali, la disciplina del

d.lgs.180/2015 prevede opportunamente un importante momento di verifica dei presupposti delle azioni di risoluzione e dei suoi effetti sui soggetti coinvolti attraverso una ulteriore stima effettuata da un esperto indipendente, appositamente incaricato dalla Banca d'Italia (art. 88, d.lgs. n. 180/2015). La *valutazione della differenza di trattamento* deve determinare il trattamento che azionisti e creditori, e se del caso anche il sistema di garanzia dei depositanti, avrebbero ricevuto se l'ente fosse stato sottoposto a liquidazione coatta amministrativa e quindi accertare l'eventuale differenza di trattamento che essi hanno ricevuto per effetto delle azioni di risoluzione.

Di conseguenza l'art. 89, d.lgs. n. 180/2015, stabilisce un principio volto a mitigare *ex post* le conseguenze subite dagli azionisti e dai creditori per effetto dell'azione di riduzione e riconosce loro, laddove avessero subito perdite maggiori di quelle che essi avrebbero sopportato in caso di liquidazione coatta amministrativa, il diritto di ricevere a titolo di indennizzo una somma equivalente alla differenza determinata sulla base della *valutazione della differenza di trattamento*.

Tale diritto è correttamente definito con riferimento alla figura dell'indennizzo e non del risarcimento del danno, in quanto non ha la funzione di reintegrare un danno contrattuale o extracontrattuale, né di porre rimedio alla violazione di un diritto assoluto o relativo, né tantomeno di rimediare ad un fattispecie di indebito bensì piuttosto ha la funzione di riconoscere una somma a titolo di rettifica dei conteggi di stima precedentemente applicati e successivamente aggiornati.

Il principio di diritto dal quale si muove la previsione dell'indennizzo previsto dall'art. 89, d.lgs.180/2015, è nella sostanza il medesimo che regola la rettifica del contratto di cui all'art. 1430 c.c.. Va osservato che mentre in quest'ultima fattispecie le obbligazioni che discendono dalla rettifica del contratto ricadono sui contraenti che si sono avvantaggiati dell'errore di calcolo, secondo una logica che ripercorre la *ratio* dell'indebito, nel caso dell'indennizzo previsto dall'art. 89, l'onere della corresponsione dell'indennizzo stesso non può certamente ricadere sull'*ente-ponte* cessionario dell'azienda bancaria o comunque sul patrimonio oggetto della cessione. I patrimoni di questi ultimi sono infatti estranei tanto ai procedimenti di conversione e riduzione a suo tempo realizzati dall'autorità di risoluzione, quanto all'atto di cessione a suo tempo

attuato dalla stessa. Conseguentemente il comma 2 dell'art. 89, pone tale indennizzo a carico del fondo di risoluzione. Quest'ultimo sulla base dei nuovi dati potrebbe a sua volta ridimensionare l'entità del suo intervento, compensando quindi l'onere dell'erogazione di tali indennizzi.

11. *Salvaguardie e tutela giurisdizionale*

La tutela giurisdizionale contro gli atti relativi alla misure di gestione della crisi spetta, secondo quanto stabilito all'art. 95, d.lgs.180/2015, al giudice amministrativo ed alle controversie aventi ad oggetto i provvedimenti adottati ai sensi del d.lgs. n. 180/2015, si applicano gli artt. 119, 128, 133, 135 del Codice del processo amministrativo.

L'esigenza di assicurare rapidità, certezza ed effettività alle procedure di risoluzione, viene garantita dalla significativa e sostanzialmente assorbente limitazione delle possibilità di sospensione del provvedimento da parte del giudice amministrativo. Infatti l'art. 95, comma 2, d.lgs.180/2015, stabilisce una generale presunzione di contrarietà all'interesse pubblico della sospensione dei provvedimenti della Banca d'Italia o del Ministero dell'Economia, che potrebbe essere vinta (trattandosi almeno astrattamente di una presunzione semplice), solo con una prova contraria la quale in realtà appare assai difficilmente ipotizzabile e dimostrabile, considerato che l'intera procedura di risoluzione assolve e realizza un interesse pubblico alla stabilità ed alla tutela, anche costituzionalmente garantita, del risparmio (art. 47 cost.).³¹

L'attuazione della procedura di risoluzione si articola in atti dell'autorità di risoluzione. Questi a loro volta sono accompagnati da diversi atti di autonomia privata che vengono realizzati con

³¹ La necessità di contemperare le esigenze della tutela cautelare con l'interesse ad evitare il pregiudizio che inevitabilmente si accompagna alla sospensione dell'efficacia degli atti, dei contratti e dei procedimenti è ormai emersa anche in altri importanti settori dell'ordinamento, quale quello disciplinato dal codice degli appalti che all'art. 204 ha previsto la modificazione dell'art. 120 del codice del processo amministrativo, prevedendo che *nella decisione cautelare il giudice tiene conto...delle esigenze imperative connesse ad un interesse generale all'esecuzione del contratto, dandone conto nella motivazione.*

l'intervento attivo di altri operatori, destinatari diretti o indiretti delle misure di cessione di cui all'art. 39, d.lgs.180/2015. Di qui la necessità della previsione di principi che possano assicurare la definitività delle misure adottate nella procedura.

L'esito della procedura dipende infatti dall'affidamento che i terzi potranno avere circa l'incontestabilità e l'incontrovertibilità delle diverse misure di risoluzione adottate. Essa viene assicurata dalla previsione del comma 2 dell'art. 95, d.lgs.180/2015, secondo cui l'eventuale annullamento dei provvedimenti relativi alle misure di gestione della crisi lascia impregiudicati sia gli atti amministrativi adottati, sia i negozi posti in essere dalla Banca d'Italia o dai commissari, sulla base dei provvedimenti annullati.

Questo risultato viene raggiunto con l'attribuzione al giudice amministrativo del compito di accompagnare la decisione sulla legittimità dell'atto impugnato con la valutazione della necessità di tutelare gli interessi dei terzi in buona fede che hanno acquistato azioni, partecipazioni, diritti, attività e passività di un *ente sottoposto a risoluzione* a seguito del ricorso agli strumenti di risoluzione o all'esercizio dei poteri di risoluzione (art. 95 comma 3, d.lgs.180/2015). Quando il giudice ravvisi la necessità di tutelare i predetti interessi, l'annullamento del provvedimento che venisse pronunciato lascia impregiudicati gli atti amministrativi adottati e i negozi posti in essere dalla Banca d'Italia o dai commissari speciali sulla base del provvedimento annullato³².

La tutela giurisdizionale avanti al giudice amministrativo viene quindi compenetrata con le esigenze di definitività e incontestabilità della risoluzione. L'annullamento se pronunciato non comporta la rimozione degli atti impugnati ma mantiene una funzione si potrebbe dire figurativa e dà luogo piuttosto ad una tutela per equivalente, vale

³² La salvezza degli atti legalmente compiuti dagli organi della procedura è prevista nel diritto fallimentare in caso di revoca del fallimento (art. 18 comma 15, l. fall). V. anche l'art. 121, comma 2, del codice del processo amministrativo che prevede il mantenimento del contratto stipulato in presenza di violazioni del procedimento (previste al comma 1 dell'art. 121) *qualora venga accertato che il rispetto di esigenze imperative connesse ad un interesse generale imponga che i suoi effetti siano mantenuti*, precisando che tra di esse rientrano *quelle imprescindibili di carattere tecnico o di altro tipo, tali da rendere evidente che i residui obblighi contrattuali possano essere rispettati solo dall'esecutore attuale*.

a dire in forma risarcitoria. L'ammissibilità di quest'ultima dipenderà naturalmente dalla sussistenza dei presupposti richiesti dal diritto comune sotto il profilo della prova del danno, sia nelle sue componenti che nel rapporto di causalità.

Sempre al fine di consentire all'autorità di risoluzione di realizzare e portare a termine gli obiettivi della risoluzione l'ultimo comma dell'art. 95, d.lgs.180/2015, prevede che il giudice su istanza della Banca d'Italia (soggetto terzo che non è parte del processo) disponga la sospensione del giudizio in corso per un periodo che l'autorità di risoluzione stimi congruo al perseguimento degli obiettivi di cui all'art. 21, d.lgs.180/2015.

Sulla base di questa previsione, su istanza della Banca d'Italia, possono essere raggiunti risultati assimilabili non solo alla moratoria conosciuta nel concordato per i procedimenti esecutivi, ma anche a quelli che si verificano con l'interruzione (in questo caso sospensione) dei giudizi conseguente all'apertura della procedura concorsuale.

Attraverso la cristallizzazione dei rapporti processuali in corso, può venire escluso il rischio che, per effetto della prosecuzione dei giudizi, vengano emessi provvedimenti o anche soltanto maturino giudizi che possano modificare elementi del patrimonio e quindi compromettere sul piano funzionale o dei valori, l'efficienza o l'efficacia delle misure in corso di applicazione nel procedimento di risoluzione. La sospensione del giudizio consente all'autorità di risoluzione di disporre del rapporto oggetto del giudizio in corso secondo le modalità ritenute opportune a conseguire gli obiettivi della risoluzione.

Si tratta di una ulteriore manifestazione degli speciali *poteri accessori* attribuiti dall'art. 61, d.lgs.180/2015, alla Banca d'Italia al fine di rimuovere ogni possibile ostacolo all'utilizzazione delle risorse che provengono dall'*ente sottoposto a risoluzione* per la migliore e più efficiente e rapida costruzione del patrimonio della nuova azienda bancaria. Sulla base di quanto previsto dal citato art. 61 l'autorità di risoluzione può infatti disporre che gli strumenti finanziari, i diritti, le attività e le passività siano acquistati liberi da ogni peso ed onere, può disporre l'estinzione di ogni diritto di opzione in relazione alle azioni ed alle partecipazioni, può disporre la esclusione o la sospensione delle negoziazioni e quotazioni degli strumenti finanziari, può disporre il subentro del cessionario nei diritti ed obblighi dell'*ente*

sottoposto a risoluzione con esclusione dei diritti ed obblighi del cedente, e nei rapporti processuali anche in deroga ai generali principi dell'art. 111 cpc sulla successione nel diritto controverso³³.

12. Conclusioni

Nei paragrafi precedenti sono state rappresentate le principali innovazioni introdotte in Italia con il recepimento delle *BRRD* per la risoluzione delle crisi bancarie.

E' stato illustrato il carattere di assoluta novità rispetto ai tradizionali strumenti conosciuti nel nostro sistema per la gestione della crisi e dell'insolvenza anche con riguardo alla sfera della tutela giurisdizionale.

La prima applicazione anche se riferita a quattro banche italiane di dimensione contenuta, e dunque meno suscettibili di creare effetti sistemici, ha provocato significativi effetti nella percezione dei rischi del sistema bancario da parte dell'opinione pubblica e dei risparmiatori.

E' attualmente in corso un intenso dibattito tra autorità europee ed italiane, esponenti della dottrina ed operatori circa i principi cui l'applicazione delle nuove regole deve ispirarsi.

Per alcuni "uno strumento – il *bail in* – pensato per ridurre l'impatto di una crisi non deve creare le premesse per renderne una più facile".³⁴ Nello stesso tempo si ribadisce che "non ci sono eccezioni al *bail in*, a seconda delle circostanze, le autorità possono decidere di applicarlo su strumenti diversi, ma coprire almeno l'8 % degli attivi"³⁵.

³³ L'incidenza della *resolution* sui diritti patrimoniali e sulla loro tutela ha suscitato alcune primi interventi sul tema della compatibilità con le regole e i principi costituzionali: v. G. Guizzi, *Il bail in nel nuovo sistema delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna ?*, in *Corriere giuridico*, pag. 1485, 2015; L. Di Brina, *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, in www.firstonline.it ; e sulla irreversibilità della nuova disciplina v. G. Santoni, op. cit..

³⁴Così I. Visco in un intervento al Workshop sulla stabilità del sistema bancario presso l'Istituto Universitario Europeo il 5 maggio 2016.

³⁵ Così la sig.ra M. Vestager Commissario Europeo della concorrenza, in una intervista a Repubblica del 28 aprile 2016.

I principi del divieto degli aiuti di stato e dell'assorbimento delle perdite attraverso il *bail in*, che oggi sembrano inconciliabili dovranno necessariamente trovare, anche con il contributo che verrà dalla Corte di Giustizia Europea, una composizione.

Imprescindibile sarà la messa a regime della *Bank Union* nei suoi tre pilastri: il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), il *Single Resolution Mechanism* (SRM) ed il *Single Resolution Mechanism* (SRM).

Il *Meccanismo Unico di Supervisione* vede agire in modo sempre più unitario la vigilanza della BCE e delle autorità nazionali. Questa è esercitata dalla BCE sulle banche *significant* (120 gruppi, di cui 13 italiani, che pur rappresentando solo il 3% delle banche attive dell'eurozona, detengono l'85 % degli attivi del sistema) e dalle autorità nazionali sulle altre 3.500 banche *less significant*, nell'ambito di linee guida uniformi stabilite dalla BCE, che all'occorrenza può avocare la supervisione.

Il *Single Resolution Mechanism* (SRM) per la gestione centralizzata delle procedure di risoluzione delle banche in crisi, affidata appunto ad un'unica autorità europea, il *Single Resolution Board* (SRB) che utilizza gli strumenti della *BRRD* per assicurare la gestione unitaria delle crisi ed evitare distorsioni competitive.

Il Fondo di risoluzione, *Single Resolution Fund* costituito mediante conferimenti a carico di tutte le banche dell'euro area con propria e diretta capacità di intervento finanziario che integrerà i sistemi nazionali per la garanzia dei depositi.

Allo stato l'istituzione di un sistema armonizzato di garanzia di assicurazione dei depositi a livello europeo, anche causa della diversità delle posizioni emerse tra i diversi paesi dell'area euro, è ancora in fase di elaborazione.

Banche di Credito Cooperativo: una riforma a due velocità

SOMMARIO: 1. Un nuovo requisito di accesso all'attività creditizia per le banche di credito cooperativo – 2. La funzione del Fondo temporaneo di natura volontaria – 3. Il perimetro soggettivo di gruppo, la capogruppo e i sottogruppi territoriali – 4. I soci stabili di maggioranza della capogruppo e la struttura di governance – 5. La fonte negoziale del controllo – 6. La perdita della causa mutualistica e le nuove opzioni di cambiamento di forma – 7. La deroga alla devoluzione del patrimonio indivisibile – 8. La cooperativa di origine bancaria.

1. L'intervento di riforma delle banche di credito cooperativo obbedisce a quel bisogno di rafforzamento patrimoniale, di cui ragioni ed obiettivi sono ben noti¹, tanto da indurre questa vasta famiglia di banche ad avanzare una proposta di autoriforma², in parte tradotta nelle scelte ora formulate dal legislatore, che, per inciso, è ancora ricorso allo strumento del decreto d'urgenza, ormai il preferito per intervenire nel settore. Stavolta l'adeguatezza della forma societaria non viene posta in relazione con l'evoluzione operativa e dimensionale raggiunta, com'è accaduto nel caso delle banche popolari³. Non si certifica la scomparsa di una mutualità, non più

¹ Cfr. Senato della Repubblica, intervento di C. Barbagallo, Seminario istituzionale sulle tematiche relative alla riforma del settore delle banche di credito cooperativo, 15 ottobre 2015, che affronta la materia e dove, tra l'altro, p. 3, si legge: «La riforma del credito cooperativo consentirebbe di fronteggiare le descritte vulnerabilità, contribuendo a irrobustire le dotazioni patrimoniali delle banche più fragili del sistema, che rappresentano una porzione non irrilevante del comparto delle BCC». Si v. inoltre Consiglio UE, Raccomandazione del 14 luglio 2015, sul programma nazionale di riforma 2015 dell'Italia, racc. n. 4: «introdurre entro la fine del 2015 misure vincolanti per risolvere le debolezze che permangono nel governo societario delle banche [...]»; un'efficace analisi delle esigenze di adeguamento dell'«architettura istituzionale» del credito cooperativo è in M. LAMANDINI, *Nuove riflessioni sul gruppo cooperativo europeo*, in *Giur. Comm.*, I, 2015, p. 56.

² L'argomento è diffusamente trattato da AA. VV., presentazione di F. CAPRIGLIONE, *Relazioni ed Interventi svolti nella Tavola Rotonda: L'autoriforma delle Banche di Credito Cooperativo*, Roma, 3 febbraio 2016, in *Riv. trim. dir. econ.*, IV, 2015, suppl.

³ Per un esame del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, di riforma delle banche popolari cfr. AA. VV., *La riforma delle banche popolari*, (a cura di) F. CAPRIGLIONE, Milano, 2015, F. DI CIOMMO, *La riforma delle banche popolari*, in *Foro it.*, IV, 2015, c. 193,

ravvisabile nelle grandi dimensioni, si addossa invece direttamente al modello cooperativo la difficoltà di misurarsi con l'esigenza di accrescere la solidità dell'ente creditizio. Sotto questo profilo il carattere prevalente della mutualità perseguita, che appartiene alle banche di credito cooperativo, ha rilievo in quanto costituisce limite operativo, che si riflette sulla dimensione dell'ente creditizio⁴. In altre parole per queste banche, non si pone il problema di peso economico, che ha condotto ad una spinta forzosa verso la trasformazione in società per azioni delle banche popolari, che superano gli otto miliardi di attivo, bensì una più generale questione di adeguatezza strutturale⁵. Nell'ambito di un processo riformatore, che investe il medesimo regime societario e persegue analoghi obiettivi, per le banche popolari si è stabilita una soglia oltre la quale si perde l'identità mutualistica, mentre per le banche di credito cooperativo questo aspetto assume rilievo inverso: le dimensioni ridotte sono indicatore di fragilità. Il legislatore abbandona l'indagine sulla permanenza della causa, per confrontarsi con la forma ed affermare la debolezza del tipo cooperativo in ordine alle esigenze poste dalla regolazione di settore,

V. SANTORO e G. ROMANO, *L'ultimo atto di riforma delle popolari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, I, 2016. Mi permetto infine di rinviare a F. FIORIPONTI, *Lo scopo mutualistico: un'assenza certificata*, in *Dir. banca merc. fin.*, III, 2015, p. 417.

⁴ In proposito A. BASSI, *Commento all'art. 29, in Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. BELLÌ, G. CONTENUTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO e V. SANTORO, Milano 2010, p. 462: «il riconoscimento della forma cooperativa dovrebbe quindi bastare, in questo come in altri settori, ad evocare l'applicazione quanto meno della disciplina del codice che ruota attorno al nucleo dello scopo mutualistico, salvo che la legge, come accade per le banche di credito cooperativo, non detti regole specifiche anche sul modo di essere della mutualità».

⁵ Cfr. Camera dei deputati, ddl n. 3606, audizione Federcasse in Commissione Finanze, 29 febbraio 2016, dove, tra altro, p. 7: «[...] abbiamo consapevolezza che è finita l'era della banca mutualistica atomistica, di piccola dimensione, totalmente autonoma e non integrata in un sistema di protezione istituzionale o in un gruppo cooperativo». Inoltre con accento sulla mutualità, A. BASSI, *Un bilancio della riforma dello scopo mutualistico dieci anni dopo*, in *Giur. comm.*, I, 2014, p. 70: «In particolare, si [...] discute, sia del problema degli aiuti, sia, per alcune cooperative come le banche popolari, della contendibilità della proprietà del capitale. A questo ultimo proposito vorrei osservare, [...] che non deve essere trascurato il fatto che le cooperative, per la loro funzione e direi anche per la loro storia hanno — debbono avere — una caratteristica che manca alla società per azioni: la stabilità o la tendenziale stabilità della partecipazione (cui è riconducibile la mutualità “intergenerazionale” di cui parla il Prof. Bonfante)».

segnatamente per la capacità di competere sul mercato in modo efficiente, sotto il duplice aspetto della profittevole gestione e della efficace ricerca di investitori⁶. L'argomento, sul quale si fonda l'intervento di riforma, spinge ad affermare un confine alla capacità operativa di una società cooperativa, connesso all'esigenza di adeguata solidità. Alle banche di questo tipo è consentito conservare la veste giuridica originale solo entro i limiti delle nuove regole ordinarie, che intendono favorire il rispetto dei requisiti patrimoniali dovuti. Quindi una limitazione funzionale affermata in relazione al collettivo interesse alla stabilità del sistema creditizio, ma che delinea un assetto eterogeneo rispetto al regime riservato alle banche popolari di minori dimensioni, che possono conservare, in autonomia, forma e causa originarie⁷. Indicativa della difficoltà di approccio sistematico, incontrata nel realizzare una riforma, che si muove per dare soluzione alle esigenze descritte, non arriva a cancellare la pluralità di forme, ma limita fortemente gli spazi accordati al modello cooperativo. Non

⁶ Cfr. intervento del Governatore di Banca d'Italia, I. Visco, Borghi, distretti e banche locali, Roma, 20 novembre 2012 p. 9: «La crisi sta accentuando due vulnerabilità strutturali delle BCC: l'elevata dipendenza della redditività dal margine di interesse e la rigidità dei costi operativi, in parte ascrivibile ai ritardi accumulati dalle strutture di categoria nel rendere più efficiente l'attività di servizio alle associate. Non aver affrontato per tempo tale esigenza rende ora più difficili i necessari interventi». Ancora sul punto C. Barbagallo, Le banche locali e di credito cooperativo in prospettiva: vigilanza europea ed evoluzione normativa, intervento ad incontro Federazione Cooperative Raiffeisen, Bolzano, 12 febbraio 2015, p. 6: «In sintesi, le banche locali italiane e, in particolare, le BCC si presentano all'avvio del MVU connotate da debolezze di natura sia strutturale, sia congiunturale. Sul piano tecnico, esse devono fronteggiare tre principali criticità: la rischiosità del credito, in considerazione dell'elevata incidenza delle partite deteriorate e del basso livello di copertura delle stesse; la debolezza della redditività; i vincoli a una rapida ricapitalizzazione connessi con l'organizzazione cooperativa in un contesto di elevata frammentazione. Sul piano strategico e gestionale, rilevano le esigenze di ammodernamento e innovazione del modello di servizio e, conseguentemente, di adeguamento delle professionalità».

⁷ F. FIORDIPONTI, *Lo scopo mutualistico: un'assenza certificata*, cit., p. 438: «[...] Si delinea un assetto dedicato alle popolari residue, che ne sottolinea la vocazione al localismo, avvicinandole sotto questo profilo all'operatività delle bcc, ma si propone una strumentazione operativa, per sostenere necessità di rafforzamento, in relazione alle esigenze di un'attività aperta all'esterno. Specie di mezzo, che, prevedibilmente, sceglierà la migliore agilità operativa e, in situazione di crescita, tenderà alla trasformazione».

manca poi di riflettersi sulle scelte adottate il trattamento fiscale riservato alle banche cooperative, che impone di considerare gli effetti della devoluzione del patrimonio effettivo, prevista in ipotesi di perdita dei caratteri della mutualità prevalente. È un vincolo, che può condurre a depauperare in modo significativo la consistenza patrimoniale della banca interessata e forte incentivo a mantenere inalterato il tono della sua causa societaria.

La risposta individuata per le banche di credito cooperativo disegna una figura di gruppo societario, cui è affidato il compito di comporre a unità economica l'insieme di quelle imprese bancarie, rispettandone al contempo la causa mutualistica. Un nuovo soggetto, rilevante per entità⁸ e connotato da caratteri specifici, *in primis* per il connesso meccanismo di garanzia solidale, che ha l'effetto di costruire un'unica area di responsabilità patrimoniale, ma individuabili anche nell'assetto proprietario della capogruppo, nella proporzione dei poteri ad essa attribuiti e soprattutto nell'obbligo di adesione imposto⁹, che sottrae la scelta all'autonomia privata, trasformandola in requisito per l'accesso all'attività creditizia. La nuova formulazione dell'art. 33 tub condiziona infatti il rilascio dell'autorizzazione, per l'ente costituito in forma di cooperativa a mutualità prevalente, all'adesione al gruppo disciplinato nel decreto di riforma. L'alternativa che si pone per le banche del settore è tra conservare l'attuale struttura e aderire ovvero abbandonarla, optando per le soluzioni consentite, che però, tutte, presuppongono l'uscita dal mondo della cooperazione.

Un'accelerazione nella progressiva evoluzione organizzativa, di cui si è reso protagonista il settore del credito cooperativo, da tempo riunito in una struttura di rete, con spiccata integrazione di servizi e dotato di meccanismi di garanzia ed anche di un fondo istituzionale di tutela, che non è però riuscito a divenire operativo¹⁰. Il gruppo integra

⁸ Sono diffuse previsioni per la nascita di un gruppo che supera i cento miliardi di attivo, tale cioè da entrare nell'ambito di diretta vigilanza della BCE, prevista oltre la soglia dei trenta miliardi.

⁹ Cfr. Relazione accompagnatoria al ddl di conversione, 15 febbraio 2016, «[...] Il principio cardine è che l'esercizio dell'attività bancaria in forma di BCC è consentito solo alle imprese bancarie cooperative che siano parte di un gruppo bancario cooperativo».

¹⁰ Cfr. un altro degli interventi di C. Barbagallo, *Il Credito Cooperativo nella prospettiva europea*, a Convegno «Credito Cooperativo. 130 anni Controcorrente», Padova, 25 ottobre 2013, p. 14: «[...] Il ridisegno della rete associativa e industriale

le previsioni di cui all'art. 10 Reg. 2013/575 UE, realizzando l'obiettivo di ottenere una misurazione dei requisiti prudenziali, che può beneficiare dell'affiliazione permanente ad un «organismo centrale» preposto al controllo. In questa prospettiva assume un ruolo rilevante l'introduzione della garanzia solidale per le obbligazioni di capogruppo e banche controllate, attraverso il nuovo art. 37bis, c. 4, tub, che ne riserva la definizione all'accordo tra le parti, mentre alla regolazione di secondo livello va il compito di indicare le caratteristiche della garanzia. L'evidenza è la creazione di un gruppo, cui si associa un sistema di tutela istituzionale, con perimetro delimitato alle sole società bancarie partecipanti. Gli effetti si riflettono sui requisiti patrimoniali di ogni ente creditizio¹¹, costruendo un meccanismo d'intervento precoce e di prevenzione al ricorso alle procedure di risoluzione previste dalla BRRD¹², con ovvio vantaggio per le banche più fragili, poggiando, di converso, sulle spalle delle più solide. La solidarietà prodotta dalla garanzia incrociata è componente sostanziale dell'obiettivo di stabilità perseguito, si ottiene per mano del riformatore, che supera le incertezze mostrate dal

non è dunque più rinviabile. A tale cambiamento potrebbe dare impulso anche l'attivazione del Fondo di Garanzia Istituzionale, che ha da poco avviato un percorso di *test* operativo. In questa prima fase del test, le BCC sono chiamate a manifestare la propria adesione al nuovo sistema di tutela. Data la rilevanza del progetto, la Banca d'Italia si aspetta che la decisione di partecipare al Fondo sia il risultato di una riflessione approfondita e di un convincimento radicato, fondato sulla consapevolezza dei benefici prospettici».

¹¹ In argomento Considerando 37, Reg. 2013/575UE: «Per assicurare un adeguato livello di solvibilità degli enti appartenenti ad un gruppo, è essenziale applicare i requisiti di fondi propri sulla base della situazione finanziaria consolidata di tali enti del gruppo. Per assicurare un'adeguata ripartizione dei fondi propri all'interno del gruppo e la loro disponibilità, se necessario, per la tutela del risparmio, occorre applicare i requisiti di fondi propri ad ogni singolo ente del gruppo, a meno che il predetto obiettivo non possa essere efficacemente conseguito in altro modo». Inoltre, le condizioni richieste dall'art. 10, c. 1, Reg. *cit.*: «[...] a) gli obblighi assunti dall'organismo centrale e dagli enti ad esso affiliati siano garantiti in solido oppure gli impegni degli enti affiliati siano pienamente garantiti dall'organismo centrale; b) la solvibilità e la liquidità dell'organismo centrale e di tutti gli enti ad esso affiliati siano controllati, nel loro insieme, sulla base dei conti consolidati di tali enti; c) la dirigenza dell'organismo centrale abbia il potere di dare istruzioni alla dirigenza degli enti ad esso affiliati».

¹² Sul punto cfr. R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, in *FCHub focus il bail-in*, (a cura di) R. LENER, I, 2016, p. 23.

fondo consortile volontario e la inserisce nella matrice dell'impresa unitaria¹³, espressa dal gruppo societario. Le criticità più volte rilevate dagli Organi di Vigilanza¹⁴ vengono affrontate dal decreto di riforma, che attraverso l'attribuzione di una funzione unificata di direzione e coordinamento fornisce anche lo strumento, per determinare la sana e prudente gestione della pluralità delle controllate, subordinate alle indicazioni della capogruppo. La nuova configurazione ordinatoria del settore sembra rispondere alla preoccupazione di pervenire ad un risultato tangibile, capace di rispondere alla sete di risorse finanziarie, con la costruzione di un'area di comune responsabilità patrimoniale, rispetto alla quale la difesa della natura mutualistica delle banche cooperative si traduce nella riduzione della loro autonomia gestoria¹⁵.

¹³ La nozione di impresa è stata precisata dal giudice dell'Unione e designa un'unità economica, anche qualora, sotto il profilo giuridico, tale unità economica sia costituita da più persone fisiche o giuridiche, in tal senso si v. sentenza Corte di Giustizia C-97/08 P, del 10 settembre 2009, Akzo Nobel e a./Commissione, punto 55, nonché sentenza 14 dicembre 2006, causa C-217/05, Confederación Española de Empresarios de Estaciones de Servicio, Racc. pag. I-11987, punto 40.

¹⁴ Cfr. Camera dei deputati, audizione C. Barbagallo, Seminario istituzionale *cit.*: «Altre soluzioni, ad esempio un sistema di tutela istituzionale volto a proteggere la liquidità e solvibilità delle banche aderenti (Institutional Protection Scheme – IPS), non sarebbero da sole sufficienti. L'IPS è utile per prevenire il deterioramento delle situazioni aziendali e, in caso di crisi, evitare che i costi ricadano sui depositanti e sugli altri investitori; tuttavia, a differenza del gruppo bancario, non consente di conseguire in tempi brevi la razionalizzazione delle strutture organizzative, il rafforzamento strutturale della redditività e il reperimento sul mercato dei capitali delle risorse patrimoniali necessarie per l'adeguata ricapitalizzazione degli aderenti». Nella stessa sede, p. 6, si sottolinea come: «L'accordo tra le banche coinvolte dovrebbe prevedere un sistema di garanzie incrociate che permetta di mobilitare, all'occorrenza, le risorse patrimoniali e liquide interne al gruppo, consentendo di rispettare la disciplina prudenziale prevista per le banche. In base ad analisi d'impatto condotte di recente, un gruppo nazionale di BCC che non disponesse di garanzie incrociate avrebbe un capitale di qualità primaria (CET1) di 7,2 mld di euro e un CET1 ratio di appena il 6,9%; con le garanzie siffatto ipotetico gruppo disporrebbe di un CET1 di 16,4 mld e di un CET1 ratio del 15,6%».

¹⁵ Cfr. M. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *Riv. trim. dir. econ., cit.*, p. 84: «Ciò che lo studioso deve in realtà registrare (al di là delle etichette) è piuttosto un reflusso di dirigismo, che stride con il principio di libertà d'iniziativa economica. Tale nuova forma di dirigismo che, come nel passato, affonda le sue ragioni nelle esigenze della vigilanza (laddove un tempo la stabilità delle istituzioni bancarie veniva perseguita con il contingentamento all'accesso e il controllo dell'espansione

2. Se è la pressante necessità di adeguare l'organizzazione d'impresa del sistema del credito cooperativo, a motivare il ricorso alla decretazione d'urgenza, i termini assegnati dalle disposizioni attuative, all'art. 2 del decreto, per realizzare il processo di costituzione e di adesione al gruppo, non si distinguono per brevità e sono anzi sintomatici della complessità del percorso. Oltretutto i ventiquattro mesi indicati hanno una decorrenza iniziale, che coincide con l'entrata in vigore della normativa secondaria, la cui emanazione è prevista ai commi 7 e 7bis dell'art. 37bis, tub, dove si distingue tra disposizioni attuative demandate alla Banca d'Italia e le competenze del Ministro dell'Economia e delle Finanze, che sono definite con la formula «può stabilire». Il potere così attribuito è rimesso all'esercizio della discrezionalità amministrativa, libero da scadenze predeterminate e dotato della flessibilità necessaria per esprimere valutazioni di opportunità e merito. Un giudizio tecnico, finalizzato ad ottenere dimensioni e organizzazione adeguate per la nuova struttura di gruppo, attento al collettivo interesse alla stabilità e, in questa chiave, ai suoi elementi costitutivi, che la norma primaria si preoccupa di indicare. Il compito non può esaurirsi nel considerare la fase genetica, ma deve essere svolto anche in momenti successivi, qualora le esigenze di stabilità suggeriscano di agire, ad esempio, sulla soglia di partecipazione delle banche di credito cooperativo al capitale della capogruppo. Quando poi si passa al dettato del ricordato art. 2, il legislatore individua nell'entrata in vigore di quelle disposizioni la premessa, per la decorrenza dei termini di attuazione del processo di costituzione del gruppo bancario cooperativo, così da connotare il provvedimento amministrativo, come antifatto necessario, senza il quale non si definisce alcuna scadenza. Di conseguenza la libertà di esercizio, che caratterizza il potere conferito, può dilatare i tempi di attuazione della riforma. È bensì prevedibile, che l'attuale esigenza di rafforzamento patrimoniale del settore superi ogni incertezza sul rapido licenziamento del decreto ministeriale, ma è questo un dato contingente, che non modifica la connessione della decorrenza dei

degli intermediari creditizi in relazione alle “esigenze economiche del mercato”), si manifesta oggi nell'orientare gli operatori di mercato verso assetti strutturali/organizzativi ritenuti (in via preventiva) maggiormente consoni e funzionali alle esigenze della vigilanza».

termini di costituzione ad una determinazione, che resta di libera attuazione.

In sede di conversione il legislatore è però intervenuto per introdurre una disciplina transitoria, attraverso l'art. 2bis, d.l. 18/2016¹⁶, con l'obiettivo di evitare un troppo lungo periodo di carenza applicativa della riforma ed anticiparne gli effetti, ma soprattutto per aprire al più presto un ombrello di solidarietà patrimoniale. Per questo ha posto a carico di Federcasse il compito di promuovere la costituzione di un «Fondo temporaneo», con «strumento di natura privatistica», rafforzando il concetto con il successivo riferimento alla «piena autonomia decisionale» del Fondo ed il rinvio alle disposizioni statutarie, per la definizione delle sue modalità di funzionamento. Evidente lo scopo di assegnare l'iniziativa alla sfera della volontarietà ed evitare gli ostacoli incontrati per il d.l. 183/2015, il c.d. salvabanche¹⁷. È noto infatti come, nell'occasione, sia risultata impraticabile la possibilità di utilizzare il Fondo interbancario di tutela dei depositi, in forma alternativa al rimborso dei depositanti, a causa del condizionamento attribuito alle indicazioni dell'Autorità pubblica ed alla conseguente qualificazione come aiuto di Stato. Quindi, nell'immediato, la risposta a concrete situazioni di insufficienza patrimoniale è affidata ad un Fondo, che si denota per autonomia di genesi e gestione. Dovuta però è l'adesione delle banche di credito cooperativo, per le quali anzi diviene l'attuale requisito di

¹⁶ Cfr. Camera dei deputati, d.l. 18/2016, A.C. 3606, dossier n. 112, p. 24: «L'articolo 2bis, introdotto in sede referente reca norme transitorie operanti durante la fase di costituzione di gruppi bancari cooperativi: si consente alle BCC di aderire temporaneamente ad un Fondo, promosso dall'associazione di categoria, che in sostanza coadiuvi il processo di adeguamento alle riforme introdotte col provvedimento in esame» Cfr. comunicato stampa Federcasse, 6 aprile 2016, in www.creditocooperativo.it: «è stata reintrodotta la previsione relativa al Fondo di sostegno promosso da Federcasse con l'obiettivo di favorire ed accompagnare processi di consolidamento e concentrazione delle BCC. Sarà, questo, uno strumento di carattere temporaneo, che eserciterà la sua funzione nella fase transitoria tra l'approvazione della riforma e l'avvio operativo del Gruppo Bancario Cooperativo, ma assolutamente necessario per gestire le criticità che si dovessero manifestare, visti anche i vincoli posti all'azione svolta fino ad oggi dal Fondo di Garanzia dei Depositanti».

¹⁷ In argomento, con richiamo alla divergenza interpretativa tra Commissione UE e Governo nazionale, F. FIORDIPONTI, *Ancora perplessità sul decreto salva banche*, in *FCHub focus il Bail-in*, (a cura di) R. LENER, p. 33 .

accesso all'attività creditizia, in attesa della nascita del gruppo bancario. È questo l'aspetto che rende necessaria la nascita del Fondo¹⁸, mentre l'individuazione del soggetto promotore, ne attribuisce il compito all'associazione, che riunisce quelle banche e già svolge funzioni di rappresentanza e tutela della categoria. La soluzione ha carattere temporaneo, ma il riformatore la qualifica come idonea a fornire adeguata tutela alle richiamate esigenze di stabilità. In altre parole un'iniziativa di natura volontaria, che non modifica la natura giuridica dei soggetti che partecipano ed alimentano il Fondo, si presta a rispondere, *ad horas*, alle criticità patrimoniali più volte evidenziate. È definito come «strumento mutualistico-assicurativo», che può favorire «processi di consolidamento e di concentrazione», in definitiva il compito, che si proponeva quel Fondo di garanzia istituzionale di settore, mai tradotto in termini operativi¹⁹. L'efficacia della sua azione deriva dall'adeguatezza dei mezzi di cui sarà dotato e la presenza delle banche dalla più solida struttura patrimoniale è decisiva. In attesa che si compia il percorso costitutivo di un gruppo bancario, cui è affidata la soluzione organica delle carenze di sistema rilevate, il Fondo temporaneo viene configurato con adesione da esprimere nel termine di trenta giorni dall'approvazione dello statuto, adempimento che, invece, non incontra l'indicazione di una data ultimativa. Nel frattempo decorrono però altri termini, quelli connessi alla possibilità di effettuare la scelta dello scorporo dell'azienda

¹⁸ L'acquisto nell'estate 2014 di banca Tercas da parte della Banca Popolare di Bari, con l'intervento del Fondo interbancario dei depositi ha dato luogo all'intervento della Commissione UE. Cfr. in merito la notifica di avvio dell'istruttoria del 27 febbraio 2015, C (2015) 1404 *final*, che ha assimilato l'intervento del Fitd ad aiuto di Stato, in sintesi per tre ordini di motivi: i contributi al Fondo sono obbligatori e la partecipazione è presupposto per l'esercizio dell'attività bancaria, quando interviene il Fondo ha finalità d'interesse generale ed i poteri di controllo e coordinamento attribuiti alla Banca d'Italia determinano la destinazione dell'intervento.

¹⁹ Si v. in www.creditocooperativo.it, 28 luglio 2008, Comunicati: «Assumendo le funzioni di “prevenzione delle crisi” proprie dell'esistente Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo, il Fondo seguirà l'andamento gestionale delle banche consorziate, avvalendosi di strumenti di monitoraggio dedicati. Sulla base di questa attività preventiva, il Fondo potrà definire una serie di azioni, che vanno da interventi preliminari con l'obiettivo di rimuovere gli elementi “potenzialmente pregiudizievoli” per la stabilità finanziaria della Banca, fino alla definizione di un vero e proprio piano di risanamento, con la determinazione delle risorse necessarie».

bancaria, in alternativa all'adesione al gruppo cooperativo, prevista all'art. 2, c. 3bis del decreto. É conseguente che il concreto comportamento adottato dai soggetti interessati si rifletta direttamente sulla consistenza e sull'equilibrio dello stesso Fondo temporaneo, che potrebbe risultare indebolito dalla decisione, di un significativo numero di banche o soltanto delle maggiori tra loro, di percorrere quella via. Si può immaginare allora improbabile che lo statuto del Fondo veda la luce, prima che sia noto se e quali cooperative bancarie hanno optato per altre soluzioni.

3. La nuova figura di gruppo bancario approda nell'ordinamento nazionale, anche sulla scorta delle notevoli - per dimensioni e quote di mercato - esperienze da tempo vissute dalle banche di tipo cooperativo in altri Paesi dell'Unione Europea²⁰. Oggi in ulteriore evoluzione, come nel caso Rabobank, che sta andando verso un'unica autorizzazione bancaria, o della riorganizzazione dei gruppi francesi, ad indicare come gli attuali scenari di mercato richiedano *know how*, solida struttura ed intensità di capitale e spingano verso forme d'integrazione ancora più marcate. La riforma disegna un tessuto unitario con al vertice una capogruppo in forma di società per azioni²¹, dotata dei requisiti per esercitare direttamente l'attività bancaria, ma con proprietà assegnata all'insieme delle banche cooperative partecipanti e situazione di controllo, che, in ragione della struttura societaria delle controllate, origina da contratto. La costruzione non esclude la possibilità che possano nascere più gruppi, ma certo tiene conto del ruolo svolto dal gruppo bancario Iccrea, luogo associativo di rilevante centralità, che si presenta idoneo ad esprimere la società capogruppo, facilitato dalle consolidate relazioni operative con le banche del settore. Sotto il profilo dimensionale è indicato un livello minimo di patrimonio netto per la capogruppo pari ad un miliardo,

²⁰ Il riferimento corre soprattutto alle forme di gruppo realizzate da Rabobank Nederland, Credit Agricole, Credit Mutuel, Raiffeisen RZB, cfr. sul punto M. LAMANDINI, *Nuove riflessioni sul gruppo cooperativo europeo*, cit., p. 61, inoltre si v. il sito www.ilsussidiario.net, 14 settembre 2015.

²¹ Cfr. Camera dei deputati, dossier n. 112, cit.: «[...] Al fine di favorire l'accesso del gruppo bancario cooperativo al mercato dei capitali e la patrimonializzazione delle banche è previsto che la società capogruppo sia una banca società per azioni».

soglia quantitativa significativa, coerente con la ricerca di solidità²². Quanto invece al perimetro soggettivo si adotta la soluzione dettata all'art. 60, c. 1, *sub a)* tub, aggiungendo un esplicito riferimento alle banche di credito cooperativo, «che aderiscono al contratto [...]» e adottano le clausole statutarie conseguenti. La formula - forse di tenore letterale ridondante, dato l'obbligo di adesione - va ad incidere sulla nozione di controllo, fornita dall'art. 23 tub. La speciale disciplina del credito richiama la previsione di diritto comune, dettata all'art. 2359 c.c., ma è aperta ad individuare, anche in via presuntiva, ogni fonte idonea a configurare una situazione di influenza dominante. Alle varie possibilità di instaurare un simile rapporto gerarchico con una banca di questo tipo, si sostituisce ora una modalità univoca, cioè l'adesione al contratto di coesione, resa necessaria per effetto del nuovo comma *1bis*, aggiunto all'art. 33, tub.

In sede di conversione del decreto, tra i soggetti ammessi a comporre il gruppo, con un punto *cbis)* al primo comma dello stesso art. *37bis*, tub, si è aggiunta la figura dei «sottogruppi territoriali facenti capo a una banca» in forma di società per azioni, a sua volta sottoposta al controllo della capogruppo²³. L'espressa previsione d'ingresso per sottogruppi, comprendenti banche di credito cooperativo, non delinea, per queste, anche un percorso di adesione indiretta, realizzata mediante il controllo esercitato dalla subholding. L'ipotesi appare interdetta dal combinato disposto dei ricordati artt. 33, c. *1bis e 37bis*, c.1, *sub a)* e b), che continua ad imporre l'obbligo di adesione al contratto di coesione di gruppo, non ad altri. Così l'appartenenza ad un sottogruppo non può surrogare il consenso all'accordo negoziale, che integra la situazione di controllo, disciplina

²² Cfr. Camera dei deputati, Commissione Finanze, audizione C. Barbagallo, Banca d'Italia, Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria, 1 marzo 2016, p. 5: «La soluzione che la Banca d'Italia suggerisce da tempo è quella di promuovere l'aggregazione delle BCC in uno o pochi gruppi bancari ampi, ben integrati, con una robusta dotazione patrimoniale iniziale e capaci, all'occorrenza, di attrarre investitori esterni anche accedendo al mercato dei capitali».

²³ Le diverse possibilità di configurazione del gruppo sono prefigurate in M. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, cit., p. 95, che si riferisce «[...] all'ipotesi di più gruppi, anche a livello regionale, o di macroaree territoriali; o anche di sottogruppi organizzati in funzione delle affinità operative».

i poteri della capogruppo ed è presupposto di adesione al gruppo. Piuttosto il sottogruppo sembra finalizzato a dare rilievo alle attuali Federazioni locali²⁴, oggi punto intermedio di coordinamento tra banche legate da contiguità territoriale e, di conseguenza, anche da omogeneità di contesto operativo. D'altra parte la definizione di territorio è aperta, di debole capacità definitoria, mentre non sono indicati altri elementi, utili a individuare i presupposti per la nascita di simili sottogruppi. L'incertezza della formula viene corretta dal dato empirico, che lascia intendere la volontà di mantenere un'articolazione organizzativa, sperimentata, senza depotenziare la consistenza del nuovo gruppo bancario. Replicando schemi operativi ed anche equilibri di ruolo già noti, è possibile immaginare, che la transizione verso il gruppo - probabilmente unico gruppo - sia facilitata, attenuando il rischio di scelte alternative. Non molto è detto del sottogruppo, né del soggetto creditizio di vertice, soprattutto circa i compiti di quest'ultimo e le modalità di rapporto a valle con le cooperative bancarie e con la capogruppo a monte. Con certezza la banca, cui fa capo il sottogruppo, entra nel perimetro di consolidamento di bilancio²⁵, si colloca in posizione di subholding e realizza un ulteriore livello di controllo all'interno del gruppo. Può

²⁴ Le Federazioni sono costituite in forma di società cooperative con funzioni consortili. Cfr. tra le altre art. 1 Statuto della Federazione Lombarda: «È costituita una cooperativa con funzioni consortili denominata Federazione Lombarda delle Banche di Credito Cooperativo, società cooperativa [...]», mentre all'art. 2 si legge: «[...] La società - in ossequio agli articoli 2602, 2615^{ter} e 2620 del codice civile nonché all'art. 27 del D.L.C.P.S. 14.12.1947 n. 1577 e successive modifiche ed integrazioni - si propone di promuovere la costituzione di Banche di Credito Cooperativo, di rafforzarne il rapporto con le comunità locali di cui sono espressione e di agevolarne lo sviluppo mediante l'esercizio di attività nell'interesse comune e nel rispetto dell'autonomia propria di ciascuna banca, quali quelle di rappresentanza, assistenza ed erogazione dei servizi» Cfr. sul punto, tra gli altri, E. CUSA, *Il diritto delle banche di credito cooperativo tra legge e contratto*, Torino, 2013, p. 97.

²⁵ Per correttezza si richiamano le definizioni dettate nel Regolamento 2004/2238CE e successive modificazioni ed integrazioni, Principio contabile internazionale n. 27, Definizioni: «[...] Il bilancio consolidato è il bilancio di un gruppo presentato come se fosse il bilancio di un'unica entità economica. Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Il gruppo è costituito dalla capogruppo e da tutte le sue controllate [...]».

partecipare al capitale della capogruppo²⁶, senza però concorrere al raggiungimento di quella maggioranza dei diritti di voto, che resta vincolata alle banche in forma cooperativa. Il contratto di coesione, disciplinando le modalità di esercizio delle funzioni di direzione e coordinamento, dovrà attentamente misurarsi con la presenza dei sottogruppi, per evitare una complessa moltiplicazione di vincoli e di filiera strutturale, con ogni dubbio sulla migliore efficacia dell'azione di governo.

La definizione dei patti negoziali tra le parti deve attenersi alle indicazioni dettate dall'Autorità. È alla Banca d'Italia che è affidato il compito di emanare disposizioni attuative, volte non solo al rispetto dei consueti criteri di sana e prudente gestione, ma anche ad assicurare «la competitività e l'efficienza del gruppo». L'espressione è utilizzata al comma 7bis dell'art. 37bis tub, definendo un potere ordinatorio, che entra negli aspetti «organizzativi e operativi» della capogruppo, si occupa del contratto di coesione, della garanzia solidale, del procedimento costitutivo del gruppo. È formula già contenuta nell'art. 5, tub, dove competitività ed efficienza sono indicate tra gli obiettivi dell'attività di vigilanza, con riferimento al «sistema finanziario» nel suo insieme, il cui buon andamento è l'oggetto delle cure dell'intera legislazione di settore. La normativa primaria agli artt. 53 e 53bis, tub, prevede inoltre l'emanazione di «disposizioni di carattere generale» sul governo societario ed attribuisce all'Autorità di vigilanza il potere d'intervenire nel merito della gestione. Analoga la disciplina dedicata ai gruppi, contenuta in particolare agli artt. 67 e 67ter, mentre l'art. 61, c.4, affida alla capogruppo il compito di emanare, a sua volta, disposizioni «per l'esecuzione delle istruzioni» della Banca d'Italia. Il corpo normativo secondario, che ne è seguito, è cospicuo, analitico ed affronta a tutto tondo i diversi aspetti della gestione e dei controlli societari²⁷. La reiterazione in questa sede di una riserva di legge,

²⁶ In sede di conversione del d.l. 18/2016, la deroga alla ordinaria disciplina dettata agli artt. 2359bis c.c. e ss., introdotta dall'art. 37bis, comma 6, tub, è stata delimitata «Alle partecipazioni al capitale della capogruppo delle banche di credito cooperativo», aggiungendo la locuzione «e delle banche cui fanno capo i sottogruppi territoriali».

²⁷ Per un'attenta analisi della disciplina di settore, con *focus* sulle interrelazioni tra controllo e gestione, cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella*

destinata alla regolamentazione del gruppo bancario cooperativo, da un lato appare rafforzativa di compiti già propri della vigilanza²⁸, dall'altro ne amplia in modo esplicito l'oggetto ai nodi centrali del nuovo soggetto, quali il contratto e la garanzia solidale. Il riferimento a parametri aperti, che segnano confini labili all'esercizio della discrezionalità amministrativa, trova piena concretezza e rigore tecnico nel contenuto, che già le vigenti Istruzioni hanno tracciato²⁹. Semmai si può considerare l'indiscutibile condizionamento, che un assetto di gestione, organizzazione e controllo, dettagliato e definito *ex ante*, comporta per l'esercizio di un'attività d'impresa, e in quale

società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario, in *Banca borsa tit. cred.*, VI, 2015, p. 707.

²⁸ Cfr. l'intervento regolamentare, conseguente all'applicazione della Direttiva 2013/36UE, CRD IV, e del Reg. UE 2013/575, CRR. Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per le banche, circ. n. 285, 17 dicembre 2013, Premessa, p. 11: «Il Secondo Pilastro richiede alle banche di dotarsi di una strategia e di un processo di controllo dell'adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, rimettendo all'autorità di vigilanza il compito di verificare l'affidabilità e la coerenza dei relativi risultati e di adottare, ove la situazione lo richieda, le opportune misure correttive. Crescente importanza è attribuita agli assetti di governo societario e al sistema dei controlli interni degli intermediari come fattore determinante per la stabilità delle singole istituzioni e del sistema finanziario nel suo insieme. In quest'area sono stati rafforzati i requisiti regolamentari concernenti il ruolo, la qualificazione e la composizione degli organi di vertice; la consapevolezza da parte di tali organi e dell'alta direzione circa l'assetto organizzativo e i rischi della banca e del gruppo bancario; le funzioni aziendali di controllo, con particolare riferimento all'indipendenza dei responsabili della funzione, alla rilevazione dei rischi delle attività fuori bilancio e delle cartolarizzazioni, alla valutazione delle attività e alle prove di stress; i sistemi di remunerazione e di incentivazione».

²⁹ Per una visione più limitata degli spazi dell'autonomia privata nella disciplina del gruppo cfr. F. GALGANO, *Il regolamento di gruppo nei gruppi bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2005, p. 86 ss. Cfr. inoltre lo studio in materia di S. ALVARO, D. D'ERAMO e G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Quad. giur. Consob*, maggio 2015, p. 26: «[...] Il risultato è stato che, in tema di controllo societario, il sistema italiano (che comprende sia norme primarie e secondarie sia *best practices* di autoregolamentazione) risulta oggi connotato da molteplici regole frammentate e disorganiche, che hanno spesso generato inefficienze e sovrapposizioni delle funzioni affidate ai vari organi deputati ai controlli interni, imponendo vincoli e costi eccessivi alle imprese». Inoltre P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Società*, 2005, p. 294 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.

misura la capacità competitiva ed il risultato economico del soggetto vigilato³⁰, ne siano dipendenti.

Per le banche che hanno sede ed operano in via esclusiva nelle province di Trento e di Bolzano è invece prevista la possibilità di costituire dei gruppi bancari autonomi, con patrimonio minimo che andrà stabilito dall'Autorità, consentendo inoltre la possibilità di configurare la società capogruppo in forma cooperativa. Un'eccezione, questa, che va letta insieme al vincolo della operatività esclusiva in area strettamente localistica, ma che ritorna sul tema dell'adeguatezza di forma societaria, riconducendo al piano dimensionale la valutazione di criticità strutturale, che lo stesso intervento di riforma attribuisce al *genus* cooperativo.

4. Il vincolo della partecipazione maggioritaria al capitale in favore delle banche di credito cooperativo aderenti, previsto all'art. 37bis, c. 1, sub a), tub, le porta ad acquisire, nel loro insieme, la maggioranza dei voti in assemblea. Situazione che esprime una proprietà diffusa nella pluralità delle banche controllate ed incorpora l'obiettivo di indirizzare buona parte dei suoi risultati verso le finalità mutualistiche, che presiedono alla funzione creditizia nell'interpretazione cooperativa³¹. Questo non modifica la causa lucrativa della società capogruppo, per definizione attenta al risultato economico ed anche alle politiche di dividendo, ma estranea alla successive scelte, che i

³⁰ Cfr. con riferimento al rapporto con il mercato, l'insegnamento di G. VISENTINI, *La filosofia della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, V, 2015, p. 757: «Dobbiamo attentamente rilevare le condizioni che conservano alla società la natura di impresa regolata dal mercato, in quanto l'alterazione di queste condizioni, specie se permanenti, ci porta ad una diversa filosofia, appunto più aderente al servizio pubblico, nonostante la forma di società, che perciò appare insincera».

³¹ Cfr. in argomento F. GALGANO, *I gruppi di società*, in *Tratt. Le società*, Galgano, Torino, 2001, p. 193 ss., che considera, con riferimento a partecipazioni di cooperative in società lucrative, come la distribuzione degli utili al socio, nel rispetto dei limiti imposti alla remunerazione del capitale per le cooperative a mutualità prevalente, consenta il rispetto della causa originale. Cfr. inoltre G. G. SANTORSOLA, *Considerazioni non giuridiche sulla riforma del Credito Cooperativo*, in *Mondo della Cooperazione del Credito*, Rubriche, febbraio 2016, p. 7, per l'opinione che vede messa «in discussione la natura e la sussistenza del movimento cooperativo sovrastato da strutture societarie classiche, che potrebbero avere al proprio interno soci rilevanti di diversa matrice».

soci determineranno nella loro autonomia, usando di quanto eventualmente distribuito. In altri termini lo scopo, che caratterizza l'attività cooperativa, continua ad indirizzare le politiche di gestione delle banche aderenti e, per effetto del richiamo contenuto al comma 3, *sub b*), art. 37*bis*, *tub*, ad informare la costruzione del gruppo stesso, vincolando la determinazione dei poteri della capogruppo, a prescindere dall'equilibrio partecipativo, che si è descritto. Quel vincolo maggioritario si riflette invece sulle prerogative dell'assemblea e sull'esercizio dei diritti, che competono al socio, tra i quali, la nomina degli amministratori. Se è vero che la responsabilità della gestione, a mente dell'art. 2380*bis* c.c., appartiene «esclusivamente» a questi, mentre l'assemblea ne è estranea, il potere di nomina ed anche di revoca è manifestazione della volontà proprietaria del socio e del rapporto fiduciario, posto a base dell'incarico conferito.

Al contempo viene demandata all'autonomia statutaria la determinazione, necessaria, di un tetto di azioni con diritto di voto, detenibili da ciascun socio, con il proposito di ottenere un frazionamento del capitale³², che ne impedisca la concentrazione in mani forti. L'attribuzione della maggioranza del capitale alle banche cooperative controllate cristallizza un nucleo pesante di soci stabili, che non integra un patto di voto e, di conseguenza, evita il prodursi di una situazione di influenza dominante. Ne può suggerire le premesse, ma consente il formarsi di diversi equilibri, sempre tenuti, se tradotti in accordo, al rispetto del regime di trasparenza di cui all'art. 20, c. 2, *tub*³³. La *ratio* di un simile regime proprietario si può rinvenire nell'intenzione di definire una banca di vertice, che detiene il controllo sul gruppo e tutela la propria indipendenza. In concreto una maggioranza così delineata richiama assetti societari di strutture, che paiono in predicato di assumere il ruolo di capogruppo, ma ha anche l'effetto di frenare quella reale apertura al mercato, che l'adozione della veste di società per azioni vuol favorire. Il vincolo della partecipazione maggioritaria e la regola del frazionamento definiscono

³² Cfr. relazione accompagnatoria al ddl di conversione, *cit*, p. 3: «Per assicurare il frazionamento del capitale sociale della capogruppo – coerente con la natura cooperativa del gruppo – [...]».

³³ Cfr. in argomento A. ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano 2010, XVIII, p. 84.

un equilibrio della proprietà della capogruppo, che ne esclude la contendibilità e sembra rispondere alla volontà di dare voce ad ogni partecipante, evitando il prevalere delle banche maggiori o di altri soci³⁴. Con il tetto al diritto di voto diviene necessario il concorso di un numero adeguato di soci, idoneo a determinare le decisioni dell'assemblea. Un simile meccanismo va a correggere il rapporto di proporzionalità tra capitale investito e diritto di voto, ma non sembra dubbio che un'eccessiva polverizzazione presenti anche il rischio di procurare quelle stesse difficoltà di *governance*, imputate al voto capitario³⁵. La coerenza con la natura cooperativa, reclamata nella Relazione accompagnatoria al disegno di conversione, sembra spingersi fino a replicare le stesse difficoltà di struttura, che s'intendono risolvere con la riforma. Oltretutto la ricerca di una maggiore intensità di capitale, nell'immediato, si risolve nel consolidamento di bilancio, dove la dotazione patrimoniale degli enti creditizi più forti va a compensare l'insufficienza dei più fragili, senza trovare conseguente riscontro partecipativo nel capitale della capogruppo. L'adesione al gruppo persegue finalità d'interesse collettivo, ma comporta un sacrificio certo per alcune banche, segnatamente quelle con requisiti patrimoniali adeguati, e per le loro compagini sociali, che non è bilanciato da un peso corrispondente nell'organo assembleare. Prevedibile che abbia anche il concreto effetto di spingere sia verso le alternative all'adesione, sia

³⁴ L'impianto sembra riflettere la definizione del gruppo contrattuale paritetico che si rinviene in G. CAMPOBASSO, *Organizzazione di gruppo delle banche di credito cooperativo e gruppi (bancari) paritetici*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1997, p. 553 ss.: «fattispecie di collegamento fra imprese giuridicamente distinte le quali orientano la propria attività secondo una comune strategia economica, senza che nessuna di esse sia in grado di esercitare un potere di controllo e di influenza dominante sulle altre».

³⁵ Cfr. Camera dei deputati, audizione C. Barbagallo, *u.o.cit.*, è interessante osservare le considerazioni critiche svolte alla possibilità di una *way out* realizzata attraverso lo strumento della spa controllata, p. 14: «inoltre, assetti proprietari caratterizzati dal frazionamento della base sociale e dalla non contendibilità del controllo finirebbero per riproporre alcuni limiti della *governance* cooperativa, quali i condizionamenti dei gruppi di interessi locali o di singole personalità», che però sembrano calzanti anche per l'assetto configurato con il gruppo bancario cooperativo.

all'irrigidimento dei criteri seguiti per determinare l'esclusione dal gruppo degli enti più fragili.

Le competenze riservate al Ministro dell'Economia sono finalizzate ad «assicurare» al gruppo dimensioni ed organizzazione adeguate, con evidente conferma del valore attribuito, in funzione di stabilità del sistema, al peso economico da raggiungere per il nuovo soggetto realizzato disegnato dalla riforma. Particolare rilievo assume, in questa ottica, proprio la possibilità di fissare una diversa «soglia di partecipazione» al capitale della capogruppo, cioè di derogare al vincolo maggioritario in favore delle banche di credito cooperativo. Come si vede viene introdotto un correttivo, che, pur subordinato alla discrezionalità tecnica dell'Autorità, può modificare gli assetti proprietari della capogruppo, rimuovendo, magari con gradualità, gli ostacoli frapposti ad una effettiva apertura al mercato.

5. Il delicato equilibrio di *governance* costruito per la capogruppo è inserito entro i rigorosi binari del rispetto di regole e requisiti prudenziali di settore da un lato e degli accordi fissati nel «contratto di coesione»³⁶ dall'altro. È a quest'ultimo, che il legislatore demanda la costruzione dei modi di esercizio del controllo, a mente dell'art. 37bis, c. 3, tub³⁷. Attraverso lo strumento negoziale si definisce il rapporto tra capogruppo e controllate, informato al «rispetto delle finalità mutualistiche»³⁸, secondo modalità che dovranno però trovare

³⁶ L'espressione riprende la definizione della «Carta della coesione del credito cooperativo», assemblea della Federazione, Parma, dicembre 2005, dove: «[...] sono stati fissati i principi che orientano le evoluzioni organizzative del modo di stare insieme nel Credito Cooperativo. Il Credito Cooperativo costituisce infatti una risorsa insostituibile per le comunità locali e il miglioramento costante delle forme in cui si esprime la mutualità di rete deve ispirarsi a principi che garantiscano lo sviluppo nella continuità, la fedeltà nell'innovazione, la coerenza nella modernità».

³⁷ Per un esame delle possibilità di esercitare direzione e coordinamento su società cooperative mediante partecipazioni di controllo, cfr. A. ZOPPINI, *I gruppi cooperativi (modelli di integrazione tra imprese mutualistiche e non nella riforma del diritto societario)*, in *Riv. soc.*, II, 2005, p. 771. Per l'opinione che ravvisa nella «direzione unitaria» del gruppo «un rapporto contrattuale che disegna un sistema non già di potere o di mero fatto, bensì di poteri e doveri [...]», cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, cit., p. 716.

³⁸ Cfr. Camera dei deputati, ddl 3606, Audizione Federcasse cit., p. 9. La «connessione con le finalità mutualistiche dei poteri della capogruppo» è richiesta

migliore espressione, essendo al momento rinvenibili solo nella natura delle partecipanti necessarie. Al contrario la banca di vertice è pensata per operare senza i vincoli, propri della mutualità prevalente, che è poi la ragione, che ne motiva la veste societaria. Ricondurre i poteri della capogruppo al rispetto di quelle finalità è certamente petizione di principio, che sembra preoccuparsi della compresenza nel gruppo di istanze mosse da cause societarie diverse, per affermare la prevalenza del carattere dei soci maggioritari e, in definitiva, il legame d'origine con questi. Sul piano dei fatti però non sembra assumere un valore più che descrittivo della conduzione unitaria di imprese, che mantengono natura cooperativa.

Al contratto di coesione viene inoltre affidato il compito di definire poteri di direzione e coordinamento «proporzionati alla rischiosità delle banche aderenti»³⁹ ed anche di determinare «[...] i criteri di compensazione e l'equilibrio nella distribuzione dei vantaggi [...]». Le attribuzioni della capogruppo, sia d'indirizzo, che operative, ma anche di controllo, incontrano modalità di esercizio, intese a consentire una diversa autonomia alle banche controllate, in misura della loro stabilità. Il legislatore ha attinto a quello stesso criterio di proporzionalità, utilizzato nelle Istruzioni di vigilanza⁴⁰, per dimensionare la concreta attuazione delle regole sulla gestione e sul controllo alla diversa articolazione strutturale ed al peso economico

avanzata dalle banche del settore, che vedono anche nell'ampliamento del numero massimo dei soci e della misura di capitale detenibile dal singolo socio di una bcc nuovi strumenti di «conferma e rafforzamento della mutualità».

³⁹ Cfr. Camera dei deputati, Audizione Federcasse, *cit.*, p. 9. L'introduzione di un rapporto di graduazione tra poteri della capogruppo e «meritevolezza delle singole bcc», viene considerato «fatto particolarmente rilevante e innovativo nel panorama giuridico europeo».

⁴⁰ Cfr. Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per le banche, *cit.*, aggiornamento del 6 maggio 2014, Governo societario, Premesse: «[...] Le disposizioni di questo capitolo si articolano in principi generali e linee applicative. I primi, attraverso norme di carattere generale, fissano gli obiettivi della disciplina rimettendo all'autonomia degli intermediari la concreta individuazione delle soluzioni più idonee a realizzarli, secondo criteri di proporzionalità che tengono conto della dimensione o della complessità della banca (cfr. par. 4.1 della presente Sezione). Le linee applicative agevolano, su alcuni aspetti specifici della materia, l'attuazione delle norme generali, senza esaurirne il contenuto precettivo; esse sono calibrate sulle caratteristiche organizzative e operative delle diverse tipologie di banche».

dei soggetti interessati. Le competenze sono però altre. All’Autorità di vigilanza spetta una potestà regolamentare, intesa a realizzare obiettivi di pubblico interesse, la capogruppo usa delle sue prerogative, di fonte contrattuale, perseguendo il successo imprenditoriale. Nell’esercizio delle funzioni di direzione e coordinamento, la flessibilità, connessa al criterio proporzionale, potrà trovare espressione con riferimento ad una casistica ampia, spaziando dalla piccola realtà, dove l’assetto organizzativo è ridotto all’essenziale, alla maggiore, ma è la «rischiosità» a costituire misura dell’intervento. Non sfugge il trasparente rinvio alla regolamentazione di vigilanza, tipicamente rivolta alla prevenzione e limitazione dei rischi, che ha definito un *risk appetite framework*⁴¹ e disciplinato il sistema dei controlli interni. In questo senso già dall’applicazione di un apparato di regole così penetrante si ottiene evidenza della qualità e tollerabilità dei rischi, tracciando la linea di condotta della capogruppo. La proporzionalità è limite dell’azione rivolta all’impresa controllata, operante nel rispetto delle soglie di rischio consentite, ed esclude l’imposizione di scelte funzionali alle esigenze di gruppo, ma contrarie all’interesse della controllata medesima, caratteristiche di quel contratto di dominanza, estraneo al nostro ordinamento⁴². L’inserimento nella disciplina negoziale del gruppo di un rapporto di proporzione tra poteri della capogruppo e rischio espresso dalla controllata, conferisce rilievo formale ad un metodo di governo, comunque legato ai criteri di sana e prudente gestione. Come dire che un esercizio delle prerogative della controllante, così «proporzionato», rischia di ridursi a definizione tautologica di una corretta funzione gestoria, al più acquisendo modalità d’azione commisurate a parametri di obiettiva rilevazione,

⁴¹ Cfr. Banca d’Italia, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, circ. n. 263, 27 dicembre 2006 e successivi aggiornamenti, Titolo V.

⁴² Cfr., tra gli altri, U. TOMBARI, *Autonomia privata e gruppi di imprese* (Contratto di “coordinamento gerarchico”, “contratti di servizio” infragruppo e clausole statutarie come strumenti di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento), nel sito www.notariato.it, Studio n. 248-2009/I, p. 3: «Secondo un’affermazione ormai ricorrente, la nuova disciplina italiana dei gruppi non riconosce la legittimità del c.d. “contratto di dominio” (Beherrschungsvertrag) come previsto nei §§ 291 ss. della legge azionaria tedesca (Aktiengesetz), intendendosi con tale locuzione un contratto, mediante il quale la società capogruppo acquista il diritto di impartire alle società dipendenti direttive anche pregiudizievoli per quest’ultime e senza alcuna necessità di un c.d. vantaggio compensativo [...]».

che però, a loro volta, non potranno prescindere dal rispetto dei requisiti, che la vigilanza prudenziale impone. Alla descritta proporzionalità si affida il compito di incanalare la discrezionalità gestionale della capogruppo entro un profilo di natura tecnica, a maggior tutela del grado di autonomia delle controllate. È però ancora il ricorso ad una definizione aperta, da integrare nel contesto, che potrà fornire argomento all'obbligo di valutazione e motivazione previsto all'art. 2497^{ter} c.c., che deve sostenere le decisioni assunte dalla controllata sotto l'influenza della capogruppo. In altre parole la linea imprenditoriale unitaria di gruppo si declina attraverso una proporzionalità, che comporta comunque l'affermazione delle indicazioni dettate dalla capogruppo nella cornice dei «principi di corretta gestione», affermati all'art. 2497, c. 1, c.c., e del rispetto degli obblighi, nascenti dall'ordinamento del credito⁴³.

Con l'esplicito riferimento a criteri di compensazione e all'equilibrio di distribuzione dei vantaggi, di cui al comma 3, *sub c*) dell'art. 37^{bis}, il decreto di riforma completa il richiamo ai caratteri, che l'art. 2545^{septies}, c.1, *sub 5*), c.c., enumera per definire il contratto del gruppo cooperativo paritetico⁴⁴, trasponendo nella disciplina di settore il modello caratteristico dell'organizzazione unitaria tra società cooperative⁴⁵. Il legislatore non fa uso diretto della

⁴³ In questo senso cfr. A. ZOPPINI, *I gruppi cooperativi (modelli di integrazione tra imprese mutualistiche e non nella riforma del diritto societario)*, cit., p. 774: «Intendo con ciò dire che, quale che sia il contenuto del contratto paritetico in senso stretto o più propriamente di “dominazione”, necessariamente l'esercizio dei poteri che esso attribuisce deve conciliarsi con il rispetto dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, con la tutela dei soci c.d. “esterni” al gruppo di controllo, nonché dei creditori delle società controllate»

⁴⁴ Cfr. M. LAMANDINI, *Nuove riflessioni sul gruppo cooperativo europeo*, cit., p. 64, per la tesi che la disciplina dell'art. 2545^{septies}, offre: «[...] un modello normativo tipico idoneo a dare trasparente veste formale ad aggregazioni d'impresa cooperativa». L'a. sostiene la possibilità che il gruppo sia guidato anche da società per azioni.

⁴⁵ Autorevole dottrina sostiene la liceità di un contratto, che costituisce un rapporto di controllo di natura gerarchica, cfr., tra gli altri, G. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. “Liber Amicorum” G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. Portale, II, Torino, 2007, p. 31; U. TOMBARI, *Autonomia privata e gruppi di imprese*, cit., «A suffragare normativamente tali affermazioni vi è non solo il disposto dell'art. 2497^{septies}, c.c., ma, più in generale, il riconoscimento da parte del nostro

qualificazione «paritetico», si preoccupa però di traslare i descritti elementi di diritto comune in un accordo, che, oltre ad inserirsi nello specifico contesto ordinamentale, si distingue per l'obbligo di adesione al gruppo e la durata indeterminata del contratto, oltreché per la contestuale e necessaria presenza di una garanzia solidale. La qualificazione paritetica, contrapposta al c.d. gruppo verticale, è resa incerta anche dalla presenza dei sottogruppi, che rimandano ad una struttura organizzativa disposta su più livelli di controllo, perciò con articolazione di funzioni non omogenea. Non è dubbio però che la fonte del controllo sia situata nel contratto, ma che questo configuri o meno un gruppo paritetico, l'intesa pattizia tra banche cooperative non esprime una libera valutazione sull'opportunità di adesione. La difesa degli scopi mutualistici postula infatti il consenso contrattuale, necessario per definire un controllo, richiesto *ex lege*. La possibilità di ponderare i vantaggi «derivanti dall'attività comune» ne risulta stretta tra un'uscita dal gruppo, con il conseguente abbandono della veste cooperativa, e l'evidente impossibilità di spingersi fino all'elisione dei poteri di direzione e coordinamento. La relazione tra poteri della capogruppo e facoltà delle controllate ha sollecitato la stessa Banca d'Italia⁴⁶ a sottolineare la necessità, che il soggetto controllante, quando necessario, possa esprimere pienamente i suoi poteri d'intervento. Stabilire il concreto contenuto dell'affermata parità appartiene all'autonomia negoziale dei contraenti, ma lo schema di contratto deve rispettare il «contenuto minimo», dettato dalle disposizioni attuative, ed essere sottoposto al preventivo esame dell'Autorità, per un vaglio di compatibilità con la sana e prudente

ordinamento della liceità della c.d. direzione unitaria, con la conseguenza che la costituzione e/o la disciplina di un gruppo c.d. gerarchico rappresentano «interessi meritevoli di tutela» ai sensi dell'art. 1322, c.c., in quanto tali perseguibili anche attraverso lo strumento negoziale». Per l'opinione che individua nel contratto il carattere distintivo di un gruppo paritetico, tra gli altri, M. LAMANDINI, *u.o.c.*, p. 63: «[...] la quale si distingue dalla capogruppo del gruppo verticale essenzialmente per la sua governance (ispirata a ciò che Renzo Costi, ben a ragione, ha descritto come «centralismo democratico») e per il fondamento contrattuale e non proprietario dei suoi diritti di ingerenza sulle controllate».

⁴⁶ Cfr. C. Barbagallo, *cit.*, p.7: «Tuttavia, anche in un gruppo paritetico, nei casi di deviazione dalle linee di indirizzo e controllo fissate dalla capogruppo, deve essere possibile per quest'ultima esercitare poteri pregnanti di nomina, revoca, sostituzione degli organi delle controllate».

gestione, certamente sensibile all'efficacia dell'azione della capogruppo. Declinazione di un'autonomia imprenditoriale, che, malgrado i vistosi vincoli, è volta al perseguimento dell'oggetto sociale ed al conseguente esercizio delle prerogative della controllante.

Un percorso costitutivo cogente, con adesione indotta delle banche cooperative⁴⁷, accentua le esigenze di tutela da apprestare ai soci, spinti dalla riforma in un contesto, che si vuole di maggiore sicurezza e stabilità, ma altro, rispetto alla originaria scelta di partecipazione. Se la migliore salvaguardia per ogni socio risiede nella più forte solidità, che il gruppo consegue, la posizione individuale di ciascuno subisce modificazioni di diverso segno, tra coloro che nel nuovo assetto vedono dilatare l'ambito della propria responsabilità patrimoniale e coloro che se ne avvantaggiano. La tutela che appresta l'art. 2545^{septies} c.c. consente il recesso alla cooperativa, che consideri «pregiudizievoli per i propri soci» le condizioni dello scambio. Unitamente alla responsabilità, che l'art. 2497 c.c. delinea per la capogruppo, per «il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione» dei soci delle controllate, violando i «principi di corretta gestione», costruisce una linea di difesa, attenta ai contenuti patrimoniali dell'investimento. A fronte dell'adesione necessaria e di una durata indeterminata dell'accordo, l'art. 37^{bis}, c. 3 *sub* d) e c. 5, affida al contratto di coesione la determinazione dei criteri di un recesso, che resta subordinato all'autorizzazione dell'Organo di vigilanza. Il presupposto del pregiudizio subito o subendo è richiesto dalla disciplina comune, che non consente un recesso unilaterale meramente discrezionale, ma non è sufficiente per le banche cooperative. Nel nostro caso infatti la valutazione dell'eventuale pregiudizio deve mostrarsi congrua con il più generale interesse alla sana e prudente gestione del gruppo, secondo il giudizio rimesso all'Autorità. Si aggiunga che al recesso conseguono i medesimi effetti

⁴⁷ Con riferimento al gruppo cooperativo paritetico, tra gli altri, cfr. M. IENGO, *Processi di sviluppo e integrazione: i gruppi cooperativi*, in *Processo di sviluppo e integrazione. I gruppi cooperativi*, 2015, p. 90: «[...] la regolazione di una, più o meno ampia, eterodirezione di un'impresa su un'altra, deve comunque essere tale da non pregiudicare gli interessi della società dominata (quindi anche dei rispettivi soci e creditori), escludendo pertanto la conseguente totale deresponsabilizzazione dei gestori dell'impresa dominata [...]».

dell'esclusione, cioè la perdita del requisito di accesso all'attività creditizia in veste cooperativa e l'abbandono della causa mutualistica. Il gruppo ne risulta così configurato come un contenitore con obbligo di entrata ed uscita limitata, quest'ultima possibile solo a seguito di mutazione di forma societaria. Il che, a dispetto dei vantaggi, più o meno conseguiti, lascia prevalere un collettivo interesse, che si vuole coniugato con il rispetto dello scopo mutualistico, proprio delle controllate ed eletto a criterio della conduzione unitaria del gruppo.

É ancora nel contratto di coesione che, oltre alla determinazione degli indirizzi di governo, sono individuati poteri di verifica del rispetto dei requisiti prudenziali, di nomina o revoca dei componenti degli organi amministrativi e di controllo delle società aderenti, fino alla decisione di escludere una banca per violazione degli obblighi assunti. I poteri della capogruppo, dotata dei mezzi per incidere sulle funzioni gestorie di ogni controllata, sono potenziati dalla possibilità di nomina e revoca diretta, ancorché motivata, degli esponenti delle banche partecipanti, che arriva ad oscurare le prerogative tipiche dell'assemblea⁴⁸. Alla capogruppo sono assegnati anche poteri di controllo e «di influenza», finalizzati alla verifica del rispetto «dei requisiti prudenziali e delle altre disposizioni», che devono consistere in un'attività certamente più incidente, rispetto al compito di emanare «disposizioni [...] per l'esecuzione delle istruzioni [...]» che viene attribuito, nell'ambito della disciplina dedicata al gruppo bancario, dall'art. 61, c. 4, tub, al soggetto, che eserciti direzione e

⁴⁸ La formulazione originale del decreto in commento limitava la possibilità di intervento per «[...] nominare, opporsi alla nomina o revocare uno o più componenti [...]», a casi «eccezionali». Carattere che avrebbe rischiato di escludere la situazione di controllo, in base ai principi contabili stabiliti all'IFRS 10 e che, in sede di conversione, è stato rimosso. Cfr. inoltre M. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, cit., p. 91: «Centrale dunque (e probabilmente inevitabile), ma non decisiva a fini di una effettiva unitarietà d'indirizzo, sarà l'attribuzione alla capogruppo del potere di nominare e revocare almeno la maggioranza degli amministratori, caratteristica questa ritenuta indispensabile dall'Autorità di vigilanza, ma non gradita al mondo del credito cooperativo (cfr. Comunicazione del 19 dicembre 2015 dal sito ufficiale del Credito Cooperativo “I 10 punti della nostra proposta di autoriforma del Credito Cooperativo” in <http://www.creditocooperativo.it>), perché trasferirebbe in ambito extrasocietario ed extraterritoriale l'individuazione della governance della banca di credito cooperativo, snaturando così il sistema di democrazia economica fondato sul “consenso” alla base del modello cooperativo».

coordinamento su gruppi bancari. La norma va oltre la funzione prescrittiva e fornisce il potere di verificare ed ottenere il rispetto delle regole, con mezzi da individuare, ma che sembrano prefigurare la possibilità di diretta ingerenza nelle decisioni delle controllate. Il punto d'equilibrio, che si viene a stabilire tra il governo coordinato ed unitario del gruppo bancario cooperativo ed il rispetto dell'autonomia decisionale delle strutture societarie aggregate, si sposta in avanti, accentuando la subordinazione delle seconde⁴⁹. Nello stesso tempo risulta innalzato il grado di responsabilità che viene attribuito alla capogruppo, chiamata ad ottenere il concreto rispetto delle regole presso tutte le partecipanti, realizzando una prima linea di presidio in chiave di vigilanza. Di converso la tutela offerta dall'art. 2497, c. 1, c.c. al socio della controllata si amplia a considerare la corretta gestione societaria anche sotto questo profilo. A simili prerogative si associa anche il potere di irrogare la sanzione estrema dell'esclusione dal gruppo, delineando un rapporto, che è faticoso considerare paritetico. Non si realizza l'esproprio delle prerogative di governo delle banche controllate, è però conseguente osservare come sia inevitabile che l'autonomia di gestione della singola banca si riduca, malgrado la dichiarata proporzionalità d'azione. In parallelo gli organi di gestione della capogruppo esercitano le proprie funzioni d'indirizzo, tenendo ferma la bussola della sana e prudente amministrazione, che non può coincidere con la mera verifica dei requisiti prudenziali e degli altri obblighi imposti dalle regole di vigilanza, ma esige una conduzione rivolta al successo imprenditoriale.

6. Una banca di credito cooperativo, fuori dal gruppo bancario cooperativo, può scegliere di modificare il proprio assetto societario ovvero di avviare la liquidazione. D'altronde, in assenza del nuovo requisito previsto, l'attività creditizia non può essere esercitata, né autorizzata nella forma di provenienza. Può optare altresì per il

⁴⁹ Cfr. A. Zoppini, *I gruppi cooperativi (modelli di integrazione tra imprese mutualistiche e non nella riforma del diritto societario)*, cit., p. 767: «Il fenomeno del gruppo [...] sottende sia un problema inerente alle regole che consentano l'«emersione» della logica imprenditoriale di gruppo (cfr., esemplarmente, l'art. 2497ter c.c.), sia un problema che attiene ai mezzi di tutela apprestati a favore dei soggetti potenzialmente pregiudicati (art. 2497, comma 1, c.c.)».

cambiamento di veste senza uscire dal gruppo, qualora coinvolga le società bancarie controllate dalla capogruppo, di cui al comma 1, *sub c)*, art. 37*bis* e non comporti violazione del vincolo del controllo maggioritario, regolato al precedente punto *sub a)*. In questo caso non potrà ricorrere alla trasformazione, bensì solo a modalità che comportano la concentrazione di più soggetti in un'unica entità. Ipotesi operativa che può rispondere a finalità di razionalizzazione e trova ragione in situazioni molteplici, comunque riconducibili alla migliore gestione unitaria della pluralità delle imprese partecipanti. Da questo punto di vista l'eventuale presenza di sottogruppi, con al vertice una banca in forma di società per azioni, fornisce terreno adatto a simili sviluppi, soprattutto guardando a realtà di minore dimensione e ridotta consistenza patrimoniale.

La riforma ha modificato le previsioni contenute agli artt. 36 e 150*bis*, tub ed inserito una disposizione di carattere derogatorio all'art. 2, c. 3*bis* e ss. del decreto, per indirizzare i possibili percorsi di mutazione della veste societaria esclusivamente verso la società per azioni e confermare al contempo l'applicabilità degli obblighi di devoluzione del patrimonio effettivo. Lo specifico trattamento fiscale dedicato alle cooperative con mutualità prevalente⁵⁰ si riflette sulla loro capacità di creazione di patrimonio e riserve. In parallelo il passaggio delle risorse, così formate, a società lucrative è regolato da modalità di riequilibrio, che mantengono vincolati alle finalità proprie

⁵⁰ In argomento, tra gli altri, cfr. G. MARASÀ, *L'odierno significato della mutualità prevalente nelle cooperative*, in *Giur. comm.*, V, 2013, p. 847, dove: «[...] per molte importanti cooperative di settore, l'attribuzione della qualifica di cooperativa a mutualità prevalente avviene a prescindere dalla verifica della sussistenza in fatto dell'operatività prevalente con i soci nei termini di cui agli artt. 2512 e 2513, c.c. Ciò vale [...] per le banche di credito cooperativo (dove) [...] l'operatività prevalente con i soci è misurata con criteri diversi da quelli generali [...]», cfr. inoltre G. TRIMARCHI, *Brevi considerazioni sul problema della trasformazione di società cooperativa in società lucrativa contestuale alla perdita della mutualità prevalente*, Consiglio nazionale del notariato, 14 gennaio 2006, in www.notariato.it, p. 5: «In realtà è proprio nel sistema della riforma [...] che è dato rintracciare, per le cooperative, un peculiare regime di formazione del patrimonio sociale: le cooperative a mutualità prevalente hanno un patrimonio in larga misura formato da riserve indivisibili. Argomentando a contrario dalle disposizioni dell'articolo 2514 c.c., infatti, è agevole rilevare che il margine di presenza di riserve divisibili (nel senso ricavabile in chiave esegetica dall'articolo 2545*ter*) in questo tipo sociale è molto ridotto».

quei mezzi finanziari⁵¹ e si preoccupano di evitare conseguenze distorsive della concorrenza. Con la sostituzione del comma 5 dell'art. 150bis tub viene eliminato il riferimento all'art. 2545undecies, c. 1 e 2, c.c.⁵² - dettato per legare gli effetti devolutivi del patrimonio alla deliberazione di trasformazione delle cooperative diverse -, ricondotto nei ranghi della regola generale, in favore dell'espresso rinvio all'applicazione della norma d'interpretazione autentica contenuta all'art. 17 l. 388/2000⁵³, conferendo centralità all'obbligo di devoluzione in ogni situazione, che comporti la perdita dei caratteri della mutualità prevalente. Il ricordato comma 5 chiarisce poi, che gli effetti sono identici, qualora si faccia ricorso ad «operazioni di cessione dei rapporti giuridici in blocco e di scissione», funzionali alla costituzione di una banca «in forma di società per azioni». Quale sia la via prescelta, si ottiene sempre una mutazione eterogenea verso la

⁵¹ Cfr. sul punto R. GENCO, *Cooperative bancarie e obbligo di devoluzione in favore dei Fondi mutualistici per la promozione cooperativa. Applicazione dell'art. 17 legge n. 388/2000*, in *Giur. comm.*, II, 2014, p. 175, in nota a Cass. civ., 12 novembre 2013, n. 25368, sez. I: «Non a caso l'art. 17 l. n. 388/2000 fu introdotto proprio a salvaguardia del principio di indivisibilità in seguito alla previsione (allora eccezionale, in quanto per le coop non bancarie vigeva il divieto di trasformazione) di trasformazione delle banche cooperative in banche s.p.a. introdotto con l'art. 36 del Testo unico bancario. Rispetto all'obbligo di devoluzione patrimoniale l'elemento qualificante della fattispecie non è quindi l'estinzione della cooperativa in relazione allo scioglimento della società, ma la perdita della qualità di cooperativa del soggetto titolare del patrimonio indivisibile: fattispecie quest'ultima che si riferisce anche a casi diversi dallo scioglimento».

⁵² Cfr., con esame rivolto alla disciplina di diritto comune, L. DE ANGELIS, *La trasformazione eterogenea a dieci anni dalla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, III, 2014, p. 473: «Con questo precetto il legislatore del 2003 ha chiaramente voluto evitare che venisse surrettiziamente frustrato il divieto implicitamente posto alla trasformazione delle cooperative a mutualità prevalente in società ordinarie: divieto che, in assenza di una norma quale quella testè riferita, assai rilevante sul piano pratico, avrebbe potuto venire aggirato facendo perdere alle medesime cooperative i requisiti della mutualità prevalente per forgiare a scopi egoistici, e segnatamente a scopi lucrativi, i menzionati incentivi pubblici ricevuti [...]».

⁵³ La norma ha superato il giudizio di costituzionalità con Corte cost., 23 maggio 2008, n. 170, che ne ha confermato il carattere interpretativo: «[...] La norma censurata, infatti, è intervenuta in una situazione di incertezza del dato normativo e i criteri legali di ermeneutica rendevano possibile desumere dalle disposizioni interpretate la variante di senso che il legislatore ha inteso privilegiare, senza incidere né su orientamenti a tal punto consolidati da far ritenere implausibile la soluzione accolta, né su sentenze passate in cosa giudicata [...]».

forma lucrativa, con obbligo di devoluzione del patrimonio effettivo. L'intervento⁵⁴, che modifica invece l'art. 36, tub non considera più la sola fattispecie della fusione, ma anche in modo espresso la trasformazione. Nella sua nuova versione, al comma 1, si perde la locuzione «banche popolari», mantenendo la sola possibilità di fusione eterogenea per divenire società per azioni, il comma 1bis, a sua volta, prevede la trasformazione soltanto per assumere quella medesima veste societaria.

La diversa strada della fusione omogenea tra società cooperative a mutualità prevalente resta regolata dalle norme comuni, cui rinvia l'applicabilità dell'art. 2545novies c.c., confermata dall'art. 150bis, c.1, tub, anche nella versione novellata, ma non è alternativa all'obbligo di adesione al gruppo. Di fusione omogenea si potrebbe parlare anche laddove il risultato dell'operazione si traducesse nell'acquisizione dei caratteri di una banca popolare, posta l'identità di tipo societario, ma la già ricordata modificazione dell'art. 36 tub non ha altro significato, se non di chiusura rispetto ad operazioni di fusione da cui scaturisca una banca di quel genere⁵⁵. In sostanza il

⁵⁴ Per un esame dell'azione di riforma in materia societaria rispetto all'attività creditizia di banche cooperative cfr., tra gli altri, G. PETRELLI, *Le banche cooperative nella riforma del diritto societario*, Consiglio nazionale del notariato, 25 febbraio 2005, in www.notariato.it, p. 82: «È nota l'origine storica dell'art. 17 suddetto, che è stato emanato proprio in considerazione delle fattispecie di concentrazioni e trasformazioni bancarie (all'epoca era assolutamente vietata, per le cooperative “codicistiche”, la trasformazione in società lucrative), ma solo “ove non vietati”. Le norme a cui far riferimento sono oggi costituite dall'art. 150bis t.u.b., comma 1 (che esclude l'applicabilità alle banche cooperative degli artt. 2514, comma 2, e 2545octies c.c.), e comma 4 (che prevede l'indicazione necessaria delle clausole ex art. 2514, comma 1, c.c., negli statuti delle banche di credito cooperativo). Da tali disposizioni si desume che non è consentito alle banche di credito cooperativo “liberarsi” dalla loro specifica veste mutualistica, neanche per assumere quella di cooperativa “non agevolata”, se non nei casi eccezionali previsti dalla legge (per l'appunto, l'art. 36 t.u.b.). In definitiva, non è consentita - neanche con l'autorizzazione della Banca d'Italia - la mera modifica dell'oggetto sociale, o delle clausole statutarie della banca di credito cooperativo, al fine di assumere la veste di banca popolare».

⁵⁵ Non lascia dubbi in proposito quanto si legge in d.l. 18/2016, AC 3606-A, dossier per l'esame in Assemblea, marzo 2016, La riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria, p. 5: «La lettera b) elimina la possibilità di autorizzare fusioni tra banche di credito cooperativo e banche popolari,

cambiamento di veste societaria della banca di credito cooperativo non può limitarsi ad una modificazione causale - pur rilevante anche ai fini fiscali -, ma deve coinvolgere la struttura di *governance*, che caratterizza il modello. Ne nasce un'asimmetria rispetto al regime di accesso all'attività creditizia, che considera la banca popolare tra le forme societarie ammesse, mentre qui, al contrario, l'acquisizione di quella veste è interdetta. Le fusioni devono essere autorizzate dall'Autorità, il cui esame è volto a verificare se realizzate «nell'interesse dei creditori e qualora sussistano ragioni di stabilità», obiettivi che, di conseguenza, il legislatore della riforma sembra ritenere incompatibili con lo *status* di banca popolare cooperativa. Non c'è dubbio però, che la sana e prudente gestione che presiede all'esercizio dell'attività creditizia, in tutte le forme consentite, è sempre finalizzata alla stabilità del sistema ed alla tutela di ogni avente causa, creditori compresi. La limitazione introdotta obbedisce alla linea, che elegge la società per azioni come sola alternativa, nella prospettiva di favorire il ricorso al mercato dei capitali⁵⁶, ma ha l'effetto di esprimere una valutazione di adeguatezza di quella struttura societaria, che si sovrappone alla disciplina dettata dagli artt.

ferma restando la possibilità di autorizzare fusioni con banche costituite in forma di società per azioni».

⁵⁶ In proposito è utile ricordare come, trattando della riforma delle banche popolari, l'Organo di vigilanza consideri che: «[...] tra le finalità della stessa rientra quella di assicurare che l'attività bancaria di dimensioni rilevanti [...] sia esercitata in forme idonee a consentire la rapida ricapitalizzazione dei soggetti vigilati [...]», cfr. Banca d'Italia, atto di emanazione 9° aggiornamento del 9 giugno 2015, circ. 285/2013, II 2.

28 e ss. tub⁵⁷, confermando l'incertezza di ruolo riservata alle banche popolari residue⁵⁸.

La trasformazione trova invece previsione positiva, in un regime invariato d'inapplicabilità *ex art. 150bis* per le norme recate dagli artt. 2514, c. 2, 2545*octies* e 2545*decies* c.c., che lascia l'argomento alla disciplina speciale di settore. Non si registrano interventi sui *quorum* assembleari, già stabiliti all'art. 36, c. 2, tub, ma la trasformazione qui non ha il tono cogente, che ha assunto per le banche popolari. Sia l'ingresso, che l'uscita dal gruppo, vuoi per rigetto della richiesta di adesione, vuoi per esclusione ovvero per esercizio del recesso, sono decisioni che scaturiscono dall'esercizio dell'autonoma valutazione delle parti, ma soggette all'autorizzazione della Banca d'Italia, sempre secondo criteri di sana e prudente gestione. Gli stessi che l'Autorità di vigilanza è tenuta ad usare, per autorizzare ogni ipotesi di modificazione di struttura societaria. La strada della trasformazione è solitaria, volta a conservare autonomia al soggetto che muta veste societaria, e l'unità di obiettivo che presiede al processo amministrativo deve coniugare le ragioni che conducono all'uscita dal gruppo, come le violazioni degli obblighi di contratto richieste per l'esclusione o il pregiudizio dei soci che può motivare il recesso, con la soluzione attesa. L'indagine non può limitarsi ad accertare l'adozione dello strumento societario prescritto, ma deve acquisire ragionevole certezza delle effettive possibilità di raggiungere adeguata stabilità, sicché il percorso è sottoposto ad una vigilanza, che richiede di entrare nel merito delle decisioni prese dai soggetti vigilati ed

⁵⁷ Le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia in attuazione dell'art. 29 tub, definiscono le modalità di determinazione della soglia dimensionale, che è requisito per l'esercizio dell'attività creditizia in veste di banca popolare, recentemente introdotto con il d.l. 3/2015. Cfr. Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per le banche, *cit.*, aggiornamento del 9 giugno 2015, Premessa: «Il Testo unico bancario prevede che l'esercizio dell'attività bancaria da parte di società cooperative è riservato alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo. Il modello della banca popolare non può essere adottato né mantenuto da intermediari, singoli o facenti parte di un gruppo bancario, che presentano un attivo superiore a 8 miliardi di euro, rispettivamente a livello individuale e consolidato. Il TUB attribuisce alla Banca d'Italia il compito di dettare disposizioni di attuazione al riguardo»

⁵⁸ Sul punto cfr. ancora F. FIORDIPONTI, *Lo scopo mutualistico: un'assenza certificata*, *cit.*, p. 436.

acquista un ruolo, che sembra integrare caratteri di tono tutorio⁵⁹. È l'esercizio di una discrezionalità tecnica, che deve comparare le conseguenze dell'uscita dal gruppo con le prospettive offerte dal nuovo assetto societario e non può limitarsi a considerare il rispetto dei requisiti prudenziali, ma scende a valutare la concreta fattispecie in esame, per evitare un esito esiziale della scelta. A mente del comma *1bis* dell'art. 36 la via della trasformazione non prevede la permanenza nel gruppo, ma è praticabile soltanto a seguito dell'esclusione ovvero del recesso della banca dal gruppo, cioè solo in un momento successivo al suo ingresso ed entro il termine, da stabilire con le disposizioni, che il comma 7 dell'art. *37bis* riserva al Ministro. Le disposizioni attuative dell'art. 2, c.3 del decreto, aprono però anche alle banche «che non aderiscono ad un gruppo bancario» nei termini previsti, in modo che la trasformazione sia utilizzabile, in questa prima fase, anche senza preventiva adesione.

Non si consuma alcuno strappo con le regole di riequilibrio tra i vantaggi ottenuti dalla fiscalità agevolata delle cooperative a mutualità prevalente e il passaggio alla forma della società lucrativa. Di converso la devoluzione del patrimonio effettivo ai fondi mutualistici comporta un depauperamento della consistenza della banca oggetto della mutazione, che non manca di condizionare ogni valutazione in ordine agli obiettivi di rafforzamento, che s'intendono perseguire, e lascia prevedere una casistica piuttosto selettiva.

7. Il decreto di riforma aveva introdotto un'opzione alternativa all'adesione al gruppo nel comma 5 del nuovo art. *37ter*, tub, poi profondamente modificata in sede di conversione e collocata tra le disposizioni di attuazione dettate ai commi *3bis* e ss. dell'art. 2 del decreto. È ora configurata come una deroga al novellato comma 5 dell'art. *150bis*, che non concilia l'attività creditizia con la veste cooperativa, ma ricorre al conferimento dell'azienda bancaria in una società per azioni «anche di nuova costituzione», mantenendo le riserve indivisibili in capo alla conferente⁶⁰. Il dettato del comma *3bis*

⁵⁹ Cfr. G. VISENTINI, *La filosofia della società per azioni e l'esperienza italiana*, cit., p. 759 per una distinzione tra vigilanze «ordinatorie del mercato» e «tutorie, sostitutive e integrative dei rimedi del diritto privato [...]».

⁶⁰ Cfr. Senato della Repubblica, D.L. 18/2016, A.S. 2298, Dossier (Modifiche all'art. 150-bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385): «[...] Con le

indica che il carattere derogatorio della norma risiede nella mancata devoluzione del patrimonio ai fondi mutualistici, altrimenti necessaria, con il risultato implicito di segnalare che la particolare modalità di conferimento ivi definita è accessibile soltanto attraverso la deroga introdotta. D'altronde le previsioni dei commi 1 e 4, dell'art. 150bis, tub, mantengono il rinvio applicativo al comma 1 dell'art. 2514 c.c., confermando la chiusura, rispetto a fattispecie modificative della causa mutualistica, diverse da quelle ammesse⁶¹ dall'ordinamento di settore. Tra queste, per effetto dell'ampliamento disposto dall'intervento di riforma, sono ora anche la cessione dei rapporti giuridici in blocco e la scissione. Alla perdita della causa originaria si connette l'obbligo di devoluzione, sancito mediante l'art. 17 l. 388/2000.

Il successivo comma 3^{quater} precisa che la cooperativa conferente mantiene le riserve indivisibili, che si conservano integre, e prosegue la propria attività, modificando il proprio oggetto sociale. L'operazione di conferimento in una società per azioni riguarda l'azienda bancaria, individuando nel complesso dei beni ceduti l'unità di scopo e gli elementi idonei ad integrare le previsioni dell'art. 2555 c.c. ed a consentire l'utile svolgimento dell'attività creditizia⁶²,

modifiche apportate, in sintesi, si consente alla BCC (o a più banche insieme) di evitare l'effetto devolutivo presentando alla Banca d'Italia un'istanza per conferire l'azienda ad una S.p.a. esercente attività bancaria. Rispetto alla formulazione originaria, viene fissata una specifica data alla quale commisurare il patrimonio netto, ai fini dell'applicazione della disciplina in esame. Resta fermo comunque l'obbligo di devolvere una somma allo Stato, che non è più pari al venti per cento delle riserve, ma al venti per cento del patrimonio netto. La cooperativa conferente modifica la propria struttura al fine di escludere l'esercizio di attività bancaria. Sono previste, in dettaglio, le conseguenze per la mancata ottemperanza alle norme così introdotte».

⁶¹ Cfr. *infra* nota 54.

⁶² La dottrina indica nell'azienda la presenza di un complesso di «beni» collegati da un vincolo funzionale, che rende l'insieme idoneo all'esercizio di una determinata impresa. Cfr. *ex multis* G. FERRI, in *Enc. giur. it.*, voce Azienda: «Il complesso aziendale si presenta cioè non soltanto come un tutto unico, ma addirittura come un tutto indivisibile e l'indivisibilità della azienda è affermata espressamente in sede di divisione ereditaria (art. 722); e, per altro, si ricava dal fatto che il frazionamento del complesso aziendale importa la perdita del valore di avviamento. Come la destinazione ad una funzione unitaria è opera dell'imprenditore, così per volontà di lui i singoli beni possono essere sottratti alla

mutando però la destinazione della rilevante quota indivisibile del patrimonio. Di quest'ultima non cambia il soggetto titolare⁶³, che perde l'attività creditizia, ma conserva causa mutualistica piena. Si realizza così una scissione parziale del patrimonio della banca di credito cooperativo, che ne evita la devoluzione ai fondi. In altre parole non vi è scioglimento della cooperativa di prevalente mutualità, né soppressione delle clausole statutarie, di cui all'art. 2514 c.c., ed alla società conferitaria giunge solo quanto divisibile del patrimonio. Di conseguenza a fronte della continuità di causa nel soggetto conferente e della permanenza presso quest'ultimo delle riserve indivisibili, la mancata devoluzione del patrimonio netto ai fondi mutualistici appare fisiologica, proprio perché non si realizza una fattispecie traslativa degli effetti del vantaggio fiscale, nel rispetto della regola della indivisibilità. Salvo considerare che il contenuto patrimoniale della cooperativa conferente si riflette sui requisiti prudenziali su base consolidata e che la stessa quota divisibile del patrimonio origina da un'attività, che ha beneficiato del miglior trattamento fiscale. L'eccezionalità della misura va piuttosto rinvenuta nello stesso percorso modificativo, che appare consentito soltanto nei limiti dettati dalla norma, fuori dei quali torna il divieto che restringe la scelta alle opportunità disciplinate dal combinato disposto degli artt. 36 e 150bis, c. 5, tub. L'elemento patrimoniale resta però base imponibile, per versare «al bilancio dello Stato» un quinto della sua consistenza «al 31 dicembre 2015». Il decreto modifica il presupposto dell'imposizione tributaria: l'obiettivo del prelievo non è il riequilibrio tra il trattamento fiscale agevolato di cui ha goduto l'attività mutualistica e la diversa destinazione delle risorse finanziarie costituite nel tempo, bensì un intervento specifico, con destinazione del tributo rivolta verso la fiscalità generale, corrispettivo

loro destinazione funzionale e può addirittura essere eliminato il complesso aziendale». Cfr. D. VATTERMOLI, *Commento all'art. 58*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, (a cura di) F. BELLÌ, G. CONTENUTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO e V. SANTORO, Milano 2010, con riferimenti a dottrina e giurisprudenza in argomento, p. 523: «[...] Altra dottrina è invece dell'avviso che nel concetto di azienda ricadano soltanto i beni in senso stretto [...] Quest'ultima invero sembra la soluzione più convincente stante il chiaro dettato dell'art. 2555 c.c., che fa espresso riferimento ai "beni" organizzati dell'imprenditore».

⁶³ Cfr. *infra* nota 51.

dell'opportunità alternativa che viene accordata. L'impostazione rovescia la *ratio* della misura e si presenta ora come un costo per il soggetto, che intende avvalersi del conferimento, pur assicurando un trattamento fiscale sensibilmente più favorevole rispetto all'ipotesi devolutiva, sicché la soluzione offerta apre all'abbandono della forma cooperativa per l'esercizio dell'attività bancaria, con salvezza di buona parte della consistenza patrimoniale della conferente.

Il decreto richiama poi l'applicazione dell'art. 58 tub⁶⁴ e delle conseguenti Istruzioni, che regolano le cessioni aggregate in favore di banche⁶⁵ e prevedono una soglia di rilevanza, oltre la quale s'innesci il processo autorizzativo⁶⁶, con verifica volta ad accertare la presenza dei requisiti di qualità previsti, in funzione del rispetto delle regole prudenziali «in materia di concentrazione dei rischi e di adeguatezza patrimoniale». La facoltà di proporre istanza è da esercitare entro il termine di sessanta giorni, decorrenti dall'entrata in vigore della legge di conversione. In sintesi la scelta è considerata congrua con gli obiettivi di rafforzamento patrimoniale, solo se attuata con immediatezza, per poi lasciare il campo alle modalità alternative

⁶⁴ Cfr. sul punto U. MINNECI, *Cessione in blocco: tra disciplina della operazione e obblighi successivi del cessionario*, in *www.dirittobancario.it*. A proposito di ABF Milano, n. 5009/2013, dicembre 2013: «[...] La soluzione adottata appare senz'altro condivisibile, perché quella di cui all'art. 58 t.u.b. costituisce, al pari delle apposite discipline in tema di cessione del credito, del contratto e di azienda, un regime che attiene non al negozio di disposizione in quanto tale, bensì al segmento particolare del suo oggetto (cfr. P. MASI, *Commento all'art. 58*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da Capriglione, Padova, 2012, I, p. 726)».

⁶⁵ Cfr. D. VATTERMOLI, *Commento all'art. 58*, *cit.*, p. 518 ss.: «[...] va ora individuato l'ambito oggettivo della stessa, ossia le tipologie di cessioni, che rientrano nell'ambito applicativo dell'art. 58. La norma fa riferimento all'azienda, ai rami d'azienda ed ai beni e rapporti giuridici individuabili in blocco». Cfr. inoltre M. PERRINO, *Commento all'art. 58*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013, I, p. 663 ss.: «[...] il contenuto, e per ciò stesso l'oggetto delle cessioni "in blocco", è piuttosto la successione dell'acquirente in un complesso, anziché in una pura e semplice lista di situazioni giuridiche».

⁶⁶ Cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, circ. n. 229 del 21 aprile 1999, *cit.*, Tit. III, Cap. 5, p. 4: «Sono sottoposte ad autorizzazione della Banca d'Italia le operazioni di cui al par. 1 della presente Sezione quando la somma delle attività e delle passività oggetto della cessione supera il 10% del patrimonio di vigilanza della banca cessionaria [...]».

previste in via ordinaria, conferendo a questa soluzione il tono del beneficio transitorio. In proposito la positiva definizione di azienda bancaria, che il decreto di riforma contiene, conferma che può sussistere adeguata capacità di utile esercizio del credito, malgrado la depotenziata forza patrimoniale. D'altra parte è possibile giungere ad un analogo giudizio di congruità anche in relazione a successive fattispecie di cessione, che, di regola, incorrono nell'obbligo di devoluzione. In altre parole la capacità di rispettare i requisiti di accesso all'attività creditizia, per un'azienda bancaria che assume la forma di società per azioni richiede un esame obiettivo, rispetto al quale il termine apposto dalla deroga in esame è elemento esterno, che riguarda il procedimento e non attiene alla geometria dell'azienda, che sempre sarebbe privata del patrimonio indivisibile, ma ha l'effetto di indirizzarlo ad altri fini. Insomma se il rovesciamento del presupposto impositivo ha risolto le problematiche connesse agli obblighi di devoluzione, offre il vantaggio di conservare il patrimonio originario a quelle banche cooperative, che presentino istanza nei termini previsti, ed apre il campo ad inevitabili perplessità sul pieno rispetto del principio di parità di trattamento.

8. A sostegno dell'apertura della via alternativa in discorso è stato invocato il principio della libertà d'impresa, oppresso dall'adesione di necessità al gruppo bancario, sottolineando che, mediante il conferimento dell'attività bancaria verso una società lucrativa, si conservano gli originali caratteri della mutualità prevalente e si persegue una migliore efficacia competitiva⁶⁷. In altre parole i

⁶⁷ Cfr. tra le considerazioni più diffuse, affidate alla stampa, M. MUCCHETTI, *Appunti e critiche per correggere la riforma del credito cooperativo*, in *www.ilfoglio.it*, dove tra l'altro: «[...] La riserva indivisibile resterebbe nella Bcc, e tuttavia sarebbe investita non più nell'attività aziendale mutualistica che la giustificava, ma nella partecipazione in una banca che sarà, a questo punto, a fini di lucro. Una simile soluzione era stata considerata non conforme alla Costituzione quando era stata prospettata per le popolari, che non hanno favor fiscali. A maggior ragione la censura dovrebbe scattare per le Bcc», *contra* N. ROSSI, *La riforma delle Bcc è efficace perché tutela mercato e cooperazione*, o.u.c. «[...] Già oggi molte Bcc investono il loro patrimonio in SpA a fini di lucro (il caso più eclatante essendo Iccrea Holding SpA che non risulta essere una onlus) e lo saranno ancor più domani detenendo le quote di partecipazione al capitale della holding del gruppo bancario cooperativo (che anch'essa, ai sensi del decreto, non risulta essere una onlus). Ancor

medesimi obiettivi, assegnati alla costruzione del gruppo bancario cooperativo, vengono qui affidati ad una soluzione, che individua nella separazione della causa lucrativa da quella mutualistica un equilibrio idoneo ad assicurare i risultati, che la riforma si propone, anche se attuati in scala ridotta. L'opzione infatti è riservata alle banche di credito cooperativo con patrimonio netto maggiore di duecento milioni, o meglio, in forma congiunta, anche alle altre, purché almeno una di esse raggiunga quella soglia⁶⁸. L'aspetto dimensionale definisce la consistenza minima necessaria per puntare all'autonomia ed evita una replica del frazionato assetto di categoria, ma comporta anche una valutazione di adeguatezza patrimoniale, che il legislatore esprime rispetto ad un'ipotesi operativa atomistica e di contenuto rilievo economico, perciò antitetica alle istanze che sostengono l'introduzione del gruppo bancario cooperativo. La dimensione è qui considerata come aspetto discriminante la possibilità di ricorso alla norma derogatoria, è riferita alla conferente e non attiene alla solidità dell'ente creditizio, che dovrà solo rispondere ai requisiti di accesso all'attività creditizia previsti per una società per azioni⁶⁹. Peraltro è elemento da commisurare con i requisiti di capitale

meno fondata è la seconda osservazione. Basta visitare in rete i siti di alcune delle Bcc che starebbero valutando costi e benefici della *way out* per capire che la Cooperativa scorporante, dopo l'eventuale scorporo, si occuperebbe di sanità, di coesione locale, di cultura»

⁶⁸ Cfr. Senato della Repubblica, nota di lettura n. 126: «[...] In proposito la Banca d'Italia nel corso dell'audizione svolta presso la VI Commissione della Camera, 1 marzo 2016, ha evidenziato che a giugno 2015, le BCC con patrimonio netto superiore a 200 milioni erano 14 e rappresentavano circa il 21 per cento degli attivi della categoria. Nella citata audizione la Banca d'Italia ha rilevato la necessità di valutare se la misura prevista per l'imposta straordinaria non conceda vantaggi ingiustificati a chi esercita l'opzione di uscita, risultando inferiore al complesso delle agevolazioni fiscali ricevute dalla cooperativa nel corso del tempo. Ha, inoltre evidenziato la necessità di valutare approfonditamente la conformità dello schema alla disciplina europea degli aiuti di Stato».

⁶⁹ La soglia individuata per consentire il conferimento è vincolo specifico che si somma al requisito di capitale minimo. Cfr. Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per le banche, circ. n. 285 del 17 dicembre 2013, cit., Titolo I, cap. I, sez. II, p. 40: «Ai fini del rilascio dell'autorizzazione all'attività bancaria, l'ammontare minimo del capitale iniziale è stabilito in: - 10 milioni di euro per le banche in forma di società per azioni, per le banche popolari e per le banche di garanzia collettiva; [...]».

minimo e di patrimonio di vigilanza richiesti⁷⁰, è necessario infatti disporre dei margini necessari per ottemperare ai requisiti prudenziali, malgrado il mantenimento delle riserve indivisibili presso la cooperativa riduca in modo sensibile i mezzi finanziari, che fanno parte del compendio aziendale da trasferire. Così se quell'indicatore numerico non sembra riferirsi a criterio diverso dall'empirica selezione degli enti interessati, concorre comunque a stabilire la solidità dell'azienda in discorso. Si delinea una situazione dove la cooperativa conferente esprime un controllo, che, fatti salvi gli effetti di un'iniziativa congiunta, integra le previsioni dell'art. 23 tub e la colloca entro il perimetro di vigilanza definito dal successivo art. 65. La controllante manifesta però caratteri estranei al profilo soggettivo dettato dall'art. 60 tub per individuare una società capogruppo⁷¹ e coincidenti piuttosto con la definizione dell'impresa non finanziaria⁷², che si rinviene nella regolazione secondaria. È un assetto che riposa sulla presenza prevalente di partecipazioni in imprese non finanziarie,

⁷⁰ Cfr. Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza per le banche, circ. n. 229 del 21 aprile 1999, cit. Tit. IV, Cap. 1, p. 7: «Il patrimonio di vigilanza individuale non può essere inferiore al capitale iniziale richiesto per l'autorizzazione all'attività bancaria»

⁷¹ Per l'opinione che identifica nel controllo il presupposto per la sussistenza del gruppo, espressa prima della emanazione della Direttiva 2013/36UE (CRD IV), cfr. S. CAPIELLO e E. OLIVIERO, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, (a cura di) E. GALANTE, Padova, 2008, p. 711: «[...] L'eventuale questione circa la valenza e la rilevanza da attribuire al controllo, se cioè esso sia di per sé condizione necessaria e sufficiente per ravvisare la presenza di un gruppo creditizio o se, viceversa, al controllo debba accompagnarsi qualche ulteriore elemento, deve essere risolta nel senso della prima delle due affermazioni».

⁷² Cfr. Banca d'Italia, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, circ. n. 263 del 27 dicembre 2006 e successivi aggiornamenti, Tit. V, Cap. 4, p. 6: «impresa non finanziaria», un'impresa diversa da una banca, da un IMEL, da un'impresa assicurativa, finanziaria o strumentale. Rientrano nella definizione di «impresa non finanziaria» le imprese che, svolgendo in via esclusiva o prevalente l'attività di assunzione di partecipazioni, detengono interessenze prevalentemente in imprese non finanziarie con lo scopo di dirigerne e coordinarne l'attività. L'attività di direzione e coordinamento si presume in capo alla società di partecipazioni tenuta a consolidare nel proprio bilancio le imprese partecipate e comunque in caso di controllo. Sono imprese non finanziarie anche le società aventi per oggetto sociale esclusivo il possesso di partecipazioni e che detengono investimenti in un'unica impresa non finanziaria.

appunto la banca scorporata, e che non appare idoneo a configurare un gruppo bancario, quale disciplinato dall'ordinamento di settore.

L'adeguamento dell'oggetto sociale è conseguente al conferimento dell'azienda e richiede il rispetto delle clausole statutarie, che applicano il canone dell'art. 2514 c.c., per l'obbligo dettato dal legislatore, che assegna queste cooperative al mondo della mutualità prevalente, pur configurando un diritto disponibile, che non chiude a successive modificazioni, da regolare però secondo le consuete disposizioni di natura fiscale. Sono in particolare gli aspetti regolati in base all'art. 35, c. 2 tub, a perdere funzione, in rapporto alla cessazione dell'attività bancaria, ad eccezione, forse, della competenza territoriale, che potrebbe ancora conservare un ruolo. La modificazione dell'oggetto si associa al divieto di esercitare il diritto di recesso, riservato «ai soci che non hanno concorso alle deliberazioni» dall'art. 2437, c. 1, lett. a) c.c. La riforma non ha agito sui *quorum* assembleari, com'è accaduto per le banche popolari, ed i soci sono chiamati a manifestare il loro voto, nel rispetto delle maggioranze previste dagli statuti, a mente dell'art. 36, c.2 tub. Il divieto interviene sulla componente sociale, che non ha partecipato alla decisione e sembra finalizzato a prevenire gli effetti di un esodo di minoranze organizzate. Peraltro la compressione del diritto di recesso, che sia legata alle ripercussioni di natura finanziaria o piuttosto al rischio di una riduzione significativa dell'area dello scambio mutualistico all'interno della società cooperativa, riduce le tutele del socio in rapporto ad esigenze, che è difficile ricondurre ad obiettivi di bilanciamento con il collettivo interesse alla stabilità del sistema creditizio.

Il legislatore si è ispirato con evidenza all'esperienza della riforma Amato ed al processo di scorporo delle aziende bancarie allora adottato per condurre il sistema creditizio nazionale fuori dal controllo pubblico. Ora il contesto è tutt'altro, ma si è tornati ad utilizzare il conferimento d'azienda, per separare funzioni ed obiettivi fin qui caratterizzanti la banca di credito cooperativo. Mentre però il rapporto tra le fondazioni di origine bancaria e gli enti creditizi scorporati si è andato faticosamente attenuando, sotto la spinta di successivi

interventi normativi, in questo caso il legame si presenta solido⁷³. Il conferimento mantiene il controllo, singolo o congiunto, alle cooperative cedenti, che modificano l'oggetto della propria attività, ma confermano le originarie finalità mutualistiche e acquistano, anzi, l'obbligo di «assicurare ai soci servizi funzionali al mantenimento del rapporto con la [...] conferitaria». Quest'ultima esercita l'attività creditizia, ma deve concorrere al pieno realizzarsi degli obiettivi mutualistici, in forza di quel rapporto con i soci della conferente. È un retaggio delle finalità originali del contratto associativo, che, uscite dalla sfera operativa della cooperativa, vengono proiettate in una dimensione negoziale, che occorre definire con l'azienda bancaria controllata. Si individua una linea di difesa dello scopo, che ha dato vita all'iniziativa dei soci, inserendo però un vincolo per la banca conferitaria, le cui conseguenze restano da verificare sul piano dei fatti, ma ne fanno elemento distintivo rispetto alla generalità delle banche in veste di società per azioni. Oltre ad aggiungere generici obiettivi di formazione «sui temi del risparmio» e promozione di programmi assistenziali, il riformatore sembra affidare al rapporto descritto un ruolo sostitutivo di quei benefici sociali, che il socio attendeva in termini di servizi nello specifico settore del credito. Ha dovuto infatti confrontarsi con l'esigenza di individuare il nuovo contenuto mutualistico delle cooperative, che si privano della loro attività originaria, per assumere partecipazioni. Difficile sostenere che la mutualità possa trovare attuazione nella mera detenzione di azioni di società lucrative ed in proposito vengono sottolineate le finalità solidaristiche e di sviluppo del territorio, proprie della cooperazione, che trovano sostegno nei risultati conseguiti dalla banca controllata. Vale ricordare quanto già osservato per le fondazioni di origine bancaria, sottolineando come la presenza di enti capaci di intervenire

⁷³ Al momento della redazione di queste note alcune banche di credito cooperativo hanno già manifestato la loro intenzione di ricorrere alla *way out*. Tra queste la bbc di Cambiano, cfr. in www.bancacambiano.it: «[...] L'assemblea si è pronunciata, votando il "way out" dal futuro gruppo unico delle Bcc con un atto di indirizzo, che sarà deliberato in assemblea straordinaria, la trasformazione in Spa [...]». La bcc Cassa Padana, cfr. in www.cassapadana.it dove, tra l'altro si legge che «[...] a determinate condizioni possiamo oggi continuare [...] la nostra storia secondo i binari della "libertà" e della "responsabilità e in condizioni di autonomia [...]».

in modo liberale a sostegno dello sviluppo socio economico dei territori – secondo la celebre statuizione del giudice costituzionale riferita alla fondazioni⁷⁴ - sia modalità di attuazione del principio di sussidiarietà.

Faticoso però ritenere che la delicata questione del bilanciamento tra istanze collettive di tutela e stabilità del sistema e principio di libertà di iniziativa economica, venga risolta con una previsione di effetto temporaneo e tenore derogatorio. Si possono leggere altresì effetti di diversa portata, che, con l'attribuzione alla cooperativa conferente del controllo sulla società bancaria, ne difendono i conseguenti poteri d'indirizzo e di nomina degli organi di gestione. In sostanza le originarie modalità di *governance* non impattano più in modo diretto sull'attività creditizia, ma proiettano i propri equilibri sull'azienda controllata.

⁷⁴ Il riferimento è alle sentenze Corte Cost. 29 settembre 2003, nn. 300 e 301.

Efficienza e legittimazione delle istituzioni pubbliche: il caso del SRB

SOMMARIO: 1. Legittimazione delle istituzioni pubbliche: nuovi profili di un tema tradizionale; 2. Il “modello classico” di agenzie europee; 2.1. La legittimazione delle agenzie europee; 3. Il SRB come nuovo soggetto di diritto pubblico europeo; 3.1. Gli strumenti di legittimazione del SRB; 4. Legittimazione, expertise ed efficienza; 5. Conclusioni.

1. Strettamente connessi alla natura e alla funzione della pubblica amministrazione, i temi della legittimazione di quest’ultima e dell’individuazione degli strumenti atti a garantirla sono da sempre oggetto dell’attenzione degli studiosi di diritto pubblico¹. Intendendo legittimazione come la “fiducia” che l’ordinamento nutre verso le istituzioni titolari dei poteri dello Stato², pare evidente come tale aspetto risulti differente in relazione ad apparati preposti al perseguimento concreto dei pubblici interessi, pur in assenza di un legame rappresentativo con il corpo elettorale, come le pubbliche amministrazioni, rispetto a quanto non accada per organi democraticamente eletti, quali, tradizionalmente, gli organi legislativi.

Conseguentemente, la legalità è stata spesso intesa come sinonimo di legittimazione (democratica) per gli apparati amministrativi, in quanto il rispetto delle finalità, dei principi e, in generale, dei dettami normativi sanciti da un organo rappresentativo avrebbe dovuto assicurare la corrispondenza dell’azione amministrativa alla volontà

¹ Basti il richiamo a M. WEBER, *Economia e società*, Milano, 1961, nello specifico p. 307, in cui l’Autore si interroga sul “fondamento della posizione di potenza dei titolari degli uffici [pubblici]”, già ravvisandone lo stretto collegamento con la “preparazione specialistica” e sottolineando la tensione contrapposta alle dinamiche di democraticizzazione.

² In tal senso, M. JACHTENFUCHS, *Democracy and Governance in the European Union*, in *European Integration online Papers*, Vol. 1, 1997, p. 7, reperibile all’indirizzo: <http://eiop.or.at/eiop/pdf/1997-002.pdf>. Analogamente, vedasi la definizione di “legittimazione” contenuta in F. GALGANO (diretto da), *Dizionario enciclopedico del diritto*, I, Padova, 1996.

degli elettori³. A ben vedere, però, è la natura stessa della funzione di amministrazione attiva che limita la portata legittimante della legalità, in quanto, spesso, il dettato normativo puntuale e specifico deve cedere il passo a previsioni “elastiche” che garantiscano necessari margini di discrezionalità, i quali consentano alla P.A. di meglio operare in relazione alla complessità delle ipotesi proprie della realtà concreta⁴. Da ciò, il rischio di un “allontanamento” dalla volontà del legislatore e, dunque, da quella del corpo elettorale.

Altro strumento tradizionale di legittimazione degli apparati amministrativi è quello di riconoscere funzioni di indirizzo in capo agli organi dell’esecutivo, i quali, ad ogni modo, risultano essere espressione della volontà della maggioranza. Le più recenti evoluzioni del diritto, amministrativo e non, hanno a loro volta incrinato l’effettività di tale strumento: da un lato, infatti, si è assistito alla proliferazione della autorità amministrative indipendenti (dall’esecutivo)⁵ e, dall’altro, alla nascita di apparati burocratici

³ In tal senso, J. MENDES, *La legittimazione dell’amministrazione dell’UE tra istanza istituzionali e democratiche*, in L. DE LUCIA, B. MARCHETTI (a cura di), *L’amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, 2015, pp. 89 e ss.

⁴ Per un sintetico ma esaustivo cenno al conflitto tra discrezionalità e legalità, si rimanda a M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2015, pp. 118 e ss. Ancora, vedasi R. VILLATA-M. RAMAJOLI, *Il provvedimento amministrativo*, Torino, 2006, pp. 43 e ss.; G. MORBIDELLI, *Introduzione all’attività amministrativa*, in L. MAZZAROLLI, G. PERICU, A. ROMANO, F.A. ROVERSI MONACO, F.G. SCOCA (a cura di), *Diritto amministrativo*, Bologna, 2005, pp. 526 e ss.; M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano, 1993, p. 243; D. VAIANO, *La riserva di funzione amministrativa*, Milano, 1996; S. COGNETTI, *Profili sostanziali della legalità amministrativa*, Milano, 1993.

⁵ Vedasi, F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo “quasi” giallo*, Bologna, 2000. Ancora, sulle autorità indipendenti e sulla loro neutralità, *ex pluribus*, M. D’ALBERTI-A. PAINO (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l’economia*, Bologna, 2010; M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005; F.G. SCOCA, *Le amministrazioni indipendenti: nozioni di indipendenza e precisazioni di un modello*, in L. MAZZAROLLI-G. PERICU-A. ROMANO-F.A. ROVERSI-F.G. SCOCA (a cura di), *Diritto amministrativo*, Bologna, 2005, pp. 372 e ss.; V. CERULLI-IRELLI, *Aspetti costituzionali e giuridici delle autorità*, in F.A. GRASSINI (a cura di), *L’indipendenza delle autorità*, Bologna, 2001, pp. 151 e ss., pp. 49 e ss.; M. RAMAJOLI, *Attività amministrativa e disciplina antitrust*, Milano, 1998, pp. 294 e ss.; F. LONGO, *Ragioni e modalità dell’istituzione delle autorità indipendenti*, in S. CASSESE-C.

operanti a livello internazionale e sovranazionale, ossia fuori dalla sfera di influenza dei governi dei singoli Stati.

In tal senso, esempio principe è dato dalla struttura amministrativa dell'Unione europea, una cui peculiare e recentissima manifestazione, il *Single Resolution Board* (SRB o Comitato di risoluzione unico), costituirà oggetto della presente trattazione, volta a tracciarne brevemente le caratteristiche innovative, le quali fanno sorgere nuovi interrogativi in materia di legittimazione di un apparato burocratico europeo in costante trasformazione.

In generale, le problematiche in tema di legittimazione risultano acute nell'ordinamento EU, considerate, da un lato, la maggiore "lontananza" delle istituzioni dai cittadini, rispetto a quanto accade per le strutture nazionali, e, dall'altro, la crescente complessità di un apparato pubblico che agli originari quattro protagonisti (Parlamento, Consiglio, Commissione e Corte di giustizia) è andato via via ad aggiungere una pluralità di altri soggetti, titolari, come si vedrà, di competenze sempre più ampie e maggiormente incisive sulla "vita" dei singoli.

Come anticipato, il presente breve studio si concentrerà sul SRB e, conseguentemente, sulle agenzie europee, rimandando, per quanto riguarda un discorso a più ampio respiro che coinvolga tutti i modelli organizzativi sovranazionali, alla ricca dottrina in merito⁶.

2. Tradizionalmente, con agenzia europea si indica una struttura amministrativa sovranazionale volta a favorire la collaborazione e

FRANCHINI, *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, pp. 13 e ss.; L. TORCHIA, *Gli interessi affidati alla cura delle autorità indipendenti*, ivi, pp. 64 e ss.

⁶ Vedasi, *ex pluribus*, L. DE LUCIA, B. MARCHETTI (a cura di), *L'amministrazione europea e le sue regole*, cit.; E. D'ALTERIO, *Agenzie e Autorità Europee: la disfasia dei modelli di organizzazione amministrativa*, in *Dir. Amm.*, 2012, pp. 801 ss.; M.P. CHITI, *Diritto amministrativo europeo*, Milano, 2011; G. DELLA CANANEA-C. FRANCHINI, *I principi dell'amministrazione europea*, Torino, 2010; L. NICOLIA, *La questione dell'accountability nel modello comunitario di governance*, in *Rivista Elettronica Amministrazione in cammino*, 2010; B. MARCHETTI (a cura di), *L'amministrazione comunitaria: caratteri, accountability e sindacato giurisdizionale*, Padova, 2009; M.P. CHITI-G. GRECO (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 2007; C. HARLOW, *Problems of Accountability in the European Union*, in *National Europe Centre Paper*, n. 53, 2002; M. JACHTENFUCHS, *Democracy and Governance in the European Union*, cit.

cooperazione tra la Commissione europea e le amministrazioni degli Stati membri⁷. Ciò trova espressione in una composizione interna caratterizzata dalla presenza di uno o più rappresentanti delle amministrazioni nazionali e uno o più rappresentanti della Commissione.

In assenza di un'esplicita previsione dei Trattati concernente la creazione delle *agencies*, il loro fondamento normativo veniva usualmente ricondotto all'art. 308 TCE (oggi art. 352 TFUE) il quale consente l'adozione degli strumenti appropriati per dar corso ad un'azione dell'Unione necessaria a realizzare uno degli obiettivi fissati dai Trattati, qualora questi non abbiano previsto i poteri di azione richiesti a tal fine⁸.

Risultando titolari di funzioni generalmente delegate dalla Commissione, essa mantiene strumenti di controllo o di influenza sulle *agencies* stesse, per quanto queste possano venire normativamente qualificate come “autonome” o “indipendenti”.

Ed è proprio la presenza del controllo da parte della Commissione che consente una distinzione tra le agenzie europee e le autorità indipendenti dell'Unione.

Le autorità si caratterizzano per una posizione istituzionale di indipendenza sia nei confronti dei soggetti privati verso i quali la loro azione amministrativa è rivolta, sia rispetto all'indirizzo politico espresso dalla maggioranza. Ciò come manifestazione della neutralità dei soggetti in questione, operanti ai fini della tutela di un determinato

⁷ In questo senso E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, p. 1396. Sul processo storico di affermazione delle agenzie europee, vedasi D. GERADIN-N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, in *Jean Monnet Working Papers* n. 1, 2004, pp. 36 e ss.

⁸ In tal senso, M. CHAMON, *The empowerment of agencies under the Meroni doctrine and article 114 TFEU: comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the proposed Single Resolution Mechanism*, in *European Law Review*, 2014, pp. 380 e ss. e D. GERADIN-N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, cit., pp. 41 e ss.

interesse pubblico, al di fuori dalle dinamiche di breve periodo tipiche della politica⁹.

Le agenzie, invece, rimangono soggette alla summenzionata influenza (più o meno stringente e più o meno diretta a seconda dei casi) della Commissione¹⁰.

Considerando le funzioni attribuite alle *agencies*, queste si connotano per una natura strumentale al potere decisorio dell'amministrazione da cui discendono i poteri stessi che vengono loro delegati. Si hanno, pertanto: agenzie che si occupano della raccolta di informazioni necessarie per l'adozione degli atti e dei provvedimenti delle summenzionate amministrazioni¹¹; agenzie incaricate di fornire assistenza tecnica alle dette amministrazioni, mediante il rilascio di opinioni e raccomandazioni¹²; agenzie (seppur in numero limitato) con un effettivo potere decisorio¹³.

La *ratio* dell'attribuzione di poteri principalmente strumentali¹⁴ trova espressione nei principi sanciti dalla giurisprudenza comunitaria nel "caso Meroni"¹⁵.

⁹ In materia di autorità amministrative indipendenti e della relativa neutralità si rimanda alle opere citate nella nota 5.

¹⁰ E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, cit., p. 1399.

¹¹ Tra queste si richiamano, *ex pluribus*, l'*European Environment Agency*, l'*European Monitoring Centre for Drugs and Drug Addiction*, l'*European Agency for Safety and Health at Work* e l'*European Union Agency for Fundamental Rights*.

¹² Tra queste, l'*European Medicines Agency*, l'*European Food Safety Authority*, l'*European Maritime Safety Agency*, l'*European Aviation Safety Agency*, l'*European Network and Information Security Agency*, l'*European Centre for Disease Prevention and Control*, l'*European Railway Agency*.

¹³ Si richiamano il *Community Trade Mark Office*, il *Community Plant Variety Office* e l'*European Chemicals Agency*. Riguardo alla tripartizione appena enucleata, vedasi E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, cit., p. 1403 e M. CHAMON, *The influence of "regulatory agencies" on the pluralism in European administrative law*, cit., p. 61 e ss.

¹⁴ Vedasi E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, cit., p. 1404 e D. GERADIN-N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, cit., p. 40.

¹⁵ Causa 9/56, *Meroni v. High Authority* [1957-1958], ECR 133 e causa 10/56, *Meroni v. High Authority* [1957-1998], ECR 157. Il medesimo principio è riaffermato, in dottrina, da X. YATAGANAS, *Delegation of Regulatory Authority in*

Con questa pronuncia degli anni Cinquanta, la Corte Europea di Giustizia è andata a tracciare una netta distinzione tra la delega di poteri meramente esecutivi in capo alle *agencies*, da ritenersi compatibile con i Trattati, e la delega di poteri discrezionali, da ritenersi non conforme con il diritto dell'Unione e, nello specifico, con l'equilibrio istituzionale così come risultante dai Trattati stessi¹⁶.

2.1. Il quadro appena descritto aveva portato alcuni autori a considerare come meno pressanti le problematiche in materia di legittimazione delle agenzie europee, data la loro natura strumentale, la limitazione dei poteri di cui potevano essere titolari nonché l'impossibilità per le stesse di effettuare scelte di *policy*¹⁷. La loro legittimazione sarebbe *de facto* derivata da quella dell'organo in

the European Union – The relevance of the American Model of Independent Agencies, in *Harvard Jean Monnet Working Papers* n. 3, 2001 e K. LENAERTS, *Regulating the Regulatory Process: “Delegation of Powers” in the European Community*, in *European Law Review* n.18, 1993, pp. 23 e ss.

¹⁶ “*The consequences resulting from a delegation of powers are very different depending on whether it involves clearly defined executive powers the exercise of which can, therefore, be subject to strict review in the light of objective criteria determined by the delegating authority, or whether it involves a discretionary power, implying a wide margin of discretion which may, according to the use which is made of it, make possible the execution of actual economic policy. A delegation of the first kind cannot appreciably alter the consequences involved in the exercise of the powers concerned, whereas a delegation of the second kind, since it replaces the choices of the delegator by the choices of the delegate, brings about an actual transfer of responsibility.*” Nello stesso senso, dopo un lungo periodo di silenzio in materia, vedasi le cause C-154/04 e C-155/04, *The Queen, on the application of Alliance for Natural Health and Nutri-Link Ltd v Secretary of State for Health* e *The Queen, on the application of National Association of Health Stores and Health Food Manufacturers Ltd v Secretary of State for Health and National Assembly for Wales* [2005] ECR I-6451; C-301/02 P, *Carmine Salvatore Tralli v European Central Bank* [2005] ECR I-4071; C-270/12, *United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland v European Parliament and Council of the European Union*, nyr; T-369/94 e T-85/95, *DIR International Film Srl, Nostradamus Enterprises Ltd, Union PN Srl, United International Pictures BV, United International Pictures AB, United International Pictures APS, United International Pictures A/S, United International Pictures EPE, United International Pictures OY and United International Pictures y Cía SRC v Commission of the European Communities* [1998] ECR II-357, §§ 52-53.

¹⁷ B. MARCHETTI, *Agenzie europee e accountability: cenni al problema della tutela giurisdizionale*, in B. MARCHETTI (a cura di), *L'amministrazione comunitaria: caratteri, accountability e sindacato giurisdizionale*, cit., pp. 115 e ss.

favore del quale operavano, ossia, principalmente, la Commissione stessa.

Ciò nonostante, non sono mancate riflessioni che, affrontando la problematica della progressiva diminuzione di fiducia nelle istituzioni europee, abbiano evidenziato strumenti di legittimazione pienamente operanti anche per questo modello organizzativo.

Lo stesso Libro bianco sulla *governance* della Commissione¹⁸ individua cinque principi applicabili alle amministrazioni sovranazionali, idonei ad “avvicinare i cittadini alle istituzioni europee”, ossia a garantirne una maggiore legittimazione: *i*) apertura (come trasparenza e comunicazione delle proprie decisioni)¹⁹; *ii*) partecipazione (come coinvolgimento dei cittadini nell’elaborazione e nell’attuazione delle politiche)²⁰; *iii*) responsabilità (come imputabilità in capo a ogni operatore pubblico delle condotte poste in essere nello svolgimento del proprio ruolo); *iv*) efficacia (come adeguatezza delle tempistiche e del livello decisionale, nonché come idoneità a produrre i risultati preposti)²¹; *v*) coerenza (come armonia e coordinamento fra le differenti politiche svolte dall’Unione)²².

Il tutto in un’ottica di integrazione della legittimazione democratica derivante dalla normativa che disciplina l’azione delle amministrazioni europee, al punto che lo stesso Libro bianco affermava esplicitamente la necessità di semplificare e migliorare il diritto comunitario.

Con specifico riferimento alle agenzie, poi, si è sottolineato il ruolo fondamentale dell’*expertise* tecnica ai fini della loro legittimazione, considerato come la loro stessa ragione di esistenza sia quella di poter affrontare questioni specifiche che esulano dagli ambiti di competenza

¹⁸ Comunicazione della Commissione, del 25 luglio 2001, “Governance europea - Un libro bianco” [COM(2001) 428 def. - Gazzetta ufficiale C 287 del 12.10.2001].

¹⁹ Principio che ha trovato pieno riconoscimento anche nell’art. 15, TFUE, in base al quale “Al fine di promuovere il buon governo e garantire la partecipazione della società civile, le istituzioni, gli organi e gli organismi dell’Unione operano nel modo più trasparente possibile”.

²⁰ Principio che ha trovato pieno riconoscimento anche nell’art. 11, TUE.

²¹ Principio recepito, in relazione alle istituzioni dell’Unione, dall’art. 13, TUE.

²² Principio confluito nell’art. 7, TFUE: “L’Unione assicura la coerenza tra le sue varie politiche e azioni, tenendo conto dell’insieme dei suoi obiettivi e conformandosi al principio di attribuzione delle competenze”, nonché, in relazione alle istituzioni dell’Unione, nell’art. 13, TUE.

e conoscenza degli ordinari organi decisionali²³. *Expertise* che non necessariamente si armonizza con i succitati strumenti di legittimazione, quale, *in primis*, la partecipazione, che si realizza attraverso la procedimentalizzazione delle attività con un controllo prima di tutto rimesso ai soggetti interessati, chiamati a partecipare ai procedimenti stessi²⁴. È evidente come detta partecipazione, per quanto idonea a recuperare il *deficit* di democraticità di un soggetto privo di legami rappresentativi con i cittadini, consenta l'introduzione nel processo decisionale dell'*agency* di un sapere "comune" (quello dell'interessato) non obbligatoriamente in armonia con le conoscenze tecniche sulle quali l'amministrazione fonda il proprio operato.

Altro principio non necessariamente coerente con quello dello dell'*expertise* è l'*accountability* (o responsabilità, come viene spesso tradotta, seppur sia ampio il dibattito sull'effettiva portata del termine inglese²⁵). *Accountability* che, in via generale, si traduce nella possibilità di controllo e sindacato da parte di altri soggetti pubblici sull'operato di un'agenzia europea, ossia nelle tecniche in base alle quali le *agencies* sono chiamate a giustificare la propria attività²⁶. In tal senso, tradizionalmente, al controllo della Commissione si può aggiungere quello di altre istituzioni, come il Parlamento e il Consiglio, nonché la *judicial review*, ossia il sindacato da parte delle Corti (*in primis* europee) sulla legittimità dell'azione delle *agencies*²⁷.

²³ In questo senso, J. MENDES, *La legittimazione dell'amministrazione dell'UE tra istanza istituzionali e democratiche*, cit., pp. 101 e ss.

²⁴ In tal senso E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, cit., p. 1417. Ancora, ID, *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione Europea*, in *Riv. It. dir. pubbl. comunit.*, 2012, pp. 29 e ss., in cui l'autore sottolinea come gli strumenti di legittimazione democratica delle *agencies* (principio di legalità e procedimentalizzazione/partecipazione) possano essere fatti rientrare nella più ampia nozione della *rule of law* amministrativa.

²⁵ Vedasi, su tutti, R. MULGAN, *Holding Power to Account: Accountability in Modern Democracies*, Basingstoke, 2003.

²⁶ E. CHITI, *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione Europea*, cit., p. 31.

²⁷ Vedasi sempre E. CHITI, *Op. ult. cit.*, che riconduce queste fattispecie alle ipotesi di controllo istituzionale e intra-istituzionale. Nel primo caso, avremmo strumenti volti a permettere alle istituzioni politiche dell'Unione di operare una verifica sull'accettabilità politica delle scelte compiute dalle *agencies*; nella seconda categoria, invece, sarebbero riconducibili gli strumenti di controllo che, in caso di

Anche in questo caso la tensione tra i due elementi è evidente, in quanto si consente il controllo dell'operato di un soggetto "tecnico" da parte di un altro soggetto privo di conoscenze specifiche in materia.

3. Ciò posto, confrontando quanto descritto con la disciplina relativa al SRB, possono individuarsi punti di contatto, ma soprattutto elementi di distacco sufficienti per poter qualificare il *Board* come un nuovo tipo di agenzia europea²⁸, così da stimolare alcune riflessioni in tema di legittimazione della stessa.

Operativo dal 1 gennaio 2016, il *Single Resolution Board* è un'agenzia dell'Unione per esplicita previsione dell'art. 42 del regolamento n. 806/2014/EU. Essa si colloca nell'ambito del *Single Resolution Mechanism*, ovvero il secondo pilastro dell'Unione bancaria²⁹, finalizzato a una gestione ordinata delle crisi degli istituti di credito, con l'obiettivo di minimizzare i relativi "costi" per gli Stati membri e per i singoli contribuenti, il tutto garantendo una gestione unitaria e uniforme delle crisi, direttamente a livello europeo.

Tra i punti di contatto con il modello classico di agenzia si possono annoverare la stringente procedimentalizzazione dell'azione amministrativa, nonché il ruolo che hanno la Commissione e il Consiglio nell'ambito delle procedure *strictu sensu* di risoluzione. Rimandando alla normativa e a più ampi contributi dottrinali in materia, basti qui ricordare come il legislatore europeo abbia previsto un procedimento complesso, articolato in più fasi, in cui la valutazione della conformità dei piani di risoluzione agli interessi pubblici e, in

reti di amministrazioni nazionali e sovranazionali (coinvolgenti anche agenzie europee), i singoli componenti del *network* possono esercitare sull'azione degli altri.

²⁸ M.P. CHITI, *The transition from banking supervision to banking resolution: players, competences, guarantees*, in E. BARUCCI-M. MESSORI (a cura di), *Towards the European Banking Union*, Firenze, 2014, p. 95; M. MACCHIA, *The independence status of the Supervisory Board and of the Single Resolution Board: an expansive claim of autonomy*, in E. BARUCCI-M. MESSORI (a cura di), *Towards the European Banking Union*, cit., p. 123.

²⁹ Unione bancaria che, per l'appunto, ha dato luogo alla c.d. *european bank safety net* (una vera e propria "rete di protezione" del sistema finanziario) strutturata attorno a tre componenti essenziali: il Meccanismo di vigilanza unico sugli istituti di credito (*Single Supervisory Mechanism*), il Meccanismo di risoluzione unico delle crisi bancarie (*Single Resolution Mechanism*) e il Sistema Unico di Garanzia per i Depositi (*Single Deposit Guarantee Scheme*), quest'ultimo ancora da concretizzare.

ogni caso, l'esercizio della discrezionalità sono rimessi, in ultima battuta, agli organi "politici" dell'Unione³⁰.

Ancora, vicini a un modello classico di *agency* sono la composizione del *Board* e, in relazione ad essa, il ruolo della Commissione nella nomina dei componenti a tempo pieno del Comitato³¹.

Infine, va richiamata la possibilità di *judicial review* da parte della Corte di Giustizia EU delle decisioni del Comitato, a cui si aggiunge, in via preventiva, il controllo da parte della Commissione per i ricorsi (*Appeal Panel*) interna al *Board* stesso³².

Relativamente alle differenze, invece, non si può che evidenziare come il legislatore europeo abbia esplicitamente affermato la natura indipendente del soggetto in questione³³. Questo ai fini del raggiungimento dello scopo originario di interrompere il circolo vizioso esistente tra banche e debito sovrano, garantendo la natura tecnica e non politica (*rectius*, sottratta all'influenza della politica) dell'*agency* preposta al perseguimento di tale obiettivo³⁴.

³⁰ Vedasi l'art. 18, regolamento n. 806/2014/EU. Per un'analisi del procedimento di risoluzione, vedasi C.V. GORTSOS, *The Single Resolution Mechanism (SRM) and The Single Resolution Fund (SRF) – A comprehensive review of the second main pillar of the European Banking Union*, cit., pp. 69 e ss.; G. SCIASCIA, *Recovery and resolution in the EU: devising a European framework*, in E. CHITI-G. VESPERINI, *The Administrative Architecture of Financial Integration*, Bologna, 2015, p. 107; F. BASSAN, *The resolution procedure: misunderstanding the institutional balance*, in E. BARUCCI-M. MESSORI, *Towards the European Banking Union*, cit., pp. 102 e ss.; G. PENNISI, *The resolution procedure: misunderstanding the institutional balance*, in E. BARUCCI-M. MESSORI, *Towards the European Banking Union*, cit., pp. 112-113.

³¹ Vedasi art. 56 del regolamento. Sia consentito, in relazione alla Composizione così come, in generale, riguardo alla natura e alle caratteristiche del SRB, il rinvio a L. GALLI, *Chi gestisce le crisi bancarie. La genesi di un nuovo soggetto*, in corso di pubblicazione in *Il diritto dell'economia*.

³² *Appeal Panel* composto da cinque membri di elevata reputazione, comprovate conoscenze ed esperienza professionale nelle materie di competenza, nominati dal Comitato per un periodo di cinque anni. Vedasi art. 85 del regolamento. In dottrina, vedasi F. BASSAN, *The resolution procedure: misunderstanding the institutional balance*, cit., p. 106; M.P. CHITI, *The transition from banking supervision to banking resolution: players, competences, guarantees*, cit., p. 98; G. SCIASCIA, *Recovery and resolution in the EU: devising a European framework*, cit., pp. 115 e ss.

³³ Vedasi l'art. 47 del regolamento.

³⁴ Vedasi M. MACCHIA, *The independence status of the Supervisory Board and of the Single Resolution Board: an expansive claim of autonomy*, cit., pp. 122 e ss.

All'indipendenza prevista in via generale dall'art. 47, si aggiunge quella garantita dalle caratteristiche e dalle modalità di nomina (e di rimozione) del presidente, del vicepresidente e degli altri quattro componenti a tempo pieno, in relazione ai quali l'influenza della Commissione risulta mitigata dalla necessaria approvazione del Parlamento.

Da ultimo, il *Single Resolution Board* gode di un'autonomia finanziaria, organizzativa e di bilancio³⁵.

In secondo luogo, diversa è la norma dei Trattati su cui si fonda l'intero Meccanismo di risoluzione unico e, nello specifico, lo stesso *Single Resolution Board*, ricondotto dal legislatore europeo all'art. 114 TFUE, concernente il ravvicinamento e l'armonizzazione delle legislazioni nazionali.

Diversa, poi, appare la finalità operativa del SRB, il quale non si limita a facilitare la cooperazione fra Commissione e amministrazioni degli Stati membri e fra amministrazioni nazionali, ma si sostituisce direttamente ai singoli Paesi dell'Eurozona nell'applicazione della normativa comune in materia di risoluzione, in relazione alle ipotesi di rilievo sovranazionale.

Non si può, inoltre, trascurare l'ampiezza e il grado di discrezionalità dei poteri attribuiti alla nuova agenzia ora in esame, la quale senza dubbio travalica la categoria delle *agencies* incaricate di fornire assistenza tecnica alle istituzioni europee, poiché, pur essendo un organo "tecnico", essa non si limita a rilasciare opinioni e raccomandazioni, ma procede ad adottare decisioni con diretta incidenza sui soggetti destinatari della normativa.

Si tratta di decisioni espressione di valutazioni discrezionali del pubblico interesse, come esplicitamente riconosciuto dallo stesso legislatore europeo³⁶.

Vero è che, nell'ambito delle procedure *strictu sensu* di risoluzione, la decisione discrezionale è rimessa in ultima istanza alla

³⁵ Vedasi artt. 57, 58, 60 e 65 del regolamento. Queste forme di autonomia trovano concretizzazione, in primo luogo, nel dovere degli istituti di credito, cui si applicano le disposizioni in materia di risoluzione, di versare contributi annui a copertura delle spese amministrative del Comitato, a quali si aggiungono altre entrate come quelle derivanti dagli investimenti delle somme detenute nel Fondo di risoluzione.

³⁶ Art. 18 del regolamento.

Commissione o al Consiglio, così da consentire l'avvicinamento del SRB al modello tradizionale di agenzia europea.

Ciò nonostante, due sono le criticità che, sotto tale profilo, si vanno a delineare.

Da un lato, l'elevata tecnicità della materia rischia di limitare le effettive possibilità di intervento degli organi politici i quali, secondo il modello *principal-agent*³⁷, potrebbero ritenere opportuno affidarsi alle valutazioni svolte dal Comitato, anche in considerazione del ristretto tempo entro cui le procedure di risoluzione devono concludersi³⁸. Dall'altro lato, gli strumenti e le procedure *strictu sensu* di risoluzione non sono gli unici mezzi a disposizione del SRB. Non si può trascurare l'azione di intervento precoce, di fatto sottratta dall'influenza degli organi politici. Quest'ultima evidenzia l'ampio margine di discrezionalità rimesso al *Board*³⁹: prima di tutto, i presupposti per l'attivazione degli strumenti in questione sono individuati con il ricorso a un dettato normativo ampio⁴⁰, che lascia un altrettanto ampio margine di valutazione sul "se" e "quando" ricorrere alle misure di intervento⁴¹. Parimenti vasto è il ventaglio di strumenti

³⁷ Per una sintetica esposizione del modello, si rimanda a G. NAPOLITANO, *Analisi economica del diritto pubblico*, Bologna, 2009, pp. 35-36.

³⁸ Vedasi sempre l'art. 18, regolamento n. 806/2014/EU.

³⁹ In tal senso, G. SCIASCIA, *Recovery and resolution in the EU: devising a European framework*, cit., p. 112.

⁴⁰ Vedasi art. 27, direttiva 2014/59/EU: "*Qualora un ente violi o, a causa tra l'altro di un rapido deterioramento della situazione finanziaria, del peggioramento della situazione di liquidità, del rapido aumento dei livelli di leva finanziaria, dei crediti in sofferenza o della concentrazione di esposizioni, così come valutato sulla base di una serie di indicatori, che possono includere il requisito di fondi propri dell'ente più 1,5 punti percentuali, rischi di violare nel prossimo futuro i requisiti del regolamento (UE) n. 575/2013, della direttiva 2013/36/UE, del titolo II della direttiva 2014/65/UE o di uno degli articoli da 3 a 7, da 14 a 17, e 24, 25 e 26 del regolamento (UE) n. 600/2014...*". Palese è il ricorso a numerosi concetti giuridici indeterminati (quali "*rapido deterioramento della situazione finanziaria; peggioramento della situazione di liquidità; rapido aumento dei livelli di leva finanziaria*") la cui specificazione è rimessa alla discrezionalità del Comitato in "*base a una serie di indicatori*" i quali non vengono (tranne uno) specificati.

⁴¹ Circa il quando, si consideri come le misure in questione possono essere adottate sia in caso di effettiva violazione, da parte dell'istituto di credito, della normativa bancaria europea, sia qualora il Comitato ritenga che la banca, nel breve periodo, potrebbe incorrere in una loro violazione – vedasi l'art. 27, direttiva 2014/59/EU, così come riportato nella precedente nota.

a disposizione del *Board*, i quali possono andare a incidere direttamente e in modo significativo sulla sfera giuridica dell'istituto di credito destinatario degli stessi⁴².

Appare evidente come la struttura appena delineata presenti maggiori differenze (sia sotto l'aspetto quantitativo che qualitativo) rispetto ai punti di contatto con il modello classico di *agency*, il tutto coerentemente alla dinamica di evoluzione e ampliamento dell'amministrazione europea post crisi finanziaria del 2008. Infatti, a un precedente sistema caratterizzato dall'integrazione di regole e istituti europei e nazionali pare sostituirsi un sistema accentrato a livello sovranazionale, la cui principale preoccupazione è quella di garantire una gestione unitaria e uniforme di problematiche ad ampio spettro che, proprio perché toccano contemporaneamente una pluralità di Stati, non possono che essere affrontate con un'azione comune⁴³, previo il riconoscimento di nuovi e più incisivi poteri alle strutture sovranazionali.

⁴² Vedasi sempre l'art. 22 del regolamento il quale prevede le seguenti misure di intervento precoce: "a) richiedere all'organo di amministrazione dell'ente di attuare uno o più dei dispositivi o delle misure previsti nel piano di risanamento...; b) richiedere all'organo di amministrazione dell'ente di esaminare la situazione, indicare le misure atte a superare i problemi individuati e preparare un programma d'azione a tal fine, indicandone i tempi di attuazione; c) richiedere all'organo di amministrazione dell'ente di convocare un'assemblea degli azionisti, o convocarla direttamente ove l'organo di amministrazione non ottemperi al tale richiesta e, in entrambi i casi, fissare l'ordine del giorno e richiedere che gli azionisti prendano in considerazione determinate decisioni in vista dell'adozione; d) richiedere la rimozione o la sostituzione di uno o più membri dell'organo di amministrazione; e) richiedere all'organo di amministrazione dell'ente di preparare un piano per negoziare la ristrutturazione del debito con tutti o alcuni creditori secondo il piano di risanamento, ove applicabile; f) richiedere cambiamenti nella strategia aziendale dell'ente; g) richiedere cambiamenti alle strutture giuridiche o operative dell'ente; nonché h) acquisire, anche tramite ispezioni in loco, e fornire all'autorità di risoluzione tutte le informazioni necessarie al fine di aggiornare il piano di risoluzione e predisporre l'eventuale risoluzione dell'ente..."

⁴³ In tal senso, anche se con riferimento all'attività di regolazione e vigilanza, vedasi L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati nella nuova disciplina europea*, relazione presentata al Convegno per i 60 anni della Rivista delle società su "Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore" (Venezia, 13-14 novembre 2015).

Tendenza, questa, non ravvisabile solo nell'opera del legislatore europeo⁴⁴, ma condivisa anche dalla giurisprudenza la quale, con il c.d. “*ESMA Case*”⁴⁵, è giunta a una rilettura della “dottrina Meroni”, legittimando la delega di poteri discrezionali in capo alle *agencies* dell'Unione.

3.1. Ci si può ora interrogare riguardo quali siano gli strumenti di legittimazione operanti in relazione al *Single Resolution Board*, necessari per colmare il *deficit* di rappresentatività di un organo amministrativo i cui componenti non sono espressione della volontà del corpo elettorale, ma vengono nominati principalmente in base alle loro competenze tecniche.

Alcuni di essi traspaiono già dalla surriportata descrizione.

Palese è l'operatività della c.d. *rule of law* amministrativa, che trova concretizzazione in una disciplina puntuale dei poteri e

⁴⁴ Oltre alle istituzioni che hanno visto la luce nel contesto dell'Unione bancaria, si consideri anche l'istituzione del complesso sistema delineatosi nell'ambito del *European System of Financial Supervision* (ESFS), caratterizzato dalla presenza di quattro “nuove” agenzie: l'*European Banking Authority* (EBA), l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) e l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) e l'*European Systemic Risk Board* (ESRB).

⁴⁵ Causa C-270/2012, *United Kingdom v. Council and European Parliament*. Per una puntuale analisi della decisione, con uno sguardo ai possibili risvolti in materia di SRM/SRB, si rimanda a M. CHAMON, *The empowerment of agencies under the Meroni doctrine and article 114 TFEU: comment on United Kingdom v Parliament and Council (Short-selling) and the proposed Single Resolution Mechanism*, cit., pp. 380 e ss.; M. DE BELLIS, *I poteri di intervento dell'ESMA sulle vendite allo scoperto*, in *Giornale dir. amm.*, 2014, pp. 689 e ss.; R. REPASI, *Assessment of the Judgment of the European Court of Justice in Case C-270/12, United Kingdom v Council and European Parliament – Impact of this judgment on the proposal of the SRM regulation*, European Parliament, 2014, reperibile all'indirizzo <http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2014/01/Assessment-ECJ-Case-C-270-12-and-relevance-for-the-SRM1.pdf>; D. ROSSANO, *Lo short selling e i poteri dell'Esma*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2014, pp. 221 e ss. Vedasi anche D. ADAMSKI, *The ESMA Doctrine: A Constitutional Revolution and the Economics of Delegation*, in *European Law Review*, 2014, p. 825; A. CARR, *Banking union: are we nearly there yet?*, in *Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, p. 429; K. LENAERTS, *EMU and the European Union's Constitutional Framework*, in *European Law Review*, 2014, p. 759.

dell'attività dell'*agency* in questione, oltre che in una altrettanto puntuale procedimentalizzazione dell'attività stessa⁴⁶.

Procedimentalizzazione che, però, nel caso di specie non si è tradotta in un'effettiva garanzia di partecipazione dei soggetti destinatari dell'azione del SRB. Solo nell'ambito dell'attività di prevenzione della crisi, ossia di pianificazione *ex ante* della risoluzione, è prevista la possibilità per il Comitato di “richiedere agli enti di prestargli assistenza nella preparazione e nell'aggiornamento dei piani”⁴⁷, senza che questa occasione di intervento per i soggetti interessati dia però luogo a un effettivo diritto di partecipazione⁴⁸. Quest'ultima, invece, non è contemplata nelle procedure di intervento precoce e di risoluzione in senso stretto, le quali però si traducono nell'esercizio dei principali e più incisivi poteri del SRB. Questo sembra non aver escluso ipotesi di coinvolgimento “informale”, che si concretizzano in incontri e conferenze organizzati dal *Board* stesso e indirizzati alle autorità di risoluzione nazionale, agli *stakeholders*, agli esperti e agli altri soggetti interessati⁴⁹.

Ad ogni modo, l'unico caso di “audizione delle persone interessate dal procedimento”⁵⁰ espressamente menzionato è quello previsto in relazione all'esercizio dei poteri sanzionatori da parte del Comitato, principalmente in conseguenza della violazione, da parte degli istituti di credito, degli ordini e delle disposizioni del *Board*⁵¹.

Certamente più numerose sono le previsioni volte a garantire la coerenza dell'operato dell'*agency* con le condotte delle altre amministrazioni, europee e nazionali, che vanno a incidere sempre sulla materia finanziaria. Non possono trascurarsi, prima di tutto, le cospicue disposizioni di coordinamento tra il Meccanismo di risoluzione unico e il Meccanismo di vigilanza unico (*Single*

⁴⁶ Al riguardo, si rimanda al combinato disposto del regolamento n. 806/2014/EU e della direttiva 2014/59/EU.

⁴⁷ Vedasi art. 8, paragrafo 8, regolamento n. 806/2014/EU.

⁴⁸ Possibilità che, in ogni caso, ha trovato concretizzazione con il *First Industry Dialogue meeting* organizzato dal SRB il 29 ottobre 2015, volto all'apertura di un confronto con gli *stakeholders* proprio in materia di pianificazione delle risoluzioni bancarie.

⁴⁹ Recente è il caso della *First Single Resolution Board Conference*, tenutasi il 29 aprile 2016.

⁵⁰ Così è rubricato l'art. 40, regolamento n. 806/2014/EU.

⁵¹ Vedasi art. 38, regolamento n. 806/2014/EU.

Supervision Mechanism – SSM), ossia il primo pilastro dell’Unione bancaria. La stretta connessione e continuità con il SSM è testimoniata dai costanti rimandi alla disciplina del Meccanismo unico di vigilanza⁵², nonché dal ruolo che l’ECB e le autorità nazionali di vigilanza ricoprono anche nell’ambito delle procedure *latu sensu* di risoluzione⁵³. A ciò si aggiunge un intero Capo del regolamento volto a disciplinare gli obblighi di cooperazione e scambio di informazioni tra SRB, Consiglio, Commissione, ECB, autorità nazionali di risoluzione e autorità nazionali di sorveglianza⁵⁴.

Previsioni in materia di trasparenza, invece, operano sia in relazione ai piani di risoluzione, che il *Board* elabora in via preventiva e ordinaria (ossia prima che si manifesti qualsivoglia segnale di crisi finanziaria di un istituto di credito), sia in relazione ai programmi di risoluzione, adottati in seguito alla concretizzazione della crisi stessa e finalizzati alla sua gestione. Nel primo caso, si rammenta l’obbligo di comunicazione del piano all’ente a cui si riferisce⁵⁵, oltre alla definizione nel piano stesso delle modalità di comunicazione del medesimo ai media e al pubblico⁵⁶. Nel secondo, “Il Comitato pubblica sul suo sito internet ufficiale una copia del programma di risoluzione oppure un avviso che riassume gli effetti dell’azione di risoluzione...”⁵⁷. A ciò si aggiunge l’esplicita previsione dell’applicabilità ai documenti in possesso del *Board* del regolamento

⁵² Si consideri, ad esempio, l’ambito di efficacia territoriale dell’SRM, in relazione al quale l’art. 4, regolamento n. 806/2014/EU rimanda agli artt. 2 e 7 del regolamento n. 1024/2013/EU (in materia di SSM), sicché per “*Stato membro partecipante*” ai due meccanismi unici si intende “*uno Stato membro la cui moneta è l’euro oppure uno Stato membro la cui moneta non è l’euro che ha instaurato una collaborazione stretta ai sensi dell’articolo 7*” (Cfr. art. 2, regolamento n. 1024/2013).

⁵³ Ruolo, *in primis*, consultivo e di impulso, come risulta dagli artt. 13 e 18, regolamento n. 806/2014/EU.

⁵⁴ Capo 4, artt. 30-33.

⁵⁵ Art. 8, paragrafo 6, regolamento n. 806/2014/EU.

⁵⁶ Art. 8, paragrafo 9, lett. n), regolamento n. 806/2014/EU.

⁵⁷ Art. 29, paragrafo 5, regolamento n. 806/2014/EU. Lo stesso articolo richiama gli specifici obblighi di informazione in favore dell’ente destinatario della risoluzione gravanti in capo alle autorità di risoluzione nazionali, chiamate a dare attuazione al programma, disciplinati dall’art. 83, direttiva 2014/59/EU.

n. 1049/2001/CE in materia di accesso agli atti, debitamente temperata dalla esigenze di protezione dei dati e tutela dei segreti aziendali⁵⁸.

Quanto all'*accountability* del SRB, oltre al già menzionato controllo che gli organi "politici" possono esercitare nelle procedure di risoluzione, il legislatore europeo è chiaro nell'affermare la responsabilità del Comitato sia nei confronti del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione, sia dei Parlamenti nazionali⁵⁹.

Sul piano sovranazionale, infatti, il Comitato deve trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione e alla Corte dei conti europea una relazione annuale pubblica sullo svolgimento dei compiti ad esso attribuiti. A ciò si aggiungono: l'obbligo di presentazione pubblica, da parte del presidente del *Board*, della relazione annuale al Parlamento e al Consiglio; il dovere del Comitato di rispondere oralmente o per iscritto alle interrogazioni o ai quesiti ad esso rivolti dal Parlamento europeo o dal Consiglio; la possibilità del presidente di partecipare ad audizioni delle commissioni competenti del Parlamento europeo sullo svolgimento dei compiti di risoluzione del Comitato, nonché di essere ascoltato, pubblicamente o a porte chiuse, dal Consiglio o dal Parlamento⁶⁰. Analoghi strumenti sono previsti anche per quel che concerne i rapporti tra Comitato e Parlamenti nazionali, i quali sono destinatari della relazione annua sullo svolgimento delle funzioni del *Board* e possono invitare il presidente del Comitato a uno scambio di opinioni, nonché possono formulare osservazioni a cui il Comitato è obbligato a rispondere per iscritto⁶¹.

⁵⁸ Art. 90, regolamento n. 806/2014/EU.

⁵⁹ In materia di *accountability* del SRB, vedasi M. MACCHIA, *The independence status of the Supervisory Board and of the Single Resolution Board: an expansive claim of autonomy*, cit., pp. 123 e ss. Ancora, in generale sull'*accountability* del nuovo apparato amministrativo europeo e sui suoi limiti, con alcune riflessioni sull'SSM che possono essere estese anche all'SRM, vedasi E. CHITI, *In the aftermath of the crisis. The EU administrative system between impediments and momentum*, cit., pp. 21 e ss.

⁶⁰ Vedasi art. 45 del regolamento. Quanto ai rapporti tra *Board* e Parlamento, questi sono stati specificati da apposito accordo fra le due istituzioni, concernente "le modalità pratiche dell'esercizio della responsabilità democratica e della supervisione sull'esecuzione dei compiti attribuiti al Comitato di risoluzione unico nel quadro del meccanismo di risoluzione unico", del 24 dicembre 2015.

⁶¹ Vedasi art. 46 del regolamento.

Tutto ciò, in primo luogo, ai fini dell'affermazione di una responsabilità politica dei componenti del Comitato, non solo diffusa, ma anche istituzionalizzata, potendo gli stessi, seppur solo per colpa grave, essere rimossi dall'incarico⁶². D'altra parte, alle citate istituzioni europee non viene riconosciuto altro potere sanzionatorio nei confronti del Comitato.

A quanto sopra si aggiungono la responsabilità contrattuale ed extra-contrattuale del *Board* (anche per i danni cagionati dai membri del personale nell'esercizio delle proprie funzioni), disciplinate rispettivamente dal diritto applicabile al contratto in causa e dai principi generali comuni alle leggi in materia di responsabilità delle autorità pubbliche degli Stati membri⁶³.

A chiusura del sistema, infine, si rammenta la già richiamata sindacabilità delle decisioni del Comitato innanzi alla Corte di Giustizia EU, ulteriormente integrata dal controllo, in via preventiva, dell'*Appeal Panel* interno.

4. *Nulla quaestio* sul fatto che il *Single Resolution Board* sia un organo tecnico. Questo risulta da una pluralità di elementi, quali la complessità e il carattere specialistico della materia disciplinata dal regolamento n. 806/2014/EU e dalla direttiva 2014/59/EU, il profilo professionale che devono presentare i suoi componenti nonché le ragioni stesse dell'istituzione dell'apparato in questione. Come detto, esso è il frutto di una scelta volta a rompere il legame politico tra banche nazionali e Stati membri⁶⁴, facendo in modo che le decisioni in materia di gestione delle crisi relative agli istituti di credito siano prese da un organo che operi in base a conoscenze specifiche e secondo dinamiche di lungo periodo.

A ulteriore riprova, si possono citare le iniziali opposizioni del Parlamento europeo all'intervento del Consiglio nella summenzionata procedura di risoluzione, non ravvisandovi margini per considerazioni politiche, ma esclusivamente una dimensione tecnico-neutrale.

Da ciò la naturale considerazione che, in relazione all'*agency* in questione, strumento principe di legittimazione possa essere

⁶² Vedasi quanto già detto in relazione all'art. 56 del regolamento.

⁶³ Vedasi art. 87 del regolamento.

⁶⁴ Si rimanda alla dichiarazione del Vertice della zona Euro del 29 giugno 2012, esplicita in tal senso.

l'*expertise* della stessa⁶⁵, considerato come la natura tecnica sia elemento alla radice del SRB. *Expertise* che, come già evidenziato, non necessariamente si armonizza con altri mezzi di legittimazione, su tutti la partecipazione e l'*accountability*, i quali, in ogni caso, comportano il controllo da parte di soggetti dotati di "sapere comune" sull'operato di un organo tecnico.

Dall'altra parte, la natura specialistica ben si concilia con un differente strumento di legittimazione, ossia l'efficienza (e l'efficacia) dell'azione del *Board*.

Efficienza ed efficacia che, nella summenzionata lettura data dal Libro bianco sulla *governance* della Commissione, si traducono, *in primis*, nell'adeguatezza del livello a cui vengono prese le scelte amministrative. Ed è proprio questo aspetto ad aver legittimato la creazione di un'*agency* "nuova" relativamente alla finalità operativa, ossia che non si limiti a facilitare la cooperazione fra Commissione e amministrazioni degli Stati membri e fra amministrazioni nazionali, ma accenti sul piano sovranazionale la gestione di determinate fattispecie che solo a livello eurounitario possono essere efficacemente gestite.

Ancora, il profilo efficientistico, inteso come capacità di conseguire i risultati preposti con il minor dispendio di risorse possibile, trova evidente concretizzazione nelle brevi tempistiche entro cui i programmi di risoluzione devono essere formulati e attuati. Infatti, tra l'adozione del programma di risoluzione da parte del Comitato e la sua approvazione definitiva non dovrebbero trascorrere più di 24/32 ore, anche nel caso di intervento di Consiglio e Commissione. Ciò in modo da consentire che le operazioni di risoluzione avvengano nello spazio di un weekend, ossia tra la chiusura dei mercati statunitensi e l'apertura di quelli asiatici, così da minimizzare le conseguenze negative del rischio di fallimento dell'istituto di credito, limitandone le perdite sui mercati finanziari, facilitando la gestione della crisi, permettendo una maggiore incisività degli strumenti di risoluzione e

⁶⁵ In tal senso, L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati nella nuova disciplina europea*, p. 5 e ss. e M. MACCHIA, *The independence status of the Supervisory Board and of the Single Resolution Board: an expansive claim of autonomy*, cit., p. 124.

facendo in modo che, alla riapertura dei mercati stessi, l'istituto in questione si presenti già "ristrutturato"⁶⁶.

Appare evidente come la rapidità dell'azione non sia solo *ex se* sinonimo di efficienza, ma costituisca il presupposto necessario per una gestione delle crisi che massimizzi i risultati e limiti i costi per l'intero sistema dell'Eurozona.

Dall'altro lato, tale rapidità non ha potuto avere altro risultato concreto che la forte limitazione dei margini di partecipazione al procedimento dei soggetti interessati, il cui intervento e la cui tutela è stata principalmente relegata a una fase successiva, di sindacato innanzi all'*Appeal Panel* o, in ultima battuta, alla Corte di Giustizia EU.

5. Concludendo, non può che ravvisarsi come la nascita di un nuovo modello di *agency*, con nuovi e più incisivi poteri, oltre che con effettivi margini di discrezionalità, non sia stata accompagnata dall'irrobustimento degli strumenti di legittimazione.

Anzi, istituti classici quali la partecipazione e l'*accountability* paiono sacrificati: da un lato, le esigenze di efficienza (su tutte, la ristrettezza dei tempi) limitano in concreto le possibilità di intervento dei soggetti interessati nell'ambito delle procedure; dall'altro, la complessità della materia comporta un'effettiva perdita di incisività dei poteri di controllo da parte di altre istituzioni, tanto nel corso delle procedure di risoluzione (si pensi al ruolo che potrebbe risultare solo formale di Commissione e Consiglio), quanto *ex post* (il controllo del Parlamento europeo, dei parlamenti nazionali, della Commissione, del Consiglio e della Corte dei conti europea può, come detto, dar luogo a una forma di responsabilità politica, non accompagnata da un effettivo potere sanzionatorio e in relazione alla quale le possibilità di rimozione dei membri del SRB sono limitate alle ipotesi di colpa grave).

Per quanto ciò possa essere oggetto di critiche⁶⁷, è evidente come il legislatore comunitario abbia preferito dar rilievo a differenti

⁶⁶ G. PENNISI, *Muddling through, on-the-brink: the single resolution mechanism*, cit., 113.

⁶⁷ In generale, vedasi E. CHITI, *L'accountability delle reti di autorità amministrative dell'Unione Europea*, cit., pp. 72 e ss. In materia di SSM, ma con ragionamenti estendibili anche al SRM e al SRB, vedasi ID, *In the aftermath of the*

strumenti di legittimazione, quali l'*expertise* e l'efficienza dell'azione amministrativa, attribuendo così rilievo primario all'esigenza di evitare la concretizzazione di crisi finanziarie che, nel recentissimo passato, hanno scosso le fondamenta dell'Unione stessa, mettendone a rischio la sopravvivenza.

Si consideri, infine, che la natura di *extrema ratio* dell'apparato in questione – il quale, a differenza di altre amministrazioni, non si ingerisce nella quotidianità della vita dei cittadini, ma interviene solo in ipotesi di emergenza – ne legittimerebbe una struttura che, pur maggiormente in difetto sotto il profilo della democraticità, consenta una gestione corretta ed efficiente delle crisi stesse⁶⁸.

In ogni caso, al di là di qualsiasi ragionamento astratto, sarà solo l'azione concreta di quest'amministrazione, operativa da pochi mesi, a dimostrare l'effettivo grado di *expertise*, efficacia ed efficienza e, parimenti, l'effettiva fondatezza della propria legittimazione.

crisis. The EU administrative system between impediments and momentum, cit., pp. 25 e ss.

⁶⁸ Pare possibile un parallelo con le ordinanze contingibili e urgenti e, in generale, con i poteri di emergenza delle pubbliche amministrazioni, in relazioni ai quali il sacrificio dei principi di legalità e di partecipazione (e, dunque, della democraticità dell'azione amministrativa) viene compensato dall'esigenza di risolvere opportunamente situazioni emergenziali. In materia vedasi, *ex pluribus*, M. RAMAJOLI, *Potere di ordinanza e Stato di diritto*, in *Studi in onore di Alberto Romano*, Napoli, 2011, I, pp. 735 e ss.; R. CAVALLO-PERIN, *Ordine e ordinanza nel diritto amministrativo*, in *Digesto discipline pubbl.*, Torino, 2010, pp. 336 e ss.; R. CAVALLO-PERIN, *Il diritto amministrativo e l'emergenza derivante da cause e fattori esterni all'amministrazione*, in *Il diritto amministrativo dell'emergenza, Anuario 2005*, a cura di AIPDA, Milano, 2006, p. 31; M. CERASE, *Ordinanze di urgenza e necessità*, in *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, 2006, pp. 3985 e ss.; M. GNES, *I limiti del potere d'urgenza*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2005, pp. 645 e ss.; R. CAVALLO-PERIN, *Potere di ordinanza e principio di legalità*, Milano, 1990.

I derivati “impliciti”: virtù e vizi della scomposizione

Sommario*: 1. I termini del dibattito e il perimetro di indagine; 2. Lo IAS 39 e la sua limitata funzione di rappresentazione contabile; 3. Limiti alla scindibilità giuridica delle componenti di un negozio; 4. Le disposizioni di vigilanza in tema di trasparenza dei prodotti complessi e la finalità di regolamentazione del fenomeno opposto alla scomposizione; 5. I requisiti strutturali imprescindibili dello strumento derivativo: differenzialità e astrazione pura – Distinguo fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria e fra derivato autonomo e componente derivativa; 6. Casistiche di potenziale incorporazione derivativa: a) l’indicizzazione; 7. [Segue]: b) mutuo con clausola floor; 8. [Segue]: c) finanziamento con clausola “rischio cambio”; 9. L’astrazione pura quale criterio guida e il rinvenimento di un obbligo di MTM quale elemento discretivo; 10. La componente derivativa non scindibile e l’impatto sulla trasparenza del prodotto creditizio; 11. Presunte componenti derivative in contratti non creditizi; 12. Contributi conclusivi al dibattito.

1. I termini del dibattito e il perimetro di indagine

Il crescente dibattito sui cosiddetti derivati “impliciti” rievoca, idealmente, il vezzo logico del Don Ferrante manzoniano. Ricorderemo come l’erudito astrologo ciecamente devoto ad Aristotele, non vedendo nel mondo che “sostanze” e “accidenti”, concluse che la peste non apparteneva né all’una né all’altra categoria ontologica e dunque non poteva esistere alcuna possibilità di contagio.

In effetti, il confronto concettuale fra i sostenitori e i negatori della riconoscibilità di un derivato implicito all’interno di un contratto (per lo più – ma non solo – un contratto creditizio) pare materializzarsi in due correnti di pensiero a modo loro estremizzanti: chi neghi la rintracciabilità del derivato implicito nell’altrui negozio ritiene che l’apparente strumento derivativo in realtà non sia che un *adiectum* ancillare alla ben diversa funzionalità del contratto che lo ospiti; viceversa, chi la affermi tende a riconoscere un’autonomia specifica allo strumento che si innesterebbe come un elemento a sé stante, portatore di un effetto finanziario altrettanto isolabile e incoerente con la funzione naturale del contratto ospitante. Nell’un caso insomma

* Per gentile concessione dell’editore – il lavoro è destinato alla pubblicazione su *Giurimetrica*, numero di settembre 2016.

l'adiectum diviene un “accidente”, nell'altro “sostanza”. Giuridicamente ciò significa che il derivato assumerebbe o meno, a seconda dei casi, un'autonomia causale in seno al negozio di base: tanto pronunciata da permettere l'enucleazione di un (diverso) negozio ch'essa esprimerebbe.

La posizione “sostanzialistica” è normalmente sposata dai tecnici. Per i professionisti della meccanica finanziaria, abituati per mestiere a smontare e a rimontare lo strumento (far l'*unbundling*, come oggi piace dire), è comprensibilmente difficile resistere alla tentazione di decomporre un'unità negoziale e di rinvenirvi disparati ingredienti meccanicamente isolabili. Per i giuristi invece la scelta fra sostanza e accidente appare spesso ondivaga e, in taluni casi, non scevra da aporie.

Per evitare di rendersi preda dei preconetti, si dovrebbe cercare di capire non solo se la sostanza e l'accidente siano effettivamente riscontrabili o no nelle fattispecie di “inclusione derivativa”, ma anche affrontare il problema in termini correttamente ricondotti al loro naturale alveo di giudizio. L'una posizione quanto l'altra possono, infatti, contenere fondamenti di vero, ma la prospettiva che a noi interessa, ossia il rimbalzo giuridico del ragionamento tecnico, impone di accedere ad un'analisi più serenamente, ancorché più faticosamente, ancorata alla peculiare conformazione e funzionalità negoziale delle singole fattispecie nonché agli elementi strutturali che connotano, tecnicamente e giuridicamente, la tipologia derivativa ⁽¹⁾.

Tentiamo quindi di tracciare un perimetro d'indagine.

Un derivato può – *in astratto* – risultare (o apparire) “implicito” o “incorporato” all'interno (a) di altro strumento derivato, (b) di altro strumento finanziario non derivato, (c) di un contratto di natura bancaria o creditizia o, infine, (d) di un contratto di tutt'altra natura (locazione non finanziaria, per citare l'esempio più intuitivo e ricorrente).

Implicito e incorporato non sono perfetti sinonimi. Implicito è un

¹ Apprezzabilissimo in tal senso l'attento e sensato richiamo operato da un brillante autore tecnico (GALLONE, *Il tasso minimo e i “derivati incorporati”, o presunti tali, nei contratti bancari e commerciali: riflessioni tecniche oltre l'opzione plain vanilla*, in *Giurimetria*, 1/2016, 11): “un tecnico di finanza derivata, non aiutato dal giurista e dall'esperto IAS, rischia di ragionare a vuoto”. L'avvertimento vale naturalmente anche in senso inverso.

aggettivo ambiguo, sovraccitante per l'interprete: sta a indicare che il derivato è nascosto fra le pieghe del negozio e fra le righe del contratto, c'è ma non si vede, come in un gioco di prestigio. Il derivato implicito sarebbe, quindi, un clandestino travisato che lo scopritore stana, con scaltra maestria, negli anfratti contrattuali in cui l'abile redattore (ma non così abile come chi riesca a sbugiardarlo) lo abbia callidamente occultato. Al contrario, l'incorporazione è un metodo decisamente più trasparente e "politicamente corretto": essa "si manifesta", più o meno scientemente. Se un titolo dichiara di incorporare (o non fa nulla per nascondere la presenza in sé di) un derivato, esso vuole addizionarsi scopertamente al negozio di base (altra cosa è se tale velleità additiva possa ritenersi soddisfatta)⁽²⁾. Il distinguo non va, a sua volta, esasperato bensì impiegato, essenzialmente, come una prima linea di orientamento bisognosa di ulteriore verifica. Può approssimativamente sostenersi che il derivato incorporato sia normalmente più immediatamente visibile, dunque più "scindibile" dal contesto di riferimento ancorché l'operazione di "scissione tecnica" non sempre sia tale da potersi tradurre in una "escissione giuridica" del componente. Tornando al punto, la presenza di un derivato all'interno di altro strumento derivato (caso (a) di cui sopra) fuoriesce dai confini della nostra indagine. Da tempo è nota, e diffusamente praticata, la fattispecie del c.d. derivato complesso, ossia del derivato frutto di combinazione fra due componenti basilari, come nel caso della *swaption* o della *future option*, dove si assiste ad un connubio fra componenti che la volontà delle parti fonde, plasmando un nuovo e a sua volta autonomo (oltre che unitario ed inscindibile) titolo negoziale. Analogamente, nessun rilievo può assumere la presenza implicita o l'incorporazione di un derivato in altro strumento finanziario non derivativo (caso (b) come accade, ad esempio, nel *reverse convertible*). Anche in questo caso assistiamo ad una fusione, in un unico ed unitario negozio di elementi finanziari derivativi e non funzionalmente correlati. L'esclusione dall'indagine di tali combinazioni si spiega anche alla luce della loro sostanziale inutilità. Affermare che in una *swaption* coesistano uno swap e un'opzione può

² Privo di un autentico retroterra sistematico, il linguaggio finanziario anglosassone ricorre all'aggettivo *embedded*, che poi vuol dire "conficcato", "incastonato": locuzione più ruvida che potrebbe equivalere ad entrambe le nostre più sottili formule.

incidere sul livello della qualità informativa, trattandosi indubbiamente di uno strumento combinato più complesso di un derivato elementare, ma non anche sulla sua sottoposizione alla disciplina dettata dal t.u.f. cui indifferentemente soggiacciono tanto lo strumento finanziario semplice quanto quello includente una componente derivativa. Nondimeno, il processo logico che conduce a questa sostanziale indifferenza nella ricerca non è, come si noterà, del tutto privo di significato. Ricadono invece nel discorrere le casistiche sub (c) e (d). In particolare, nel contratto con funzione creditizia (caso (c)), riconoscere la presenza di una componente derivativa e, riuscendovi attraverso un convincente procedimento di ermeneutica tecnica e giuridica, attribuire alla stessa un'autonomia sostanziale può comportare l'assoggettamento di quella componente vuoi alla disciplina del prodotto bancario vuoi a quella degli investimenti. Non diversamente le cose stanno nel caso di un prodotto del tutto alieno alle aree del diritto bancario e finanziario: anzi, in questo caso, l'indagine è ancor più essenziale onde comprendere se, e in quale misura, la componente derivativa eventualmente "affrancata" apra o meno uno spettro di inquietanti problemi a motivo del fatto che il contratto ospitante non è affatto soggetto ad alcuna delle sopraindicate discipline vincolistiche.

2. Lo IAS 39 e la sua limitata funzione di rappresentazione contabile

La scomponibilità sul piano tecnico, nel contratto bancario, dell'elemento derivativo da quello creditizio viene normalmente ricondotta all'esigenza di rappresentazione contabile e di bilancio. Più semplicemente alle indicazioni del Principio contabile IAS 39. Tale disposizione non è tuttavia tale da consentire un'automatica ricaduta giuridica sulla struttura negoziale del contratto ospitante. Lo IAS 39 mira, infatti, a garantire una corretta rappresentazione del rischio sostanziale insito in un dato strumento o in una combinazione di strumenti: siffatta visione sostanzialistica è coerente alle finalità proprie del principio contabile, il quale non si pone minimamente il problema della natura giuridica del negozio, rilevando ai fini del suo impiego il puro risultato finanziario, quale che sia la via con cui le

parti lo conseguano ⁽³⁾. Malgrado tale diversa prospettiva in cui lo IAS39 va a collocarsi, lo stesso fornisce però alcune indicazioni preziose ai nostri fini. Due in particolare. In primo luogo, il derivato incorporato, per come definito dal § 10 del Principio, “*determina alcuni o tutti i flussi finanziari che altrimenti il contratto [ospitante: n.d.r.] avrebbe richiesto di modificare con riferimento a un prestabilito tasso di interesse, a un prezzo di uno strumento finanziario, a un prezzo di una merce, a un tasso di cambio di una valuta estera, a un indice di prezzi o di tassi, al merito di credito (rating) o indice di credito o ad altra variabile*”. Il Principio ammette che il derivato incorporato opera una funzione di modificazione degli elementi del negozio di base: ciò equivale a riconoscere, sia pur implicitamente, che il derivato, dal punto di vista giuridico, non si pone affatto in un rapporto di autonomia con detto negozio, non è di per sé legalmente isolabile. In secondo luogo – e quale corollario rispetto alla prima affermazione – il successivo § 11 del Principio dispone, ai soli fini dell’autonoma contabilizzazione, la separazione del derivato dal negozio ospitante al ricorrere di tre condizioni, ossia: (a) l’assenza di una stretta correlazione fra le caratteristiche economiche e i rischi del derivato e quelli del contratto primario; (b) la riconoscibilità di una autosufficienza derivativa in caso di separazione genetica (“*uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato soddisferebbe la definizione di derivato*”); (c) l’assenza di una valutazione al *fair value* del negozio “compleso” (“combinato”, dice il Principio). Il concetto di stretta correlazione ⁽⁴⁾ trova, poi, una sua ampia descrizione esemplificativa nei §§ AG30 e AG33 dell’Appendice al Principio. Fra l’ampia casistica ivi contemplata merita una menzione specifica il caso del contratto *floor* o *cap* su tassi d’interesse implicito in un contratto di debito che viene considerato strettamente connesso al contratto sottostante, se il *cap* è uguale o maggiore del tasso d’interesse di mercato o se il *floor* è uguale o inferiore al tasso d’interesse di mercato quando il contratto è emesso e il *cap* o il *floor* non ha un

³ In tal senso il § 2 del Principio contiene una moltitudine di esenzioni dalla sua applicazione anche ad operazioni che pur rivestirebbero natura prettamente, o comunque spiccatamente, finanziaria.

⁴ Ripreso fra l’altro dal nuovo art. 2426, comma 1° lett. 11/bis per come modificato dall’art. 6, D.Lgs. 18.08.2015, n. 139 con decorrenza dal 1 gennaio 2016.

effetto leva (*leverage*) con riferimento al contratto sottostante. Il rilievo non è marginale. Esso conferma che la separabilità a fini contabili rileva solo nel momento in cui il derivato incorporato assuma una dimensione significativa e crei un reale effetto leva sul sottostante ⁽⁵⁾: in caso contrario, il derivato non viene separato neanche per la sua contabilizzazione. Ciò significa che non esiste, neppure all'interno dello IAS 39 e nel suo limitato orizzonte ragionieristico, alcun processo fisso di separazione alchemica del derivato. Non è cioè né richiesto né permesso isolare il derivato *in quanto* derivato, ma solo in quanto derivato capace di produrre un significativo effetto sul negozio ospitante. Criterio selettivo confermato a sua volta dal § 11.A, dove si consente la valorizzazione globale del prodotto composto al *fair value*, senza dunque scorporazione della componente derivativa, salvo che quest'ultima modifichi significativamente i flussi finanziari del contratto ospitante. Per concludere sul punto, la regola di separazione illustrata nello IAS 39, rilevante a meri fini contabili e strutturata essa stessa in termini molto relativi, non può aver alcuna influenza sulla configurabilità giuridica dell'autonomia della componente derivativa inclusa in un contratto ospite di natura non finanziaria ⁽⁶⁾. Anche se,

⁵ Cfr. in senso analogo la lettera (d) del cit. § AG33, a mente della quale “Un derivato su cambi implicito in un contratto sottostante che sia un contratto assicurativo o non uno strumento finanziario (come un contratto per l'acquisto o la vendita di un elemento non finanziario in cui il prezzo sia denominato in una valuta estera) è strettamente connesso al contratto sottostante **se non ha un effetto leva, se non contiene un'opzione e se i pagamenti devono essere effettuati in una delle seguenti valute**: (i) la valuta funzionale di una qualsiasi parte contrattuale rilevante; (ii) la valuta in cui il relativo prezzo del bene o servizio acquisito o consegnato è solitamente denominato, nelle operazioni commerciali a livello mondiale [. ..]; o (iii) una valuta che sia comunemente utilizzata nei contratti di acquisto o vendita di elementi non finanziari nell'ambiente economico in cui l'operazione si verifica [. ..]” (grassetto miei).

⁶ Così come nessuna influenza sulla configurazione giuridica del rapporto possono assumere le prescrizioni contenute nel § 1.2 dell'allegato C) alla circolare della banca d'Italia n. 272 del 30 luglio 2008 (aggiornamento 23 dicembre 2011), a mente delle quali i rapporti (attivi e passivi) che prevedono la corresponsione di un tasso d'interesse indicizzato con una soglia minima e/o massima vanno trattati come una combinazione di rapporti a tasso indicizzato e di opzioni del tipo “floor” e/o “cap”. Tale disposizione, riguardando la c.d. matrice dei conti ai fini delle segnalazioni di vigilanza, persegue parimenti una finalità di pura rappresentazione contabile e convenzionale delle diverse tipologie di prodotto da “quadrarsi” con la

come si noterà, può comunque fornire qualche spunto, per lo più “in negativo”, nel processo di analisi.

3. Limiti alla scindibilità giuridica delle componenti di un negozio

Dal punto di vista squisitamente giuridico, la possibilità di scomposizione di un negozio non può essere né affermata né negata in assoluto. Anche in questo caso occorre arrestarsi ad un fermo punto di equilibrio fra la “componentistica” del negozio e la sua risultante finale di “produzione”.

In astratto, non c'è dubbio che qualunque contratto sinallagmatico possa scomporsi nelle unità prestazionali in cui consiste. Molto banalmente, in una vendita assistiamo alla dazione di un bene da parte del venditore e alla dazione di una somma di denaro da parte del compratore. Nulla vieta, in astratto, di ipotizzare la donazione di un bene e la corrispondente donazione di denaro. Nella realtà una simile qualificazione cede il passo all'evidenza logica e dogmatica per cui le due prestazioni non sono animate da spirito liberale ed è proprio il loro reciproco bilanciamento a conferire una causalità specifica al negozio. Questa esemplificazione, indubbiamente molto estrema, è e vuole essere una mera provocazione intellettuale il cui approdo consiste nella seguente regola di prudenza ermeneutica: se è possibile in astratto scindere le componenti di un negozio giuridico, non è possibile tecnicamente e dogmaticamente parcellizzare un negozio e attribuire autonoma dignità giuridica a ciascuno dei suoi componenti quando la sua causa e la sua funzionalità sorgono e si giustificano in ragione (o anche in ragione) del concomitare e del combinarsi di quelle componenti. E, si badi, ciò non vale esclusivamente per i contratti tipici o comunque acquisiti alla sistematica giuridica, bensì per qualunque negozio che, nel fondamentale rispetto del principio di meritevolezza dell'interesse perseguito, si ponga come un unitario insieme causale e prestazionale, pena, in caso opposto, svuotare di significato il principio di “libertà creativa” sancito dall'art. 1322, comma 2° cod. civ.

La non scomponibilità, sul piano giuridico, di elementi negoziali

predetta matrice, prescindendo del tutto quindi dalla qualificazione tecnico-legale del negozio.

pur astrattamente, se in sé considerati, enucleabili dal complesso contrattuale trova, del resto, un suo contraltare per così dire “al negativo” nei principi di irrilevanza del *nomen juris* attribuito dalle parti e, ancor più, nell’istituto del negozio indiretto.

Il primo dei suddetti principi esclude che la reale volontà delle parti possa essere sopraffatta dall’attribuzione di una denominazione dettata da intenti elusivi: insomma, l’autentica natura di un negozio non può essere alterata da un semplice desiderio di parte affidato ad una volontà nominalistica. Ai nostri fini, così come i contraenti non possono chiamare diversamente e quindi efficacemente qualificare in tale diversa chiave un dato negozio che rivesta tutt’altra natura riconosciuta dall’ordinamento ⁽⁷⁾, del pari non può ammettersi che l’interprete sopravanzi la reale volontà pattizia decomponendo il negozio stipulato e attribuendovi causalità e oggetti disparati là dove il negozio stesso palesi invece una struttura causale e oggettuale unitaria.

Il divieto di “sabotaggio ermeneutico” si manifesta ancor più nitidamente, sempre *a contrariis*, nella teoria del negozio indiretto, per effetto della quale la via trasversale, adottata dai contraenti per

⁷ Emblematico, nella materia che ci occupa, il tentativo di trasformare nominalisticamente in compravendita valutaria (*outright*) quelle che non possono altrimenti definirsi che operazioni di *currency swap*: “nel caso di operazioni di compravendita di valute, mai portate a termine alla data di scadenza, ma sempre chiuse con operazioni speculari di segno opposto, il cui regolamento si concretizzi con l’addebito/accredito dei flussi in valuta appoggiati su una coppia di conti correnti, di cui uno in lire e uno in valuta, che mantengano un saldo perfettamente nullo nel periodo di interesse, sì da avere un ruolo di transito fittizio, e ove sin dall’inizio sia mancato lo scambio della res (valuta), ci si trova di fronte ad una fattispecie sostanzialmente unitaria ed assimilabile al contratto di swap, non tanto nella struttura formale, ma attraverso la finalità perseguita, ove i trasferimenti di capitale sono “poste” puramente formali rispetto all’ordine di compravendita, in cui, in sostanza, il pagamento delle differenze costituisce l’oggetto immediato e unico del contratto stipulato inter partes, sia all’atto della stipulazione del contratto sia alla scadenza” (Trib. Milano 27 marzo 2000, in *Contratti*, 2000, 777. Cfr. anche Trib. Milano, 3 gennaio 1996, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1996, 550; App. Milano 11 gennaio 2002, *ivi*, 2003, 178; App. Milano, 13 giugno 2003, *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2003, 297; Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Riv. dir. internaz. priv. proc.*, 2005, 172; Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, in *Mass. Foro it.*, 2005, 629; Cass. 4 settembre 2009, n. 19226, in *Mass. Foro it.*, 2009, 1123).

raggiungere un dato obiettivo normalmente conseguibile attraverso la lineare stipulazione di un certo contratto, viene sbarrata dall'interprete tenuto a ricondurre quell'insieme di negozi combinati all'unità tipica (o comunque accreditata dal diritto positivo) alla realizzazione del cui effetto quell'insieme è sostanzialmente proteso. Analogamente e in via inversa, nella materia che ci occupa, deve ritenersi precluso all'interprete il sezionamento dell'unità contrattuale ove in essa sia riscontrabile una ricercata e lecita unitarietà.

Ne consegue che l'astratta riconoscibilità, nell'ambito di un unico stipulato, di diverse componenti che, singolarmente apprezzate, potrebbero prestarsi ad un'autonoma qualificazione, non può legittimarne la loro enucleazione dal complesso negoziale se non nel caso in cui possa dimostrarsene l'assoluta estraneità all'oggetto proprio del negozio stesso e dunque dedursi una volontà delle parti, anch'essa animata da una specifica convenienza elusiva, non già di incorporare un dato negozio "minore" all'interno di uno "maggiore" per completare la funzionalità del secondo, bensì solo ed esclusivamente per ricondurre il primo nell'alveo disciplinare del secondo, in tesi meno gravoso e impediante per il negozio "minore".

4. Le disposizioni di vigilanza in tema di trasparenza dei prodotti complessi e la finalità di regolamentazione del fenomeno opposto alla scomposizione

Le conclusioni poc'anzi tratte trovano una precisa conferma nella disciplina di trasparenza dettata dalla Banca d'Italia in tema di prodotti composti, talora impropriamente invocata a suffragio della tesi della separabilità giuridica del derivato incorporato dal contratto ospitante.

Le disposizioni di trasparenza ⁽⁸⁾ (Sez. I § 1.1 alinea 5, 6 e 7) consentono invece di pervenire alla conclusione esattamente opposta. Tali disposizioni muovono dalla corretta constatazione per cui l'articolo 23, comma 4, t.u.f. esclude l'applicabilità delle medesime ai servizi e alle attività di investimento, al collocamento di prodotti

⁸ Provvedimento 29 luglio 2009 e successive modifiche - *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti.*

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.b.

Esclusa dunque l'applicabilità delle norme di trasparenza bancaria ai prodotti di investimento (il provvedimento cita espressamente, a titolo esemplificativo, obbligazioni e altri titoli di debito, certificati di deposito, contratti derivati, pronti contro termine), il discorso si sposta sul controverso tema dei prodotti composti. Il successivo § 3 delle predette disposizioni offre una inequivoca definizione dei prodotti composti, per tali intendendo “*schemi negoziali composti da due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica*”. Siffatta definizione sarebbe di per sé sufficiente a negare ogni rilevanza del provvedimento in parola nella nostra analisi. La Vigilanza chiaramente riconduce alla nozione di composizione *due o più contratti collegati*: è dunque evidente che la fattispecie considerata muove già dal presupposto che si sia in presenza di distinti e autonomi negozi giuridici poi combinati, ma solo sul piano teleologico, in funzione del raggiungimento di un unitario effetto economico-finanziario. Versiamo dunque nel caso esattamente opposto al nostro: non già un singolo negozio comprensivo di diverse componenti bensì singoli negozi funzionalmente – e solo funzionalmente – connessi.

Tale pur dirimente impostazione potrebbe tuttavia non riuscire appagante per chi, volendo non a torto scorgere nelle disposizioni di trasparenza una spiccata vocazione sostanzialistica, ritenesse che le stesse regole dovessero applicarsi anche al negozio unitario astrattamente scindibile in più negozi. Noteremo fra un istante, tuttavia, come tale estensione (raggiungibile peraltro solo attraverso una certa forzatura del dettato testuale e, si vedrà, sostanzialmente priva d'utilità) non sia tale da mutare la conclusione circa l'irrelevanza delle disposizioni in parola rispetto al tema della separabilità del derivato incorporato.

Le citate disposizioni distinguono, infatti, fra (a) prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante *non* sia di *investimento* e (b) prodotti composti la cui finalità esclusiva o preponderante sia di *investimento*.

Nel primo caso (a), le norme di trasparenza trovano applicazione all'intero prodotto se questo ha finalità, esclusive o preponderanti,

riconducibili a quelle di servizi o operazioni bancarie o creditizie e la circoscrivono, nelle altre ipotesi (quelle cioè in cui l'intero prodotto non abbia finalità esclusive o preponderanti di tal natura), alle sole componenti bancarie o creditizie. Nel secondo caso (b) trovano invece applicazione 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 (aggiungiamo, come ovvio: *altresì*) la disciplina di trasparenza bancaria.

Ai nostri fini, il caso (a) (applicazione delle norme di trasparenza all'intero prodotto) calza, in apparenza alla perfezione, alla fattispecie dell'incorporazione del derivato nel contratto creditizio. Ed è proprio in virtù della citata disposizione che l'Arbitro Bancario Finanziario regolarmente dispone l'applicazione degli obblighi di trasparenza bancaria al contratto di *interest rate swap* formalmente separato dal, ma specificamente venduto in abbinamento al, distinto contratto di mutuo col fine di invertirne il segno del tasso applicato (da variabile a fisso o viceversa)⁽⁹⁾.

Questa d'altronde è la finalità, specifica e limitata, delle norme di trasparenza, tant'è vero che la Sez. II dello stesso provvedimento citato, al § 3, 14° alinea, impone agli intermediari, nel caso di prodotti composti, la predisposizione di un unico foglio informativo relativo a tutte le componenti del prodotto offerto, mentre per i prodotti composti che includono componenti escluse, il foglio informativo deve rinviare agli eventuali strumenti di trasparenza per esse stabiliti dalle normative di settore, fermo restando, in ogni caso, l'obbligo di riportare tutti i costi che il cliente deve sostenere, a qualsiasi titolo, in relazione al prodotto composto (dunque anche i costi della componente esogena ed esclusa dall'applicazione in via generale delle disposizioni di trasparenza). Tale regola, letta in combinato disposto con il suaccennato principio di esclusività o preponderanza della funzione bancaria o creditizia del prodotto offerto, esprime propriamente il fine che la Vigilanza si propone e che consiste nell'assicurare al cliente finale, che acquisti un prodotto a preminente

⁹ Principio consolidato in alcune decisioni di ABF, fra cui in particolare le pronunce di Collegio Milano nn. 1647/2014, 2075/2014, 3702/2014, 1928/2012 e 1793/2013.

funzione creditizia, di conoscerne il costo globale, ove questo possa essere indirettamente influenzato da componenti negoziali esterne al contratto di erogazione.

Si conferma con ciò che la disciplina in parola non persegue alcuna finalità di scomposizione giuridica di unità, già formalmente autonome, che vanno a (funzionalmente) costituire il prodotto composto, bensì, tutto all'opposto, essa si preoccupa di ricondurre *ad unum* singoli negozi idonei tuttavia ad interagire o, meglio, di ricondurre al contratto bancario (“maggiore”) il contratto di investimento (“minore”) che vada a condizionare il risultato economico complessivo del primo. La preoccupazione è dunque non già di assoggettare la componente di investimento alla disciplina del t.u.f., bensì di spingerla nell'alveo della disciplina bancaria alla quale essa sarebbe, per sua natura, del tutto sottratta (nel suaccennato ricorrente caso, la Vigilanza non s'interroga sulla coerenza e adeguatezza dello swap nella logica disciplinare del t.u.f. bensì si premura di assicurare che la sua incidenza economica sul preminente contratto bancario sia rappresentata con le stesse regole di chiarezza con cui deve rappresentarsi quest'ultimo). Tanto appare pienamente coerente con le – ripetesi – limitate funzioni della disciplina di trasparenza, la quale non intende né può assumere posizione sulla interazione giuridica dei due contratti bensì intende e vuole assicurare una massima trasparenza al prodotto (*prodotto*, non negozio) complessivo offerto alla clientela: e vuole assicurarlo con le *sue* regole, con le regole cioè di trasparenza del prodotto bancario “maggiore”.

Va da sé che l'applicazione dello stesso principio al caso opposto, ossia al negozio di investimento inserito formalmente nel contratto bancario, non condurrebbe a risultati diversi. Per la verità, un simile procedimento d'applicazione estensiva si rivelerebbe, ai fini della trasparenza del prodotto, del tutto inutile. Ove, nel ricorrente caso, lo swap fosse incorporato nel contratto bancario, la sua enucleazione si renderebbe superflua giacché le caratteristiche della componente derivativa sarebbero di per sé, proprio per il fatto di risiedere nel contratto maggiore e di non formalmente distinguersi da esso, assoggettate agli obblighi di trasparenza bancaria (leggasi alla limpida rappresentazione nel foglio informativo). E' per questa ragione, del resto, che il prodotto composto viene identificato nel collegamento fra

negozi distinti, poiché solo in caso di autonomia formale si pone il problema di sottomettere la componente finanziaria alla disciplina di trasparenza: problema invece che non si pone nel momento in cui tale componente sia già inserita nel contratto bancario, dunque transitivamente soggetta alla disciplina di trasparenza (ferma e impregiudicata, s'intende, la sua assoggettabilità *anche* alla disciplina del t.u.f. nel caso in cui la scindibilità si renda possibile: v. *infra* § 9).

Ne consegue che le disposizioni di Banca d'Italia in tema di prodotti composti si appalesano non dirimenti ai fini della nostra indagine, vuoi perché volte a disciplinare il fenomeno opposto alla scomposizione vuoi perché in ogni caso funzionali all'assoggettamento della componente non bancaria alla disciplina di trasparenza del "prodotto finito" esclusivamente o preminentemente bancario.

Esse tuttavia non appaiono completamente inservibili. In particolare, il criterio della preponderanza può riuscire utile come richiamo alla prevalenza della causa, nella specie della *causa credendi*, che rappresenta, sia pur sotto altro e più vasto angolo visuale, un necessario passaggio logico nel processo di (eventuale) scorporazione del derivato dal contratto ospitante (v. *infra* nel prosieguo, spec. § 7).

5. I requisiti strutturali imprescindibili dello strumento derivativo: differenzialità e astrazione pura – Distinguo fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria e fra derivato autonomo e componente derivativa

La praticabilità in astratto di una siffatta scorporazione presuppone che la sospetta fattispecie derivativa rivesta i requisiti dell'autonomia, sia cioè di per sé, se estratta dal contesto ospitante, idonea a configurare un negozio derivato ⁽¹⁰⁾. Questo del resto è il corretto percorso logico da imboccare e seguire per dipanare ogni dubbio: prima di chiedersi se ciò che sembra un derivato sia o meno isolabile dal diverso contesto in cui risiede, occorre domandarsi che cosa sia un

¹⁰ In tal senso, lo stesso IAS 39, ancorché nella sopradetta limitata funzione di rappresentazione contabile, esige pur sempre la rintracciabilità nello strumento ospitato di un'autosufficienza derivativa (*supra* § 2).

derivato e quindi, sulla scorta di quella prima risposta, cercare di rinvenirne la presenza o meno nel contratto ospitante. Allo scopo, due sono indiscutibilmente i tratti capaci di connotare un impianto negoziale alla stregua di strumento derivato: la differenzialità e l'astrazione pura.

Il primo requisito – che, dopo una lenta, faticosa ma alla fine riuscita riflessione, la giurisprudenza ha ormai pienamente recepito in accoglimento delle segnalazioni dottrinali degli indici normativi e fattuali che inequivocabilmente depongono in tale direzione – costituisce l'essenza stessa del negozio derivato, la cui oggettiva finalità, il cui oggetto specifico è dato dalla compravendita del differenziale di valore che si forma, nel tempo, su una data grandezza economica, sia essa reale (merce, prezioso, strumento finanziario) o astratta (tasso, cambio, indice). E' derivato non già ciò che mira all'acquisizione del fondamentale, il quale non costituisce che una base di computo, bensì ciò che mira ad acquisire il differenziale registrato sulle variazioni di valore di quel fondamentale ⁽¹¹⁾.

La *differenzialità derivativa* non va tuttavia confusa con la *differenzialità finanziaria*.

Può in astratto riconoscersi un obiettivo differenziale in qualunque operazione di natura finanziaria e no, purché concentrata sull'acquisizione di un *qualcosa*, di una qualunque *cosa*, suscettibile di essere ulteriormente negoziata e dunque di acquisire o perdere valore nel tempo. Quando, nel linguaggio corrente, si invoca l'opera d'arte o il bene immobile come investimento-rifugio, non s'intende altrimenti alludere che alla possibilità di una rivalutazione nel tempo di quel bene, all'eventualità sperata che quel bene, ritrasferito a terzi da colui che lo abbia inizialmente acquisito, procuri a quest'ultimo una differenza positiva fra quanto pagato all'acquisto e quanto incassato alla futura rivendita. Non diversamente il cassetista, che acquisti un'azione per rivenderla in un futuro e propizio momento di mercato, persegue un fine di guadagno di capitale, cioè di scarto positivo fra il pagato oggi e l'incassato domani. Ma non è chi non veda come, in questi banalissimi esempi, la differenzialità assuma un

¹¹ Per non riuscir tedioso nel reiterare un concetto ormai chiaro e consolidato, sia qui permesso rinviare ai miei precedenti scritti in materia e al confermativo orientamento giurisprudenziale, entrambi certamente noti al Lettore.

ruolo fors'anche economicamente importante ma giuridicamente secondario all'oggettualità del negozio acquisitivo che si fonda, essenzialmente, sull'acquisto, sul possesso e sul godimento del bene e, solo accessoriamente, sulla realizzazione di un differenziale se e quando dovesse intervenire un ulteriore atto di alienazione: il che implica, naturalmente, la necessità di sostenere un esborso perfettamente eguale all'intero valore del "comprato".

Tutt'al contrario, nel derivato la differenzialità diviene essa stessa, ed *essa sola*, ad un tempo funzione economica e oggetto del negozio, è alla ricerca di essa, e *solo di essa*, che il contratto è diretto: il che implica, altrettanto naturalmente, che l'acquirente del derivato non si renda acquirente del fondamentale, e quindi non debba sopportare l'esborso pari all'intero valore dello stesso, bensì strutturi un'operazione che gli consentirà semplicemente e *unicamente* di acquisire lo scarto di valore positivo (o di versare lo scarto negativo) che il fondamentale acquisirà nel tempo. V'è una nitida, macroscopica e perciò innegabile discrepanza fra la posizione economica di Tomonori Tsurumaki, che nel novembre del 1989 acquistò, in un'asta battuta da Binoche et Godeau, *Les Noces de Pierette* di Picasso al prezzo di 51,3 milioni di dollari e quella dello speculatore artistico che, in parallelo, avesse stipulato con un terzo un derivato sul valore di quel dipinto, versando o ricevendo le differenze positive date dal fluttuare delle sue quotazioni: se il derivato scadesse oggi e oggi quell'opera valesse 55 milioni di dollari, lo speculatore derivativo ne incasserebbe 3,7, lo stesso importo che riceverebbe, vendendo a quel prezzo l'opera, il facoltoso aggiudicatario giapponese, con la differenza che quest'ultimo, per realizzare questo risultato, ha dovuto versare 51,3 milioni ventisette anni fa, mentre l'ipotetico speculatore non avrebbe versato alcunché al momento della stipulazione del derivato.

Quanto precede induce a concludere che, ai fini della scorporabilità di un eventuale derivato da un contratto ospite, la componente derivativa deve presentare tale indefettibile requisito: essere *unicamente* strutturata in modo da consentire la percezione del *solo* differenziale di valore rispetto al sottostante. La possibilità che il congegno incluso in un contratto bancario generi delle differenze di valore non è, *di per sé*, bastante ad attribuire a quel congegno l'autosufficienza dello strumento derivato, a riconoscere in quella

differenzialità finanziaria una differenzialità derivativa. Occorrerà invece dimostrare che quel congegno, estrapolato *tel quel* dal contratto ospitante, produrrebbe esattamente lo stesso effetto, lo stesso risultato economico anche a prescindere dalla sua residenza nel negozio primario: e – anticipo – lo produrrebbe anche e soprattutto nel caso di cessazione precoce di quest'ultimo.

Nella stessa prospettiva si colloca la valutazione del secondo requisito tipico dello strumento derivativo: l'astrazione pura. Il derivato, per "definizione naturale", insiste su un fondamentale da cui è economicamente influenzato senza però influenzarlo e senza esserne giuridicamente influenzato. Quando il fondamentale si "materializzi" all'interno di un negozio, l'astrazione pura del derivato si manifesta in maniera lampante. Si consideri un esempio classico e del tutto contiguo al nostro tema: il contratto di finanziamento a tasso variabile su cui si "sovrapponga" un *interest rate swap* basato sul tasso fisso e dunque mirante a realizzare il differenziale fra i due tassi. Le fluttuazioni del tasso variabile determineranno una dilatazione o una contrazione del differenziale per effetto della loro sommatoria algebrica al tasso fisso, ma esse non potranno mai incidere sulla validità dell'IRS: qui tralasciando ogni valutazione circa le ricadute in termini di responsabilità dell'intermediario per eventuali carenze informative e restringendo il campo d'analisi alla mera oggettualità dell'operazione, quand'anche il differenziale registrasse un andamento macroscopicamente negativo per il cliente, tanto non basterebbe ad intaccare la tenuta civilistica dello swap ⁽¹²⁾. Il fatto che il tasso variabile non sia assunto a mera grandezza di computo, bensì risieda nel parallelo e diverso contratto di finanziamento, più semplicemente il fatto – civilisticamente irrilevante – che si sia in presenza di un derivato di protezione anziché di uno strumento speculativo, non muta le conclusioni, anzi le rafforza: la circostanza che il contratto di finanziamento cessi per qualsivoglia ragione (risoluzione per inadempimento, estinzione per rimborso anticipato, accertata nullità del finanziamento per ragioni genetiche, annullamento per

¹² Con la sola limitata eccezione – ma qui si invade il terreno della patologia del fenomeno – di una strutturazione dello strumento che garantisca *ab origine* ad una delle parti siffatta sproporzione, nel qual caso il negozio cesserebbe di appartenere alla categoria derivativa per carenza di alea, ossia di un requisito indefettibile del suo oggetto.

sopravvenuto accertamento di vizi del consenso) non influirà minimamente sulla perdurante validità dell'IRS, il quale modificherà a quel punto la sua funzione tramutandola da protettiva in speculativa ma non per questo la sua causa commutativa (lo “scambio in sé”) e dunque la sua tenuta civilistica saranno poste a rischio ⁽¹³⁾: in breve lo swap manterrà intatta la sua autonomia e la sua efficacia rispetto alle sorti, anche rovinose, del contratto ospitante.

Tornando al tema che ci occupa, un derivato presuntivamente incorporato o implicito non potrebbe giammai scorporarsi o esplicitarsi nel momento in cui il contratto ospitante lo legasse alla sua sorte, se cioè il venir meno di quest'ultimo comportasse l'automatico venir meno del derivato senza conseguenza alcuna. Se ciò accadesse, perché una clausola del contratto ospitante lo abbia previsto, non saremmo più in presenza di un derivato autonomo e dunque, in tesi, scindibile dal negozio primario, bensì di una componente derivativa talmente implicita da essergli inestricabilmente immanente e per ciò solo indissolubile.

Quest'ultimo rilievo sottintende un ulteriore, essenziale corollario: la *non equiparabilità* fra *derivato* e *componente derivativa*. Riconoscere la presenza di una struttura di taglio derivativo o analogo all'interno di un contratto non è risultato sufficiente ad inferire l'autonomia di quella struttura rispetto all'impianto contrattuale di base. Neanche lo IAS 39 – pur nella sua circoscritta vocazione alla rappresentazione contabile di un effetto finanziario, fenomeno diverso dalla qualificazione giuridica di un negozio – s'appaga di una mera coincidenza di funzioni, insistendo invece sulla già rammentata autonoma capacità di emancipazione del derivato incorporato o implicito.

Alcuni esempi, “provocatori” nel positivo senso del termine, contribuiscono a chiarire questo cruciale passo del ragionamento.

Un leasing finanziario incorpora notoriamente una facoltà di riscatto, che i contratti chiaramente qualificano come opzione (ecco un tipico caso in cui l'apparente “derivato incorporato” si dichiara), vale a dire la facoltà del conduttore di acquisire la proprietà del bene locato

¹³ Sempre qui tralasciando il *diverso* obbligo dell'intermediario promanante dalla disciplina settoriale e non già dalle regole di governo civilistico del negozio, di aggiornare, in un simile frangente, l'informativa al cliente circa la mutata funzionalità dello strumento.

versando un determinato corrispettivo. Nella struttura del negozio potrebbe quindi, almeno in astratto, riconoscersi una componente derivativa? Forse, perché lo scarto fra il prezzo di riscatto e il valore reale residuo del bene potrebbe esprimere una differenza apprezzabile che giustificerebbe l'azzardo del conduttore in fase di stipula. Tuttavia, questa affrettata conclusione risulta smentita da almeno tre irrefutabili evidenze: a) lo scarto di valore è per lo più solo apparente: nei leasing mobiliari di beni strumentali (salvo casi eccezionali) e di largo consumo, in realtà il costo iniziale del bene è pressoché interamente assorbito (e necessariamente sopravanzato per naturali esigenze remunerative del *lessor*) dal valore dei canoni periodicamente corrisposti dal *lessee*; nei leasing immobiliari, invece, dove il valore del bene tende ad apprezzarsi anziché a svalutarsi nel tempo, o nei leasing di beni che conservano un rilevante valore anche dopo un non trascurabile utilizzo, il prezzo di opzione è significativamente più elevato ed anche in questo caso una corretta costruzione dello strumento comporta un totale e *gagnant* assorbimento del costo iniziale di acquisizione attraverso il pagamento dei canoni: è dunque realisticamente impossibile intravedere nel leasing una genetica vocazione alla creazione di un differenziale incerto per entrambi i contraenti in caso di esercizio dell'opzione di riscatto; b) il mancato esercizio dell'opzione comporta il ritorno del bene nella disponibilità del concedente ovvero il suo permanere in quella dell'utilizzatore previo rinnovo della componente locativa, senza alcuna altra conseguenza riconducibile alla presenza del supposto "derivato opzionario"; c) ma, ciò che più conta, l'opzione di riscatto soddisfa propriamente un interesse acquisitivo del bene e non già del differenziale di valore che su quel bene si forma⁽¹⁴⁾ e prova ne

¹⁴ Se si esclude il caso, frutto di mera accidentalità e comunque estraneo all'originario programma negoziale delle parti, in cui il bene abbia acquisito un valore superiore alla sommatoria totale dei canoni e del prezzo di opzione (già comprensivi della quota di remunerazione del concedente), sicché potrebbe riuscire conveniente all'utilizzatore acquisire comunque la proprietà del bene per procedere ad una successiva immediata rivendita del medesimo sul mercato a pronti. Ma si tratterebbe in tutta evidenza di un fortunoso accadimento che nulla avrebbe a che spartire con la logica di un derivato, primo fra tutti il fatto che comunque il complessivo esborso dell'utilizzatore (canoni più prezzo di riscatto) si pone in antitesi con la struttura elementare del derivato basato sulla mera acquisizione del

sia, se mai occorresse, il fatto che il mancato esercizio non implica il versamento di alcun costo di sostituzione da parte dell'utilizzatore.

Un mutuo che nasca a tasso variabile ma che accordi, a finestre temporali predefinite, il passaggio ad un tasso fisso per periodi parimenti predefiniti, potrebbe forse incorporare un'opzione *cap* o *floor* sui tassi o, vedendo altrimenti la fattispecie, un IRS. Si ipotizzi che al cliente, indebitato per 1 milione di euro al tasso Euribor 3M maggiorato di uno spread di 3 punti, venga accordata la facoltà di accedere, dopo cinque anni e per il successivo quinquennio, ad un tasso fisso del 6%. Si supponga, in uno scenario oggi giorno irrealistico ma in tesi non impossibile, che verso la fine del quinto anno l'Eur3M sia al 4%, il che equivale ad un tasso del (Eur3M = 4 + spread contrattuale = 3) 7% e che il cliente eserciti il diritto di conversione del tasso passando al fisso del 6% per il lustro successivo. In quel quinquennio l'Euribor a 3 mesi continuerà ad ondeggiare sicché, a rigor di logica derivativa, se esso scendesse al 2%, il cliente avrebbe realizzato un differenziale negativo di [tasso originario (Eur3M = 2) + (spread contrattuale = 3) – (tasso fisso) = 6] – 1%, per cui in luogo dei 50.000 euro che avrebbe pagato non esercitando l'opzione, il cliente si trova ora dover pagare 60.000 euro (il tasso fisso) cioè 10.000 euro in più. E' questo un differenziale derivativo? Sì, se considerassimo tale evento come una conseguenza diretta dell'esercizio dell'opzione di conversione. In realtà si tratta semplicemente di una conseguenza indiretta, correlata al fatto che esercitando l'opzione il cliente ha deciso di sottoporre il suo impegno restitutorio ad un regime remunerativo diverso, divenuto ora più dispendioso. Nei fatti però il cliente non ha esercitato una opzione derivativa in senso stretto e prova ne sia, se mai occorresse, il fatto che, ove nel frattempo l'Eur3M salisse al 5% determinando così un tasso finale, in base al contratto originario, del [(Eur3M = 5) + (spread contrattuale = 3) – (tasso fisso) = 6] + 2%, il cliente non verserebbe 20.000 euro (2% di 1 milione) alla banca ma, soprattutto, se il cliente estinguesse anticipatamente il debito, la banca non avrebbe alcun titolo per domandargli 20.000 euro l'anno per ciascun anno che lo separerebbe dallo spirare naturale del mutuo, ove la curva *forward*

differenziale. In altra forma, l'esempio del Picasso di cui al testo si ripropone con tutta la sua forza persuasiva.

indicasse un Eur3M costante al 5% da lì alla fine del finanziamento. Anche in questo caso non assistiamo al configurarsi di una fattispecie tecnicamente definibile come autonomo strumento derivato.

Conduciamo ai suoi estremi la fattispecie appena descritta: supponiamo quindi, per un istante, che sia possibile, in seno ad un contratto di altra natura, riscontrare un derivato ogniqualvolta la scelta di un dato parametro, tasso o prezzo da corrispondersi nel tempo si riveli poi, per essere quel parametro, tasso o prezzo inferiore o superiore ai corrispondenti livelli di mercato, tale da procurare un teorico vantaggio o svantaggio per uno dei contraenti. Partendo da questa (deviata) premessa, si dovrebbe concludere che anche un tasso fisso nell'ambito di un contratto di mutuo celerebbe una sorta di derivato implicito sui tassi e lo stesso accadrebbe per una tariffa telefonica a forfait o per una tariffa energetica bloccata o per un prezzo scontato di un biglietto aereo comprato in regime di *early booking*: ogni mutamento *in melius* o *in pejus* del tasso, della tariffa o del prezzo correnti comporterebbero un teorico differenziale a vantaggio o a svantaggio di uno dei contraenti, equivalente allo scarto fra il valore ricavato dall'applicazione del parametro, dalla tariffa o dal prezzo prefissato e il valore ricavabile dai valori correnti per il caso in cui non si fosse optato per quel parametro, quella tariffa o quel prezzo. Nel caso del tasso fisso, il ribasso dei tassi variabili produrrebbe un differenziale negativo a carico del mutuatario; nel caso delle tariffe bloccate, un calo dei prezzi del mercato telefonico o del petrolio, esporrebbe l'utente ad un prezzo maggiore di quello che avrebbe pagato in assenza della tariffa bloccata; nel caso del biglietto aereo, il risparmio normalmente ritraibile da un acquisto anticipato potrebbe risultare sensibilmente inferiore a quello realizzabile con un acquisto a pronti nel momento in cui il prezzo spot si rivelasse parimenti inferiore a quello già scontato (per esempio per effetto di un generale crollo del prezzo dei trasporti aerei dovuto a un accadimento terroristico o ad una sopravvenuta crisi della compagnia prescelta).

Tuttavia, accedendo a questa visione, s'incapperebbe nell'errore di confondere la differenzialità derivativa con la differenzialità finanziaria, errore aggravato dall'equiparazione impropria del *risultato della prestazione* alla *causa del negozio* e, ancor più, dalla forzatura interpretativa che porterebbe a riconoscere alla volontà dell'acquirente e a quella del venditore un intento diverso da quelli,

rispettivamente, di risparmiare su di un prezzo e di assicurarsi un introito certo e immediato. Nelle suddette, volutamente estreme esemplificazioni, tutti i contraenti, sia dal lato acquirente che da quello venditore, “scommettono” sul ribasso o sul rialzo dei valori correnti ma stipulando un negozio volto non già ad acquisire il solo differenziale bensì l'intero bene o l'intera grandezza economica considerata ad un prezzo (sperato come) più conveniente. Se si affermasse la sussistenza di un derivato in quelle che, in definitiva, altro non sono che pattuizioni di prezzo, si svuoterebbe di significato la stessa fattispecie derivativa, la quale diverrebbe inaccettabilmente riscontrabile in (nel risultato economico di) qualsiasi contratto a termine o ad esecuzione continuata e non solo, come invece è, in quella stipulazione che, prescindendo dall'apprensione del fondamentale, miri invece ad acquisirne la sola differenza di valore.

In altri termini, non esiste una “virtualità derivativa” nascente dallo scarto di valore o dalla convenienza di una determinata operazione economica, esiste solo il derivato che assume un suo autonomo e netto profilo consistente nella sua tensione all'acquisto di quello scarto e di quello soltanto. E quand'anche, esaminate *ex post*, le due fattispecie potessero esprimere lo stesso risultato matematico, tanto non basterebbe ad equipararle sotto il profilo giuridico e contrattuale.

6. *Casistiche di potenziale incorporazione derivativa: a) l'indicizzazione*

Trasponendo i precedenti risultati concettuali nelle singole fattispecie, le conclusioni cui si perviene (si deve pervenire) tendono a discostarsi sensibilmente dalle rapide attribuzioni di “patente derivatività” cui i giuristi talora indulgono, affascinati dalla fenomenale capacità di scomposizione in cui eccellono i tecnici e i matematici.

Muoviamo dalla fattispecie più semplice: l'indicizzazione. Essa presuppone che un dato tasso di remunerazione di un mutuo, di un leasing o di altro contratto di finanziamento sia correlato alle variazioni di un parametro esterno.

L'espressione è spesso impropriamente impiegata come sinonimo di tasso variabile: stipulare un mutuo all'EUR3M (con o senza *spread* è, in questo contesto, del tutto irrilevante) significa semplicemente

agganciare la remunerazione del finanziamento ad un tasso che per definizione varia nel tempo. Qui il problema del ricorrere di una fattispecie derivativa non si pone per ragioni strutturali e financo funzionali. Il cliente non mira ad acquisire alcun differenziale bensì a modulare, nel tempo, la sua prestazione remuneratoria in misura il più possibile coerente al costo corrente del denaro. Il finanziamento a tasso variabile si pone propriamente quale alternativa al tasso fisso proprio per questa ragione e così come – si è dianzi dimostrato – il secondo non integra uno strumento derivato, potendo generare (teoriche) differenze finanziarie ma non (reali) differenzialità derivative, a maggior ragione il primo non genera differenza alcuna. Per vero, mentre nella scelta di un tasso fisso potrebbe, sia pur solo idealmente, configurarsi una misurazione differenziale col tasso variabile di tempo in tempo corrente, in quella di un tasso variabile una simile misurazione è inconcepibile, a meno che non la si voglia rapportare ad un teorico tasso fisso di mercato, tuttavia estremamente opinabile per non dire arbitrario.

L'esclusione di una differenzialità derivativa è altresì comprovata dal fatto che le variazioni periodiche del tasso non reagiscono sul pregresso. Se, ad esempio, le rilevazioni fossero stabilite in coincidenza con le scadenze trimestrali ossia per semplicità al primo giorno lavorativo di ogni trimestre e se al trimestre 1, il variabile fosse pari al 2%, mentre al trimestre 2 esso scendesse all'1%, tale variazione non esplicherebbe alcun effetto sulla rata di rimborso versata il primo giorno del trimestre 1, risultando semplicemente operante dal trimestre successivo. Non esiste insomma alcuna differenzialità né finanziaria *tout court* né, ancor meno, derivativa nel rapporto fra le varie quotazioni registrate nel tempo. Ciò rende evidente che la pattuizione di un tasso variabile equivale al mero accordo di adeguare il tasso, per l'immediato futuro (il lasso di tempo che corre fra la rilevazione e la prima futura scadenza), alla variazione di mercato: in sostanza è come se le parti avessero predefinito la misura del tasso ad ogni trimestre rapportandola *telle quelle* al valore del tasso variabile quotato dal mercato⁽¹⁵⁾.

¹⁵ La circostanza che, in questo caso, non possa evocarsi una fattispecie derivativa trova indiretta conferma anche nelle più recenti disposizioni di riforma della direttiva Mifid, in particolare nel considerando n. 39 della Dir. 2014/65 (c.d., Mifid2 destinata ad entrare in vigore, allo stato, nel gennaio 2018) ove

A non dissimile conclusione si perviene nel caso di indicizzazione in senso proprio, quando cioè il tasso di interesse e/o il valore della rata che derivi dalla sua applicazione siano a loro volta rapportati ad un ulteriore indicatore diverso dal tasso stesso. Si supponga che la rata del mutuo, nascente dall'applicazione di un certo tasso (per semplicità d'esempio, fisso) sia altresì soggetta ad un adeguamento al livello dell'inflazione. Fatto 1 milione il capitale mutuato, con rimborso a quote fisse su base decennale a partire dal 31 gennaio dell'anno 1 e 5% il tasso d'interesse fisso e supponendo, sempre per semplicità, che il rimborso sia effettuato con una sola rata annuale, in assenza di altre previsioni, il mutuatario sarebbe tenuto al 31 gennaio dell'anno 2 a versare una rata di 150.000 euro, ossia un decimo del capitale (100.000) e il tasso di interesse applicato sul milione dell'intero capitale di cui il mutuatario ha beneficiato per l'intero anno 1. Ora, se il contratto prevedesse l'aggiustamento della quota interessi in funzione dell'incremento o del decremento del 100% del tasso di

espressamente si rammenta: *“poiché i depositi strutturati sono una forma di prodotto di investimento, non comprendono i depositi legati unicamente ai tassi di interesse, come Euribor o Libor, a prescindere dall'eventualità che i tassi di interesse siano predeterminati oppure dal fatto che siano fissi o variabili”* Coerentemente, l'art. 4, comma 1, n. 43) definisce come strutturato il deposito bancario *“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”*. Il deposito strutturato è, nella sostanza, una forma di investimento camuffata da deposito bancario (i cc.dd. conti deposito ne sono, in molti casi, un chiaro esempio), che la nuova disciplina attrarrà nella sfera di regolamentazione del t.u.f. Tale risultato viene ottenuto collegando la resa del deposito a grandezze esterne (e qui potrebbe astrattamente porsi il problema della presenza nello strumento di una componente derivativa), ma la direttiva ha cura di precisare che il deposito il cui rendimento sia legato direttamente ad un tasso di interesse variabile non riveste natura di prodotto finanziario: esclusione non casuale che riconferma, ove necessario, come la semplice redditività correlata alla variazione di un tasso non sia tale da influenzare, di per sé, la natura del prodotto. *A fortiori*, essa non può assurgere a componente derivativa del prodotto stesso. L'applicazione *“rovesciata”* dello stesso principio al finanziamento bancario non consente di pervenire a conclusioni diverse.

inflazione Istat per famiglie d'operai e impiegati, registrato nell'anno 1 e reso pubblico ai primi di gennaio dell'anno 2, e supponendo che la variazione sia stata pari all'1%, la rata passerebbe a 150.500 euro, ossia 100.000 per capitale, 50.000 per interessi e $(50.000 \times 1\% =) 500$. Supponendo un segno negativo di eguale portata nella scala inflazionistica (-1%), il mutuatario pagherebbe invece 149.500 euro, cioè 100.000 per capitale, 50.000 per interessi meno $(50.000 \times -1\% =) 500$.

L'adeguamento inflazionistico introduce indubbiamente una componente di differenzialità nel negozio (che reagisce aumentando o diminuendo il valore della quota interessi pagata) e si potrebbe non a torto osservare che le parti, limitatamente a quella porzione dell'accordo, abbiano stipulato un'intesa volta a catturare la variazione di una grandezza economica (nella specie il tasso inflattivo, leggasi il mutato potere d'acquisto del denaro). Né si potrebbe negare che la pur farraginoso nozione (a matrice Mifid) di derivati alternativi di cui all'art. 1, comma 2, lettera f) t.u.f. includa altresì derivati che assumano a sottostante un tasso d'inflazione e che siano regolati per differenziali in contanti (come accade nel caso esemplificato, dove il differenziale è dato dal maggiore o minore esborso sulla quota interessi). Tuttavia, sostenere che le parti avrebbero stipulato uno swap sul tasso inflattivo, assumendo a nozionale le quote di interessi decrescenti dovute di anno in anno in costanza di contratto, e che tale componente risulti giuridicamente isolabile dal contratto di mutuo diviene un passo inattuabile sul piano giuridico. Essenzialmente per due ragioni, l'una consequenziale all'altra.

La prima è che l'ipotetico swap risulta del tutto inscindibile dal contratto di mutuo, esiste in quanto esista quel flusso di pagamento ed è concepito quale sua diretta funzione. La cessazione del flusso determinerebbe per ciò solo il venir meno dell'obbligo di aggiustamento: non rileva qui, si badi, la funzione protettiva o speculativa dell'ipotizzabile componente derivativa, bensì il fatto che l'operazione è specificamente costruita al fine di adeguare il valore di una parte della rata (la quota interessi) al potere di acquisto che la relativa somma esprime a fine anno. Quella somma dunque non è espressione di un parallelo rapporto destinato a ricevere protezione, bensì la base indefettibile del supposto derivato, più semplicemente la risultante dell'applicazione di un tasso variabile più complesso. In

assenza di quella somma il supposto derivato cesserebbe di esistere. Il soprarichiamato requisito di astrazione pura (§ 5) risulta del tutto assente.

La seconda ragione, che discende *naturaliter* della prima, è che, in caso di cessazione del rapporto (tipicamente nel caso di estinzione anticipata del mutuo), l'ipotetico swap cesserebbe in pari tempo e senza conseguenze. In altri termini il presunto derivato non obbligherebbe alcuna delle parti, in relazione al prevedibile andamento inflattivo, a corrispondere il relativo costo di sostituzione, cioè un MTM del presunto derivato.

Tale ultimo aspetto appare dirimente. Perché il presunto derivato goda di un'effettiva autonomia, idonea a consentirne lo scorporo dal contratto ospitante, occorre che la sua giuridica esistenza, considerata in tutte le sue minime componenti caratterizzanti, regga a tale prova di estrazione pura e semplice dal negozio di base ⁽¹⁶⁾.

E' agevole, oltre che logicamente e giuridicamente necessario, concludere che il presunto swap contemplato nel nostro esempio, estrapolato tale e quale dal mutuo, non potrebbe considerarsi un derivato autonomo in quanto non assistito da una parimenti autonoma regolamentazione che ne imponga, altrettanto necessariamente, la sua valorizzazione in sede di chiusura anticipata. Quale che sia la configurazione che si voglia dare al MTM (parte dell'oggetto contrattuale, come chi scrive ritiene, piuttosto che sistema di misurazione anticipata del rischio, come altri ritengono, per quanto i due concetti coincidano sul piano funzionale) è comunque imprescindibile il riconoscimento della sua essenzialità ai fini della configurazione perfetta dello strumento derivativo. Un derivato estinguibile anticipatamente senza versamento o incasso del suo valore futuro attualizzato non sarebbe neppure un derivato perché la sua indefettibile componente aleatoria (requisito essenziale del suo oggetto) risulterebbe completamente annullata. Se così non fosse, infatti, se cioè fosse possibile liberarsi unilateralmente del rischio di un derivato, l'abbondante contenzioso generato nell'ultimo decennio non avrebbe avuto ragion d'essere, perché alla parte perdente sarebbe

¹⁶ Qui tornando a rammentare come lo stesso IAS 39, nel suo più volte ricordato raggio d'azione ristretto e mirato al solo fine di rappresentazione contabile, ponga quale condizione di separabilità il fatto che “*uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato soddisferebbe la definizione di derivato*”

stato sufficiente in tutti i casi uscire dal contratto al primo andamento negativo: ma se ciò fosse stato possibile non ci saremmo trovati in presenza di un contratto derivato, perché l'alea sarebbe stata non già una componente essenziale e indefettibile della stipulazione bensì un semplice accessorio rinunciabile o eliminabile a piacere. Il derivato sarebbe svuotato di ogni significato e funzionalità. Tornando all'esempio, il rischio (teoricamente illimitato) insito nel supposto derivato diverrebbe controllabile *a priori* ed agevolmente annullabile attraverso una manovra di rifinanziamento della posizione presso terzi con conseguente estinzione del mutuo senza alcuna ulteriore debenza per l'interruzione del flusso differenziale scaturente dall'ipotizzata componente derivativa.

Risulta con ciò chiaro che, anche a voler scorgere in quella clausola di adeguamento inflattivo una componente derivativa, questa non riuscirebbe, quanto meno per difetto del requisito di astrattezza pura, ad elevarsi a dignità di derivato autonomo e, dunque, giuridicamente scorporabile dal contratto ⁽¹⁷⁾.

7. [Segue]: b) mutuo con clausola *floor*

Altro ambito operativo che ha attizzato la fiamma del dibattito è quello del mutuo con tasso *floor*, cioè il mutuo a tasso variabile provvisto di una clausola che, in caso di ribasso del parametro oltre una data soglia, consolida il tasso a quella soglia precludendo al mutuatario di beneficiare delle riduzioni oltre quel limite.

In questo caso, si potrebbe intravedere nella fattispecie la costituzione di una *interest rate floor option* a favore della banca mutuante. La caratteristica di una *floor option* è propriamente quella di assicurare alla parte beneficiaria il pagamento del differenziale risultante dalla sottrazione fra il "pavimento" di tasso predefinito (la soglia) e il minor valore che quel tasso acquisti a pronti. Dunque, supponendo che le parti abbiano pattuito un tasso pari all'EUR/3M maggiorato di uno spread di 3 punti quando tale tasso quotava 1,5%,

¹⁷ Altro discorso dovrebbe svolgersi per la maggiore complicazione che il contratto andrebbe in sé ad assumere, recependo in definitiva un meccanismo più elaborato di calcolo del tasso, ma allo scopo le Norme di trasparenza emanate dalla Banca d'Italia, specie nella loro più stretta versione in vigore dal 15 ottobre 2015, supplirebbero allo scopo (v. § 10).

per un totale dunque pari al 4,5% e previsto una soglia del 3,5, nel caso in cui l'EUR/3M scenda, ad esempio, allo 0,3, l'addizione dello spread porterebbe ad un tasso globale del 3,3%: nondimeno il cliente sarà tenuto a versare il 3,5%, nei fatti accollandosi il differenziale negativo (0,2) fra la soglia (3,5) e il minor valore (3,3) risultante dall'applicazione dei parametri negoziali senza la correzione del *floor*.

La prevalente opinione tende a rintracciare nel mutuo *floor* una fattispecie pressoché certa di derivato incorporato (o meglio implicito, in quanto appunto immanente alla struttura del tasso e "affogato" nella disciplina del mutuo). Tale lettura si sospinge sino al punto di dubitare della stessa commutatività del derivato, in ragione della non evidenza del pagamento di un premio: in altri termini, il cliente "venderebbe" un *interest rate floor* alla banca senza incassare alcunché, per cui sarebbe esposto a fronteggiare l'opzione implicita in caso ribasso del tasso senza nulla ricevere in cambio. Conclusione questa mitigata dalla rivalutazione di alcune componenti correttive che il contratto potrebbe contemplare come, ad esempio, una controbilanciante clausola *cap* (purché non coincidente con la clausola di salvaguardia contro lo sfioramento del tasso usurario ovvio essendo che una simile pattuizione sarebbe destinata ad operare in casi estremi ben al disopra di un'oscillazione fisiologicamente prevedibile del tasso in concreto ⁽¹⁸⁾).

L'argomento non appare però utilmente spendibile come criterio selettivo assoluto per almeno due ragioni. La prima è che la "compensazione" della (presunta) opzione potrebbe celarsi dentro elementi non immediatamente ricavabili dallo stipulato (per esempio l'applicazione di uno spread inferiore a quello che il *rating* del cliente avrebbe giustificato in assenza del *floor*). La seconda è che il pagamento del premio non appare un dato discriminante ai fini della riconoscibilità del derivato autonomo e scindibile ⁽¹⁹⁾. Nuovamente, infatti, il tratto dirimente va rinvenuto nella possibilità di controllare l'eventuale rischio crescente del contratto attraverso una estinzione anticipata del rapporto creditizio. In questo caso, non diversamente da quello analizzato nel paragrafo precedente, la cessazione precoce del

¹⁸ In tal senso SARTORI, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contratto e Impresa*, 2015, 3, 710.

¹⁹ Mentre può rilevare sotto il profilo della insufficiente trasparenza del prodotto bancario in termini di rischio assunto dal cliente (cfr. nt. 15).

rapporto non implicherebbe, in capo al mutuatario, alcun obbligo di riconoscere al mutuante un corrispettivo per l'anticipata risoluzione del supposto derivato implicito.

A voler necessariamente trasporre il tutto in linguaggio derivativo, alla presunta opzione venduta dal cliente alla banca, la legge e/o il contratto e/o il mercato accordano al cliente stesso una opzione eguale e contraria che, ove attivata, è in grado di perfettamente neutralizzare gli effetti della prima. Esprimendoci invece secondo il linguaggio contabile dello IAS39, uno strumento separato con le stesse condizioni del derivato incorporato *non* soddisferebbe la definizione di derivato: estrapolata dal contratto ospite di mutuo, la clausola *floor* non avrebbe alcuna possibilità di vincolare la controparte alle conseguenze tipiche invece di un autentico *interest rate floor* ⁽²⁰⁾.

Sotto un profilo causale, ciò non comporta alcuna alterazione del prodotto bancario. Pur a voler immaginare un prodotto complesso recante una componente derivativa (che è cosa diversa – si è dimostrato – dal derivato), non per questo il medesimo perderebbe la sua esclusiva funzione di finanziamento, proprio perché – con salvezza di quanto si noterà in punto di derivati “sovrapposti” o “accostati”: *infra* § 9 – la componente derivativa insiste sul valore della remunerazione del prodotto bancario ma non altera fondamento e natura di ciò che è e rimane una pura *causa credendi* ⁽²¹⁾.

8. [Segue]: c) finanziamento con clausola “rischio cambio”

Il discorso muta, *può* mutare, in relazione alla c.d. clausola di rischio cambio contro le oscillazioni di una data valuta Y rispetto ad una valuta X, la cui inserzione in un contratto creditizio denominato

²⁰ La stessa rappresentazione contabile risulterebbe, in questo caso, alterata proprio dalla presenza di siffatta “opzione inversa”. La rappresentazione del *fair value* del presunto *floor* incorporato e la sua proiezione attraverso un MTM che ne considerasse il valore sino alla scadenza naturale del mutuo dovrebbe, a rigore, prendere in considerazione anche la possibilità (obiettivamente incontrollabile e imprevedibile) che quel valore si azzeri nel caso di estinzione precoce del mutuo (fatta salva l'eventualità di una diversa configurazione del finanziamento tale per cui detto valore in realtà sopravviva, o si materializzi in forma attualizzata, alla cessazione del negozio: v. *infra* § 8).

²¹ ABF opererà costantemente per questa lettura: cfr., fra le molte, Collegio Napoli, dec. n. 305/2012. Cfr. anche § 4 in fine.

nella valuta X potrebbe determinare una sensibile alterazione del costo del finanziamento. Il tema ha assunto uno speciale rilievo in ordine alle stipulazioni seriali di contratti di leasing poste in essere da una banca e includenti una clausola di tal fatta. Clausola che, nella sostanza, comporta un costante aggiustamento del canone al rialzo o al ribasso, nel caso in cui la valuta (nel caso specifico il franco svizzero) si apprezzi o deprezzi rispetto all'altra (nella specie l'euro).

Astrattamente qualificabile come una *quanto option*, tale clausola comporta che il canone periodico di leasing sia corretto attraverso l'applicazione della differenza fra il cambio storico e il cambio corrente della valuta estera sull'euro alle singole scadenze: ne consegue che, là dove la valuta si apprezzi sull'euro nel periodo di maturazione del canone, il relativo differenziale incrementerà quest'ultimo, che invece risulterà diminuito del differenziale negativo nell'ipotesi di deprezzamento della valuta.

La questione verrà ripetutamente sottoposta, per ragioni di competenza territoriale, al Tribunale di Udine, il quale assumerà, su fattispecie assolutamente analoghe, posizioni radicalmente opposte: in alcuni casi il Tribunale riterrà che la clausola in parola si traduca semplicemente in una diversa struttura di prezzo del prodotto, come tale immune a qualsivoglia sindacato di merito ⁽²²⁾, in altri la clausola verrà letta come espressione di un derivato autonomo e scindibile dal contratto, dunque assoggettata alla disciplina dell'intermediazione mobiliare ⁽²³⁾. Un chiaro esempio dell'exasperazione schematizzante che connota, più in generale, la trattazione del tema che ci occupa: la clausola rischio cambio incorpora senz'altro un derivato nel contratto di leasing oppure rimane un mero accessorio nella costruzione del prezzo del finanziamento, insomma o "sostanza" o "accidente" per rimanere nella similitudine manzoniana con cui si è esordito.

²² Trib. Udine, 18 marzo 2013 n. 345; 21 ottobre 2014 n. 1331; 27 ottobre 2014 n. 1368.

²³ Trib. Udine, 24 febbraio 2015; 13 maggio 2015 n. 711; 3 giugno 2015 n. 812; 25 agosto 2015 n. 1179; 29 febbraio 2016 n. 263. Tali pronunce per lo più fanno leva sulla inadeguatezza dell'operazione e/o sulla insufficienza dell'informazione resa al cliente, concludendo dunque per la risoluzione del derivato per inadempimento e/o per il risarcimento causati da un'informativa non rispettosa dei principi di trasparenza di cui all'att. 21 t.u.f. e delle relative declinazioni regolamentari.

In particolare, la più recente delle pronunce inclini al riconoscimento dell'autonomia derivativa afferma che l'inclusione nel contratto di leasing di una clausola di rischio cambio non esclude l'applicazione delle norme del t.u.f. indipendentemente dal fatto che le parti l'abbiano scientemente inclusa in un contratto a prevalente funzione di finanziamento: *“la causa tipica del contratto di leasing non viene stravolta dall'inserimento di elementi di rischio a rispettivo carico delle parti”* ma la clausola di rischio cambio introduce nel contratto *“uno strumento finanziario, dotato di causa autonoma rispetto al contratto di leasing”* giacché *“il canone mensile costituisce solamente la base di calcolo per determinare il differenziale spettante all'una o all'altra parte, con una mera funzione aleatoria”*. Da qui la conclusione circa la scindibilità delle cause [*“contratto di leasing e clausola “rischio cambio” non costituiscono un contratto complesso, la cui causa negoziale (intesa come lo scopo, di contenuto economico, che le parti perseguono con la conclusione di uno specifico accordo) è unica, ma di un collegamento negoziale tra più contratti, ciascuno dotato della propria causa”*] e l'ovvia conseguenza di assoggettamento del derivato, così scisso, agli obblighi di informazione specificamente contemplati dal t.u.f.

Lo snodo argomentativo pare soffrire di un evidente limite la decisione accoglie, infatti, una lettura aprioristica dello IAS39 e dell'art. 2426 comma 11.bis ⁽²⁴⁾, con ciò aderendo ad una tesi, sostenuta come si è visto principalmente dalla dottrina tecnica, che “esporta” l'applicabilità del principio contabile al di fuori del suo naturale terreno di azione (la semplice rappresentazione contabile del rischio). Per altro verso la decisione si pone in contrasto con le stesse indicazioni promananti dal principio contabile, pur impropriamente evocato a riprova della scindibilità anche civilistica, giacché sembra dare per presupposta una separabilità che lo stesso IAS39 non riconosce in modo automatico ⁽²⁵⁾.

²⁴ Il derivato incorporato - si legge nella pronuncia - è *“categoria nota non solo ai principi contabili internazionali [...] ma, oggi, anche dalla normativa civilistica che la prevede nell'art. 24267 comma 11-bis c.c.”*

²⁵ Questa, come buona parte delle sentenze menzionate, richiama frequentemente a conforto alcune pronunce ABF che avrebbero riconosciuto la sussistenza di una *quanto option* nella clausola in parola (cfr. ad es. Collegio Milano, decc. nn. 3574/2014 e 3645/2013). In verità l'ABF non ha mai preso una posizione specifica

Prescindendo dai casi specifici e dal merito delle singole statuizioni⁽²⁶⁾, ciò che non si riviene in quelle pronunce è una disamina della fattispecie complessa alla luce dei criteri discretivi sin qui enunciati e dunque un fondato percorso volto a verificare l'estraibilità effettiva dalla *componente* derivativa e della sua riconducibilità ad un derivato *autonomo*. Disamina e percorso che non possono omettere di considerare né la funzione specifica assolta dalla clausola nell'economia complessiva del negozio né la sua configurazione in concreto.

Per vero l'inclusione della clausola veniva ricondotta dalla banca all'esigenza di introdurre una componente di riequilibrio del tasso di interesse. Quest'ultimo era calcolato in relazione non già alla valuta di denominazione del leasing (euro) bensì ad una diversa valuta (franco svizzero) il cui tasso di interesse, ai valori dell'epoca della stipulazione, era sensibilmente più favorevole di quello applicato alla prima. Il meccanismo (che lo stipulato affidava peraltro ad una fuggevole e non chiarissima parentesi incuneata nel testo della pattuizione) sottintendeva, nella sostanza, che la banca operasse una provvista in CHF, ad un tasso inferiore dunque a quello praticato in caso di approvvigionamento in euro, ponendosi con ciò nelle condizioni di applicare, transitivamente, un tasso migliorativo al cliente. Insistendo tuttavia l'operazione su un montante in euro, la banca si trovava oggettivamente esposta ad un rischio di cambio: più

sul tema non rientrando nel suo alveo di competenza la decisione in merito alle violazioni del t.u.f. In quelle pronunce il richiamo alla fattispecie derivativa menzionata era solo un rapido *obiter dictum*, frutto di una sommaria delibazione e funzionale ad escludere qualsiasi sindacabilità della clausola alla luce di una disciplina settoriale invocata dalla parte ricorrente ma che l'Arbitro non aveva né ha titolo per decidere. Per altro verso, non va trascurato che il richiamo all'esistenza di una componente derivativa non implica altresì, come dianzi dimostrato, una necessaria e automatica possibilità di estrapolazione della clausola dal contesto negoziale. Chi scrive può riferirne con piena contezza essendo stato, a suo tempo, estensore di alcune delle suddette decisioni ABF.

²⁶ In alcuni casi la clausola venne applicata in modo difforme dal suo stesso dettato, talora invertendo i valori di calcolo del differenziale oppure incorrendo in manifesti errori di conteggio che spesso la banca riconobbe in corso di procedimento e fu questo essenzialmente il tema che occupò l'ABF in quanto tali errori o sfasature finivano con l'incidere sull'esatta determinazione del canone, dunque su una corretta quantificazione del prezzo del finanziamento a prescindere dall'assoggettività o meno della clausola alla disciplina del t.u.f.

precisamente il rischio che i canoni di leasing periodicamente corrisposti non si rivelassero, nel corso della lunga durata dei finanziamenti (si trattava per lo più di leasing immobiliari), oltre che penalizzanti sul piano della redditività del finanziamento, sufficienti al ripianamento del debito da provvista a causa di apprezzamenti della valuta svizzera. Analogamente, la clausola prevedeva il riconoscimento del differenziale al cliente nel caso di apprezzamento dell'euro. In un simile contesto non appare affatto improponibile, come si è in termini generali acutamente affermato⁽²⁷⁾, supporre che la clausola rischio cambio altro non sia che la “traduzione giuridica” della denominazione del leasing in una valuta diversa da quella effettivamente impiegata in fase di raccolta.

Anche in questo caso, tuttavia, appare dirimente valutare, caso per caso e non sulla base di assunti astratti, se e in che misura il rischio insito nel ritenuto derivato implicito sia o meno controllabile attraverso l'estinzione anticipata del contratto e se tale accadimento sia idoneo a estinguere altresì il presunto derivato o se questo sopravviva al venir meno del contratto ospite.

Astraendo dal caso specifico, il cliente che intenda finanziarsi beneficiando del minor tasso di interesse applicabile ad una valuta diversa dall'euro può optare fra due alternative: indebitarsi direttamente in quella valuta e convertirla in euro al momento dell'erogazione salvo riconvertirla al momento del rimborso oppure scegliere di denominare in euro il suo debito accollandosi tuttavia il connesso rischio di cambio.

Si supponga, per semplicità di conteggio e rappresentazione, un cambio dollaro/euro pari, al tempo 1 (data della stipulazione: t^1), a 1,5: un dollaro vale 1,5 euro, dunque vedendosi erogare 1 milione di dollari a t^1 sarà possibile convertirli alla stessa data in 1,5 milioni di euro. Supponiamo altresì, sempre per mera comodità di stima, che il finanziamento sia rimborsabile in un'unica soluzione a $t^1 + 12$ mesi (t^2). Se a t^2 il rapporto di cambio è passato a 1,7, ciò significa che il mutuatario che disponga a t^2 di 1,5 milioni di euro, convertendoli sul mercato spot a 1,7 ricaverà $(1.500.000 \text{ Euro} / 1,7 =) 882.352,94 \text{ USD}$. L'apprezzamento del dollaro aumenta necessariamente il volume del suo obbligo restitutorio: per arrivare al milione di dollari al nuovo

²⁷ GALLONE, *op. cit.*, 20.

cambio, egli dovrà sborsare sul mercato spot ulteriori 200.000 Euro (in effetti $1.500.000 + 200.000 = 1.700.000 / 1,7 = 1.000.000$ USD ovvero, visto alla rovescia, $1.000.000 - 882.352,94 = 117.647,06$ USD x 1,7 = 200.000 Euro). Supponendo invece che il cliente abbia optato sin dall'inizio per una immediata denominazione del prestito in valuta, a t^1 si vedrà erogare 1.500.000 di Euro, costati al finanziatore 1 milione di dollari, mentre a t^2 dovrà necessariamente rimborsare 1.700.000, che al mutato cambio 1,7 consentiranno al finanziatore di recuperare il milione di dollari mutuato a t^1 , importo che a sua volta il finanziatore dovrà rimborsare a chi gli abbia procurato la provvista in dollari. Il risultato finanziario è esattamente identico in entrambi i casi, nel secondo l'operazione viene soltanto semplificata evitando al cliente di operare due conversioni valutarie sul mercato spot (da dollari in euro a t^1 e da euro a dollari a t^2).

Supponiamo infine che alla metà del periodo corrente fra t^1 e t^2 ($t^{1,5}$), il dollaro sia salito a 1,6 e che, nel timore di una continua ascesa come indicato dalle curve probabilistiche dei cambi a 12 mesi, il cliente decida di chiudere anticipatamente l'operazione onde non aggravare il suo rischio: a quel punto la vendita spot di 1,5 milioni di Euro a $t^{1,5}$ gli frutterà $(1.500.000 / 1,6 =) 937.500$ USD. Dovrà aggiungere 100.000 euro che sommati a 1.500.000, gli consentiranno di raggiungere il controvalore in Euro necessario per l'acquisto di 1 milione di dollari sul mercato spot. Cosa accadrebbe invece se il cliente avesse optato per la seconda soluzione, cioè il caso in cui si fosse denominato *ab origine* il contratto in euro? Dipende dalla pattuizione e dal suo metodo applicativo. Qualora gli fosse consentito di estinguere anticipatamente la posizione, versando semplicemente il differenziale fra il cambio iniziale e quello a scadenza, il cliente realizzerebbe lo stesso, contenuto risultato negativo che avrebbe sopportato optando per la prima soluzione; qualora invece la precoce estinzione del debito obbligasse il cliente al versamento di un maggior differenziale, inclusivo dell'attualizzazione dell'importo teoricamente dovuto in caso di estinzione del mutuo alla sua scadenza naturale, il cliente sopporterebbe un esborso decisamente superiore. In questa seconda ipotesi, l'assimilazione della clausola al derivato autonomo sarebbe innegabile, nel primo invece sarebbe arduo negare il contrario.

Più semplicemente, nel primo caso il mutuo avrebbe ricalcato

fedelmente lo sviluppo di un normale contratto di finanziamento in valuta, nel secondo avrebbe sovrapposto un vero e proprio derivato scorporabile dal contratto ospitante e destinato a sopravvivere in caso di precoce scadenza del primo: null'altro che un *mark-to-market*.

Quanto precede rivela intuitivamente il discrimine che corre fra differenzialità finanziaria e differenzialità derivativa e fra componente derivativa e derivato autonomo che essa possa esprimere. Il derivato, astrattamente desumibile dalla costruzione del contratto creditizio, in tanto può riconoscersi quale autonomo strumento in quanto esso risulti tale e quale emancipabile dal contratto originario. Tale emancipazione – e così si torna all'assunto originario – in tanto sarà possibile (e doverosa) in quanto la clausola di rischio cambio, separata dal contratto ospite, sia tale da produrre un effetto diverso dalla mera copertura della variazione alla scadenza anticipata (conversione valutaria a $t^{1.5}$ nel nostro esempio) ossia un effetto esteso al rischio complessivo che la clausola derivativa avrebbe espresso in caso di prosecuzione del contratto ospite sino a naturale scadenza (il valore attualizzato del differenziale stimabile a $t^{1.5}$ ma rapportato a t^2). In questo secondo caso la clausola derivativa integrerebbe un derivato autonomo e dunque scindibile dal negozio ospitante, perché con essa non si sarebbe prevista una semplice convertibilità valutaria del valore espresso, *di tempo in tempo*, dal contratto denominato in Euro bensì la costruzione di uno strumento che assume a fondamentale un rischio di cambio per un *dato periodo di tempo*, pari alla durata stessa del finanziamento ospite, e senza alcuna possibilità di manovre estintive del rischio pieno insito nella componente derivativa in caso di cessazione precoce del negozio principale.

9. *L'astrazione pura quale criterio guida e il rinvenimento di un obbligo di MTM quale elemento discreitivo*

E' lecito quindi concludere che il "segno particolare" capace di rivelare l'autonomia derivativa di una componente, che pur in tutto assomigli ad un derivato, risiede essenzialmente nella riconoscibilità in essa del requisito di astrazione pura, lo stesso, per intendersi, che si riscontrerebbe in un autonomo *interest rate swap* stipulato in pari tempo e con piena correlazione con un mutuo, l'estinzione anzitempo del quale non provocherebbe certo la coeva cessazione dell'IRS.

Ove tale astrazione sia rintracciabile in ragione delle pattuizioni negoziali e/o del loro metodo applicativo, sarebbero preferibili, a quelli di “incorporato” o “implicito”, gli aggettivi di “accostato” o “sovrapposto”. In simili casi, infatti, non si assiste ad alcuna inclusione del derivato nel mecano costruttivo della causa del negozio ospite, bensì alla stipulazione di uno strumento del tutto autonomo che viene solo formalmente “vestito” da componente del contratto primario ma che, per il fatto di esprimere un rapporto di commutatività tale da sopravvivere alla cessazione del contratto ospite (tipicamente attraverso la pretesa di un MTM quale condizione della sua estinzione coeva a quella del contratto creditizio), in realtà conserva sin dalla sua genesi un’autonoma funzione e struttura causale.

In tal caso l’incorporazione è solo apparente e formale e, con ogni probabilità, propriamente concepita al fine di sottrarre il derivato alla disciplina sua propria di strumento finanziario nell’intento o (o con l’illusione) di distrarre l’interprete sulla prevalente funzione creditizia del negozio: il derivato è semplicemente accostato o sovrapposto al negozio creditizio in quanto le sue sorti sono del tutto sganciate da quelle del negozio primario, in un perfetto rapporto di pura astrazione, il tratto indubitabilmente connotante qualunque derivato e non anche qualunque componente derivativa (o “simil-derivativa”).

10. *La componente derivativa non scindibile e l’impatto sulla trasparenza del prodotto creditizio*

L’inclusione di siffatte componenti non scindibili di certo naturalmente non esclude, anzi implica, una maggior complessità del meccanismo di remunerazione del prodotto di finanziamento. Il che, a sua volta, comporta una maggior cura e la fornitura di più dischiudenti chiavi di lettura al cliente: ma si versa, qui, in punto di qualità della trasparenza (necessariamente accresciuta) del prodotto bancario e non anche di applicazione della normativa settoriale sull’intermediazione mobiliare.

Indubbiamente, la diafana rappresentazione delle caratteristiche del prodotto creditizio e della struttura di costo del medesimo dovrà far cadere un adeguato accento su siffatte componenti di “complicazione” o, più propriamente, sulla meno immediata intelligibilità di tale

struttura. Occorrendo, i fogli informativi e l'esplicitazione orale della conformazione dovranno espressamente significare, anche attraverso esempi e proiezioni, tanto il rischio di un concreto deterioramento del costo del finanziamento quanto, ove possibile, una sua probabile misura.

Il risultato algebrico della disapplicazione delle norme del t.u.f. e dell'applicazione di un esteso gradiente di trasparenza al prodotto creditizio potrebbe tuttavia non esaurire il quadro delle giuridiche conseguenze scaturenti dalla descritta alterazione tecnica del meccanismo remunerativo. In particolare, nel caso di contratto stipulato con una controparte consumatrice, è lecito domandarsi se lo squilibrio introdotto da una componente derivativa, ancorché non elevabile a derivato autonomo, possa raggiungere livelli tali da introdurre quel significativo “squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto” tale da fondare una valutazione di vessatorietà, dunque di nullità, della relativa clausola a mente dell'art. 33 comma 1° cod. cons.

Senza qui addentrarci in un terreno che violerebbe i confini tematici di questo scritto (lo scivoloso terreno in cui si misura il distinguo fra disequilibrio economico e disequilibrio giuridico ⁽²⁸⁾) e restando in un'area limitrofa a quella dell'indagine sin qui condotta, la riconoscibilità di uno squilibrio non meramente economico transita, una volta di più, attraverso la previa riconoscibilità di una componente di rischio integrante un derivato perfetto e autonomo, come tale di *per sé* dilatante il perimetro di normale aleatorietà del contratto creditizio. Un mutuo a tasso variabile è indubbiamente aleatorio ma il suo grado di instabilità è, altrettanto indubbiamente, assai meno elevato di quello rilevabile in un derivato autonomo, non foss'altro perché – e nuovamente c'imbattiamo nell'inequivoco “segno particolare” – il

²⁸ Il primo ritenuto espressione di una pura scelta economica (un prodotto “a caro prezzo”) irrilevante nella dinamica sinallagmatica del negozio e il cui sindacato giudiziale (escludendo casi estremi che legittimo i rimedi rescissori ex art. 1447-1448 c.c.) è di norma precluso, il secondo implicante invece un divario d'obbligazioni tale da poter assumere anche – ma da non esaurirsi in – una valutazione di convenienza prettamente economica e, quindi, travalicandola, acquisire rilievo nella valutazione di equità sostanziale della clausola sotto un profilo giuridico e astratto.

rischio del primo, a differenza di quello del secondo, è controllabile e, *in extremis*, azzerabile dal mutuatario mediante il rifinanziamento della posizione. Se dunque il “termometro di incertezza” segna una temperatura altissima nel secondo caso e assai più bassa nel primo, l’esercizio si fa complesso, perché desumere uno squilibrio (*giuridicamente rilevante*) in seno al contratto di finanziamento per il solo fatto che esso contenga una componente derivativa – ma incapace di assurgere a derivato scindibile e dunque a produrre quella specifica e incontrollabile dilatazione del rischio elementare – può rivelarsi un tentativo non solo opinabile o difficilmente attuabile ma anche, molto probabilmente, inutile e, per certi versi vietato dal principio di insindacabilità del merito economico del negozio.

Siffatto, pur intellettualmente attraente, tentativo non garantirebbe mai la possibilità di penetrare l’effettiva dinamica della negoziazione di cui il contratto esprime il risultato ma di cui non rivela lo sviluppo anteriore né il fondamento dei reali termini di scambio. Si è dianzi notato, a proposito del mutuo *floor* (§ 7), che la teorica *floor option* potrebbe essere “compensata” da un visibile *cap* ma anche da un’invisibile concessione di uno spread di tasso inferiore a quello che sarebbe stato accordato in assenza del pavimento: sennonché estrarre questa componente diverrebbe pressoché impossibile, se non addirittura illecito, giacché non potrebbe mai disporsi di un parametro certo con cui misurare le condizioni migliori o peggiori (rispetto a cosa?) del prezzo in definitiva pattuito ⁽²⁹⁾.

Senza dimenticare, e con ciò si chiude il cerchio logico, che la possibilità di estinzione del contratto ospite e il contestuale esaurimento della componente derivativa consentono, con ogni e più probabile fondatezza, di escludere a priori uno squilibrio negoziale giuridicamente rilevante, non essendo per ciò solo portatrice di un reale disequilibrio a danno di una parte la pattuizione che quella stessa parte abbia modo e mezzo di neutralizzare senza specifico sacrificio nell’economia sinallagmatica del negozio creditizio.

²⁹ Al mutuatario, che normalmente si vedrebbe applicare uno spread di 3 punti in ragione del merito creditizio assegnatogli dalla banca, ben potrebbe praticarsi quello stesso spread anche in presenza di una clausola *floor* per una, impercettibile e comunque insindacabile, moltitudine di fattori metagiuridici (rischio specifico dell’operazione, sopravvenuto mutamento del profilo di rischio del mutuatario, contingenze di mercato, insufficienza delle garanzie offerte e così via).

Né potrebbe surrettiziamente invocarsi un vizio della clausola derivativa inscindibile nel momento in cui la stessa venisse inserita in più contratti creditizi, riferibili a diversi operatori del settore, in esecuzione di un accordo fra questi ultimi proteso a falsare il confronto concorrenziale (tipicamente più banche che offrano mutui *floor* con identico livello di pavimento). Tacendo del fatto che siffatta simmetria dovrebbe ritenersi frutto di concertazione bisognosa di un'adeguata prova, seppur presuntiva, tutt'altro che evidente ⁽³⁰⁾, il suggestivo argomento non regge all'urto della prova civilistica. Il fatto che una condizione identica o simile sia contestualmente adottata da più concorrenti non vale di per sé ad inficiare la tenuta dei singoli contratti che la includano, trattandosi del frutto di un patto (cartello) esogeno ai contratti stessi che potrà eventualmente legittimare misure restitutorie o risarcitorie ma non anche estendersi alla sanzione civilistica estrema.

11. *Presunte componenti derivative in contratti non creditizi*

L'ultimo nodo che attende d'esser sciolto riguarda la scindibilità di clausole derivative in contratti non creditizi che, a differenza di questi, non sono soggetti ad alcuna disciplina vincolistica. Il dibattito s'è curiosamente addensato sulle clausole di indicizzazione del canone normalmente incluse nei contratti di locazione immobiliare. Là dove il locatore richieda l'adeguamento periodico del canone dovuto dal conduttore, potrebbe infatti a priori scorgersi la pattuizione di una

³⁰ Nei mercati finanziari, come e più che in altri ambiti del commercio, l'identità o la forte prossimità dei prezzi, *à la hausse comme à la baisse*, non necessariamente discende da una premeditazione anticoncorrenziale bensì può, e spesso è, una conseguenza della tendenza stessa del mercato. I fondi comuni, al loro debutto nel 1983, recavano commissioni d'ingresso molto elevate e rintracciabili nella totalità dei prodotti spesso con livelli di rischio/rendimento molto simili a parità di tipologia. L'ampliamento dell'offerta impose una riduzione di tali costi fino a determinarne l'eliminazione ma nessuno fu mai in grado di dimostrare concertazione alcuna né in un senso né nell'altro. La velocità di creazione e sostituzione dei prodotti finanziari ha ormai raggiunto livelli tali per cui è ben arduo, per non dire impossibile, determinare quanto le somiglianze siano frutto di intese piuttosto che conseguenza diretta di una concorrenza veramente accentuata, certamente molto più estesa di quella riscontrabile nell'ambito di certi beni di consumo dove invece è proprio la ristrettezza di offerta a farsi portatrice di un segnale inverso.

sorta di opzione inflattiva a beneficio del locatore e a carico del conduttore, naturalmente aggravata dall'assenza di qualunque corrispettivo (premio) in favore del secondo.

Per quanto forte sia la tentazione, sarebbe troppo semplice liquidare il problema sulla base di una regola di buonsenso: la quale ci direbbe che, ritenendo incorporata un'opzione derivativa in qualsivoglia contratto di locazione con canone soggetto ad aggiornamento Istat, si dovrebbe necessariamente concludere che il mercato italiano sarebbe popolato da, tanto insospettabili quanto numerosi ancorché inconsapevoli, operatori finanziari abusivi. Il benestante proprietario di una ventina di immobili che li abbia locati ad altrettanti sconosciuti conduttori con contratti muniti di "clausola Istat", avrebbe per ciò solo venduto illegalmente al pubblico un parallelo prodotto finanziario (un *inflation derivative*) senza esserne autorizzato a norma del t.u.f.

In realtà, le ragioni che depongono a sfavore della scorporabilità di (autentici) derivati dai contratti creditizi possono reimpiegarsi per escludere la suddetta, abnorme conclusione: l'inscindibilità intrinseca della clausola di adeguamento, la sua inesistente autosufficienza derivativa l'assenza di un diritto del locatore alla pretesa di un ideale MTM in caso di cessazione precoce della locazione e questo stesso diritto di abbandono anticipato (spesso concesso al conduttore e in taluni casi attribuito da norme positive) sono elementi che, singolarmente e congiuntamente considerati, possono più che bastare a negare questa impropria assimilabilità.

In questo senso, il dibattito rischia di pericolosamente arenarsi nelle secche di un preconetto morfologico, il cui vizio fondante è dato dalla consumata confusione fra differenzialità derivativa e differenzialità finanziaria (*supra* § 5). Con una sensibile aggravante: la clausola Istat, per sua natura, non persegue alcun fine, e men che meno un fine esclusivo, di percezione di un differenziale, essendo viceversa protesa a garantire al locatore un perdurante potere di acquisto della somma riveniente dal canone in presenza di un fenomeno inflattivo che, per sua natura, esplicherebbe un effetto riducente, in termini più o meno marcati, di quel potere. Qui ci si colloca ben al di fuori di qualsivoglia ambito finanziario in senso tecnico per ricadere nel più vasto terreno della determinazione (in linea di massima libera) del prezzo di una prestazione.

In senso del tutto analogo, non includerebbe affatto né una

componente derivativa né tanto meno un derivato autonomo un contratto di fornitura periodica di beni o servizi che disponesse l'incremento dei relativi prezzi in ragione delle variazioni al rialzo dei prezzi di materia prima necessaria per la produzione di quei beni o di quei servizi. Il che può ripetersi per qualunque prezzo, dovuto a fronte di una prestazione ricorrente nel tempo, che contempli una possibilità di revisione automatica al variare di un parametro merceologico di riferimento. Ma anche per contratti provvisti di paracadute economici apparentemente più innocui: che dire di un contratto che imponga al distributore un minimo garantito di acquisto verso il produttore? Non potrebbe forse sostenersi, forzando la cifra logica e la misura giuridica, che con tale clausola il produttore (magari abusando della sua posizione di superiorità economica o di forza contrattuale, il che rileverebbe sotto ben altri, intuitivi profili) abbia stipulato una sorta di opzione a proprio favore avente a sottostante le variazioni sfavorevoli del mercato finale del consumo? I consumi flettono del 20% ma il distributore deve acquistare il 100% della cifra promessa al produttore. Il secondo ha con ciò indubbiamente trasferito un rischio in capo al primo, ma di certo non un rischio di natura derivativa, bensì un rischio di natura commerciale.

12. *Contributi conclusivi al dibattito*

Nella decifrazione dell'autonomia del derivato l'interprete è dunque chiamato ad una duplice cautela e all'esecuzione di una "prova di resistenza", qui riassunte quale conclusivo contributo all'ampio dibattito in corso sull'avvincente tema.

In primo luogo, l'interprete deve muovere dalla corretta definizione di derivato, per come ricavabile dall'ormai consolidato orientamento giurisprudenziale, concentrandosi sui tratti identificativi dello strumento, vale a dire la differenzialità quale oggetto del negozio (e come tale distinta dalla differenzialità finanziaria in generale), l'alea piena che di conseguenza connota lo strumento e la normale alterità giuridica di quest'ultimo rispetto all'eventuale titolo contrattuale verso il quale esso sia destinato ad assolvere una funzione – rilevante solo sul piano finanziario e non anche civilistico – di protezione o speculazione, ossia il sopradetto principio di astrazione pura. In difetto di questo essenziale asse cartesiano, ogni successivo ragionamento

risulta viziato in radice dall'incertezza della premessa, in assenza di un nitido parametro di confronto ogni conclusione diviene opinabile.

In secondo luogo, l'interprete deve confrontare, con estrema obiettività, il modello dianzi rintracciato con le caratteristiche del prodotto di cui si sospetti l'autonomia derivativa celata nello stipulato del contratto ospitante. In tale procedimento comparativo tre sono le principali chiavi di lettura: la diversa vocazione e funzionalità delle disposizioni contabili (o di altra natura) rispetto a quelle che governano civilisticamente il negozio, il generale divieto di scissione delle unità prestazionali del negozio se non nei casi in cui esse rivelino una funzione causale marcatamente distinta, la ricerca di quegli elementi che consentano di fondare l'autonomia della componente derivativa (e quindi di qualificarla come derivato in senso proprio) sulla base dell'autosufficienza della pattuizione e, in particolare, della sua capacità di sopravvivere all'estinzione anzitempo del contratto ospitante.

La "prova di resistenza" consiste, invece, nel misurare in concreto quel livello di autosufficienza, cioè calcolare, al di là della conformazione della clausola, se la stessa comporti l'assunzione o meno del completo rischio derivativo insito nel supposto derivato. Tanto potrà accertarsi ogni qualvolta la clausola risulti disancorata dalle pattuizioni del negozio principale obbligando il cliente ad un esborso aggiuntivo e diverso da quello dovuto per l'estinzione del contratto, un esborso cioè che si sovrapponga al secondo rendendo egualmente evidente (più che l'incorporazione) la sovrapposizione del derivato. Anche tale prova non potrà condursi in termini astratti e meccanicistici, occorrendo invece, caso per caso, penetrare l'essenza stessa della clausola ed accertarne il grado di correlazione o di dipendenza rispetto alle previsioni del contratto ospite.

Il discorso qui si conclude riallacciandosi al suo esordio. L'interprete che intenda accostarsi con autentico approccio scientifico a questa non semplice problematica deve rifuggire dall'approssimazione, dall'abbaglio morfologico e dall'istinto di "interpretazione predatoria". Coi derivati è capitato spesso e regolarmente la riflessione del poi ha condotto a risultati diametralmente opposti alle apparenti, facili soluzioni della prima ora. Soprattutto va evitato ogni preconcetto: il Don Ferrante manzoniano – narra l'autore con la compiaciuta perfidia che gli era propria –

contrarrà la peste e ne morirà prendendosi con le stelle come un eroe di Metastasio. In fatto di derivati l'ostinata antitesi sostanza-accidente potrebbe rivelarsi altrettanto letale.

Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena.

Introduction

One of the key principles of modern company law theories is that ownership of shares is a meaningful concept which customarily conveys a standard set of rights as well as certain duties and obligations, such as that of disclosure. Some of these rights, including dividends and payments in liquidation, have a purely economic nature. On the contrary, others are not strictly monetary, such as director fiduciary duties, rights to bring suit and inspect corporate records and, last but not least, voting rights.

Referring to the latter, it has been said that “*the vote is the source of shareholders’ power*”⁽¹⁾. This right must therefore be assigned proportionately amongst common shareholders relative to their share ownership. In doing so, economic incentives are matched with voting rights, consequently reducing agency costs⁽²⁾.

Indeed, according to the standard contractual theory of corporations⁽³⁾, shareholders – who, as owners, have a real incentive to increase firms’ value – are vested with the power to oversee and potentially remove all members of the company’s management. Research and empirical studies also show that a disparity between voting powers and economic interest in corporations may result in a reduction in the value of the firm⁽⁴⁾.

¹ H.T.C. Hu and B. Black, ‘The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership’ (2006), 79 S. Cal. L. Rev. 811, 814.

² F.H. Easterbrook and D. R. Fischel, ‘Voting in Corporate Law’, J.L. & Econ (1983) 395, 408.

³ See, *ex multis*, F.H. Easterbrook and D. R. Fischel, ‘Voting’, in *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, London 1991).

⁴ See, *e.g.*, P. A. Gompers, J. Ishii and A. Metrick, ‘Extreme Governance: An Analysis of the Dual-class Firms in the United States’ (2008) 1, 3, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=562511> accessed 31 October 2013.

As noted by eminent scholars ⁽⁵⁾, the derivatives revolution in finance – especially the increased use of (total return) equity swaps on listed shares ⁽⁶⁾ and other cash-settled equity instruments ⁽⁷⁾ privately negotiated (“over the counter” or “OTC”) ⁽⁸⁾ as well as the growth of the stock-lending market ⁽⁹⁾ ⁽¹⁰⁾ – offers quick, low-cost and low-transparent tools to decouple economic ownership from voting power. This possibility is also increased by the presence of a large number of sophisticated and lightly regulated hedge funds ⁽¹¹⁾ managing trillion dollar plus pools of assets.

⁵ H.T.C. Hu and B. Black *supra* note 1, 814; *ID.*, ‘Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership’ (2007) 1, 3, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874098>, accessed 31 October 2013; *ID.*, ‘Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions’ (2008), 156 *U.Pa.L.Rev.* (2008) 625, 628. See, also, M. Kettunen and W.G. Ringe, ‘Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity Derivatives – An Intentions-Based Approach’ (2011) 1, 2 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1844886> accessed 31 October 2013.

⁶ Equity swaps are also referred to as contracts for difference (CfDs) in the UK economic and legal literature. More precisely, CfDs do not provide for any interim payment but only for an exchange of cash flow at maturity. Equity swaps and CfDs may be referenced to several types of underlying but, for the purpose of the present article, reference is only made to derivatives written on listed shares (so-called equity derivatives).

⁷ Cash-settled derivatives are instruments where, at maturity or upon the occurrence of other termination events, settlement is carried out through the payment of the net change in the value of the underlying shares without any physical delivery of the shares.

⁸ Which means outside the regulated markets or other trading facilities.

⁹ See R. Aggarwal, C. Saffi, and J. Sturgess, ‘Does Proxy Voting Affect the Supply and/or Demand for Securities Lending?’ (2010) 1, 3 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1688993> accessed 31 October 2013.

¹⁰ At least in certain jurisdictions.

¹¹ For completeness, European Parliament and Council Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 [2011] OJ L 174/1, has introduced a legal framework regulating the activities of the managers of both hedge and other alternative funds.

As a consequence, these decoupling techniques, which have been called “new vote buying”⁽¹²⁾ or “new decoupling”, have undermined the abovementioned theories and made the foundational assumption of the so-called one-share-one-vote principle⁽¹³⁾ no longer valid, reliable and applicable⁽¹⁴⁾.

That said, in certain cases, such decoupling techniques have allegedly been used to exercise influence or acquire creeping control over listed companies without transparency, in breach of the laws and regulations that would have required the disclosure of significant shareholdings and, where applicable, the launch of mandatory public tender offers. Such a phenomenon may put at risk the information efficiency, integrity and liquidity of the market for the corporate control as a whole, on the one hand, and the functioning of the corporate governance system of the relevant issuers, on the other.

In light of the above, the article analyses the new vote buying phenomenon, with a focus on the role and use of cash-settled equity derivatives. Furthermore, it will cover the costs and benefits related to the application of a mandatory disclosure regime to such instruments. On the basis of the outcome of such assessment, I support the argument that a greater transparency regime regarding holding of equity swaps and other cash-settled equity derivatives is needed in order to root out (or more likely reduce) the abuse of such instruments.

The article is organised as follows.

Chapter 1 offers an overview of the structure of certain cash-settled equity derivatives and of decoupling phenomena.

¹² H.T.C. Hu and B. Black *supra* note 1, 816.

¹³ According to such principle, it is not [*generally*] possible to separate the voting right from the equity interest and someone who wants to buy a vote must buy the stock too. The same line of interpretation is followed by H.T.C. Hu e B. Black *supra* note 1, 811. According to these authors, “*corporate law generally makes voting power proportional to economic ownership. This serves several goals. Economic ownership gives shareholders an incentive to exercise voting power well. The coupling of votes and shares makes possible the market for corporate control. The power of economic owners to elect directors is also a core basis for the legitimacy of managerial authority. Both theory and evidence generally support the importance of linking votes to economic interest*”.

¹⁴ F.H. Easterbrook and D. R. Fischel (n 2) 410.

In Chapter 2, I analyse the current European legal framework on disclosure of major and potential holdings as set forth by Directive 2004/109/EC (the Transparency Directive) ⁽¹⁵⁾ as well as the measures proposed or adopted by the European Institutions and the United Kingdom aiming at extending such regime to cash-settled equity derivatives.

Chapter 3 describes how European as well as UK disclosure rules deal differently with a structure commonly used in the market for acquisition finance purpose. It explains the differences in terms of transparency and reporting obligations and shows, pursuant to certain conditions, how such structure may be kept hidden, leading to opaque and non-transparent financial markets.

Chapter 4 concludes.

1. Decoupling phenomena and cash-settled equity derivatives

1.1 Reasons for the existence of cash-settled equity derivatives

Cash-settled equity instruments are primarily used for purely economic and financial interests. These include (i) hedging strategies where, in order to prevent losses if the value of a target asset decreases, an investment is made in the opposite movement of the value of the target asset and (ii) speculation strategies, which aim to profit from the fluctuations in the price of a target asset.

Indeed, derivatives in general, including cash-settled equity derivatives, span across a monumental business area which is often vital to the efficient functioning of the market, especially for capital raising, financing, risk management and hedging purpose. In this respect, it should be noted that since the early 90's cash-settled derivatives have become a market standard for both institutional and retail investors. This is due to the fact that most investors are only interested in the price performance of the equities and do not intend to switch into a physical equity position after the derivative instrument has expired.

¹⁵ European Parliament and Council Directive (EC) 2004/109 of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC [2004] OJ L 390/38.

Moreover, cash settlement may increase market efficiency and liquidity given that, for example, (i) clearing and settlement risks are reduced to the timely payment of the price difference without any need to physically transfer the underlying shares, (ii) there are no minimum trading sizes, and (iii) preferential tax treatment applies to cash-settled instruments in certain jurisdictions.

Nevertheless, due to their particular features, cash-settled equity derivatives may also be used to acquire creeping control through the building of hidden stakes or toeholds and to influence issuers' corporate governance systems. Indeed, even if, from a purely legal sense, cash-settled equity derivatives do not give direct access to the voting rights attached to the underlying shares, they can still be structured so as to cause severe economic pressure for one party to transfer securities to the other or to act according to the counterparty's will.

1.2 *Old and new decoupling techniques*

The theoretical possibility of decoupling economic ownership and voting rights does not entirely depend on the derivatives industry and therefore is not a completely new concept in international capital markets.

Certain commonly used techniques ⁽¹⁶⁾ have been sometimes associated with potential benefits to the markets. These, *inter alia*, include (i) dual class common stock structures, in which one class, usually held by insiders ⁽¹⁷⁾, has high voting power while a second class has no or low voting power and is sold to outside investor, (ii) pyramidal ownership structures, particularly common in certain countries of mainland Europe ⁽¹⁸⁾, where insiders control the top company in the pyramid and (iii) circular ownership structures with insiders controlling a so-called pivotal company (hereinafter the "old decoupling techniques").

¹⁶ The analysis of the functioning of such techniques goes well beyond the scope of this article. For a thorough assessment of these points, see H.T.C. Hu and B. Black (n 1) 858.

¹⁷ By the term insiders reference is mainly made to shareholders and directors of listed companies.

¹⁸ *E.g.* Italy.

Indeed, it has been contended that the ability to maintain control over the companies through the use of the old decoupling techniques may, *inter alia*, make insiders more willing to issue new equity capital (without being diluted) in order to pursue growth opportunities. This, in turn, benefits the relevant company and the financial markets as a whole.

Nevertheless, the key aspect of the aforementioned tools is that they are usually regulated under corporate law principles and disclosed to the public and the market *ex ante* (*i.e.* before entering the transaction). Therefore, investors know what they are getting and (hopefully) pay an appropriate discounted price for non-controlling or low voting power shares or securities.

Conversely, these justifications cannot usually be applied to the new vote buying techniques which are often hidden and undisclosed. In this respect, the exact scale of the abuse of cash-settled equity derivatives is unknown.

Before describing this phenomenon in detail, it is worth focussing on some common terminology, as introduced by eminent scholars⁽¹⁹⁾, which describes the core functional elements of the new decoupling techniques⁽²⁰⁾.

In particular, we will refer to the notion of voting rights, which can be defined as either the formal right to vote (*i.e.* the legal right to vote under company laws or regulations) or the informal right to vote (*i.e.* not set forth under any company law or regulation principles), which is the power to instruct someone how to vote.

Economic ownership can be defined as the economic and financial return on shares (regardless of voting rights) which can be gained either through the holding of the company stocks as well as derivatives (*e.g.* options, futures, equity swaps, *etc.*) and other contractual rights (*e.g.* rights under a stock loan agreement), whose performance is directly linked to the performance of the underlying shares (the “linked assets”). Therefore, such economic ownership can

¹⁹ See H.T.C. Hu e B. Black (n1) 823-826.

²⁰ See E. De Nardis and M. Tonello, ‘Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests’ (2010) 1, 3 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1648526>, accessed 31 October 2013.

be positive, when it is directly linked to the returns on shares, or negative in the opposite scenario.

Related to the above is the concept of net economic ownership which is the sum of the combined economic ownership of shares and other linked assets and can be positive, negative or neutral.

On the basis of the concepts above, we may now identify the meaning of empty voting and hidden (morphable) ownership that give rise to the new vote buying phenomena. As pointed out by eminent authors⁽²¹⁾, the former refers to events where the voting rights held by a person substantially exceed his or her net economic ownership. The latter instead indicates the holding of economic ownership (usually not covered by disclosure rules) exceeding the holding of formal voting rights, which is often coupled with the possibility to obtain the possession of additional voting rights, both informally and formally (*i.e.* acquiring the relevant shares).

1.3 *The economic structure of cash-settled equity derivatives*

To better understand empty voting and hidden (morphable) ownership phenomena, it may be worth describing the structure of one of the most common types of cash-settled equity derivatives, known in the finance jargon as cash-settled total return equity swap⁽²²⁾.

Cash-settled equity swaps are agreements that seek to replicate the positions of a long and short investor in a particular stock⁽²³⁾ and are concluded between two parties. The first party (*i.e.* the equity amount receiver) is interested in the increase in the value of the underlying stock (*i.e.* the long position)⁽²⁴⁾. The second party, that may be a bank

²¹ See H.T.C. Hu e B. Black (n 1) 823-826.

²² For the analysis of the terms and conditions of the cash-settled total return equity swap, and, more generally, of the other derivative instruments, I will make reference to the clauses and definitions provided by the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) which has created the contractual frameworks most commonly used in the market (*i.e.* ISDA Master Agreement versions 1992 and 2002).

²³ D. Zetsche, 'Hidden ownership in Europe: BaFin's Decision in Schaeffler v. Continental' (2009), EBOR 10 (2009) 115, 146.

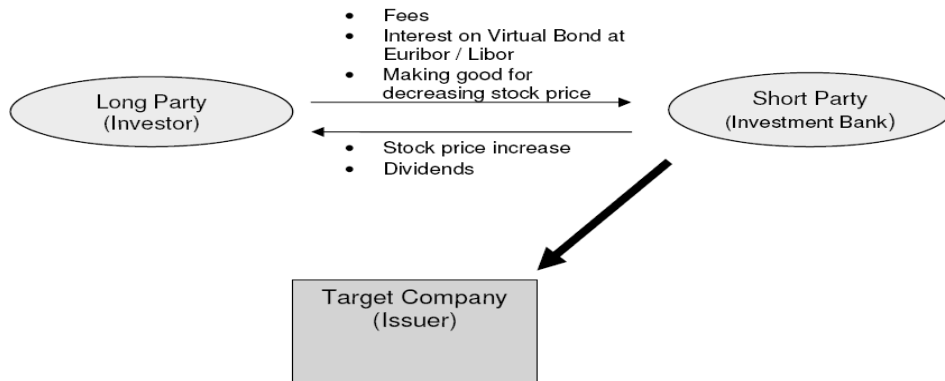
²⁴ In other words, the party acquiring a long position over the reference shares benefits from any appreciation in the market value of those shares, bearing losses in the opposite scenario.

or another financial intermediary (*i.e.* the derivative dealer or the equity amount payer), conversely bets on the decrease in the reference price of such stock (*i.e.* the short position). On this specific point, it should be noted that one of the main features of cash-settled equity swaps is that the long party is able to take an economic exposure to a reference share at a fraction of the cost of directly acquiring the underlying share itself ⁽²⁵⁾. This enables investors to enter into positions on a leveraged basis without having to fund the full purchase price.

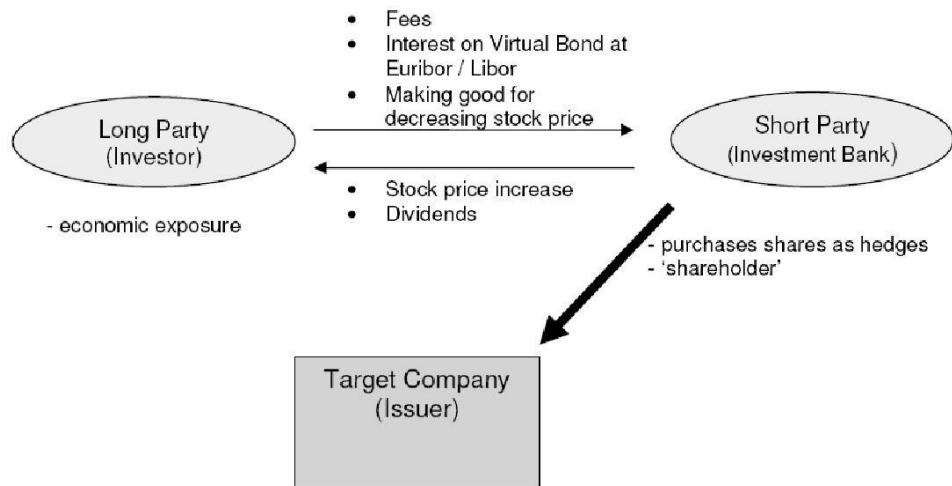
As explained in the graph below, if the shares' price increases, the party acquiring the long position receives from the counterparty an amount equal to the increase in the value of the shares in the relevant period plus any distribution (*e.g.* paid dividends). In the opposite scenario, the derivative dealer generally receives an amount equal to the sum of (i) the absolute value of the decrease in the value of the shares in the relevant period, (ii) interests stemming from a virtual bond ⁽²⁶⁾ whose yield refers to state bank lending terms (*i.e.* EURIBOR or LIBOR plus spread) and (iii) an arrangement fee. Given the nature of cash-settled instruments, it is clear that there is no required physical delivery of the underlying shares at the maturity date.

²⁵ According to certain market researches, cash-settled equity swaps generally require the investor to pay an initial margin ranging between 5 per cent. and 10 per cent. of the reference share's value. See Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation and draft Handbook Text 07/20 (2003) <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf> accessed 12 October 2013.

²⁶ The notional amount of the bond usually equals the amount of the underlying of the swap.



That said, it should be noted that derivative dealers are not necessarily interested in speculative business. Therefore, they will tend to hedge their short positions against the risk of positive performance of the underlying shares which would give rise to their payments obligations under the swap. As shown by the graph below, such hedging strategy may be carried out either by investing in further cash-settled equity swaps and other derivatives referenced to the same underlying stock or by directly acquiring the shares (the so-called hedging or matched shares) so that losses (gains) on the equity swap are offset by gains (losses) on these shares.



The abovementioned hedging strategies effectively abolish the risk of the fluctuation of the shares' price borne by the derivative dealer. Moreover, the hedging shares will be commonly locked into the equity swap structure and therefore taken out of the market. This is due to the fact that a natural hedge (*i.e.* direct purchase of the underlying shares) is often operationally and administratively the easiest way of hedging ⁽²⁷⁾. Therefore such shares will be held by the dealer to cover its exposure till the maturity or early termination of the swap.

1.4 Analysis of the decoupling phenomena

1.4.1 Empty voting

As anticipated above, investors (both outside investors and insiders) can have a large voting stake in an issuer with a zero or even negative net economic ownership of the company. This situation,

²⁷ Especially in those cases where the equity swap involves a substantial amount of shares of a single company, hedging with matched shares may be the only commercially sound choice for the derivative dealer, as alternative hedging strategies are likely to be limited and more expensive.

which clearly departs from the traditional “one share-one vote” principle⁽²⁸⁾, is known in the legal jargon as empty voting⁽²⁹⁾.

One core strategy for empty voting, usually adopted by outside investors, is to acquire shares of a company while simultaneously hedging the related economic exposure through a short position in a cash-settled equity derivative (*e.g.* a short equity swap position, a short position in a future contract or a short call option). Similarly, empty voting may be used in the context of strategic transactions such as mergers, where, for example, the positive vote of the target/bidder company’s shareholders is required to complete the acquisition. In these circumstances, either the target company or the bidder may try to influence the deal by acquiring bidder and target’s shares and simultaneously hedging their economic exposure to the performance of these shares through cash-settled equity derivatives⁽³⁰⁾.

Insiders may often wish to retain formal ownership of voting rights, hence reducing the economic risks linked to the performance of the shares. This aim can be achieved through a combination of stock ownership and a short equity swap position or a zero-cost collar involving the purchase of a put option (to limit downside losses) and

²⁸ See Deminor, ‘Application of the one share – one vote principle in Europe’ (2005), <<http://deminor.org/articles.do?id=3479>>, and G. Ferrarini, ‘One Share - One Vote: A European Rule’ (2006), ECGI - Law Working Paper No. 58/2006, 1 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620 accessed 31 October 2013.

²⁹ For the purpose of this article we exclusively focus on the empty voting scenarios due to the use of cash-settled equity derivatives and not to the old decoupling techniques.

³⁰ An example of empty voting in the context of a merger is the Perry Corporation-King Pharmaceutical-Mylan Laboratories case dated 2004. Perry Corporation owned a large stake in King Pharmaceuticals and Mylan Laboratories agreed to acquire the latter in a stock-for-stock merger subject to shareholders’ approval. If the merger was going to be signed, Perry would have made a 28 million dollar profit but, after the merger was announced, Mylan’s shares sharply dropped. Therefore, Perry acquired a 9.9% stake in Mylan in order to vote in favour of the deal and simultaneously hedged its exposure through a short position in an equity swap, shedding the economic ownership of Mylan shares and keeping the voting rights. For further details, see H.T.C. Hu and B. Black (n 1) 829.

the sale of a call option (thus reducing potential gains above the strike price of the call) ⁽³¹⁾.

In light of the above, the key concern raised by empty voting is that empty voters, having a zero or even negative net economic ownership, do not bear any economic risk linked to the performance of the underlying shares. Therefore, they may tend to vote according to their personal targets which may significantly differ from those of other shareholders or of the company as a whole. Following this line of interpretation, due to the separation between voting rights and economic interest, empty voters may willingly approve certain transactions benefiting themselves even if their decisions would harm the company's interest and value.

1.4.2 Hidden (morphable) ownership

In the opposite scenario of hidden (morphable) ownership, investors (including insiders) hold greater economic interest than voting ownership, together with the possibility to indirectly exercise additional voting rights and/or acquire further shares when needed.

In this respect, it may be argued that it is frequently the expectation ⁽³²⁾ of a long swap equity holder that the derivative dealer would “ensure” that the shares are available to be voted by its client and/or sold to the client upon termination of the contractual relationship.

Indeed, with reference to the indirect exercise of voting rights, derivative dealers generally have no economic exposure to the issuer and no interest in exercising the voting rights attached to the hedging shares. However, they do usually tend to have an interest in

³¹ In this structure, the call strike price is usually higher than that of the put option, thus limiting the economic exposure to the range between the put and call strike prices. Moreover, in a zero-cost collar, the proceeds from selling the call equal the cost of the put.

³² Please note that such an expectation reflects a market practice but it is not legally enforceable. In this respect, in the 2011 ISDA Equity Derivatives Definitions, under Section 24.4 (*Hedging Activities*), it is stated that “each Party or its Affiliate or agents is not holding the Hedge Positions, if any, or engaging in the Hedging Activities, if any, on behalf or for the account of or as agent or fiduciary for the other Party, and the other Party will not have any direct economic or other interest in, or beneficial ownership of, any such Hedge Positions or Hedging Activities”.

maintaining the relationships with their clients and therefore, they may be willing to exercise their voting rights according to the *desiderata* of their counterparty, which could *de facto* exercise such voting rights. The result is an indirect influence over the corporate governance system of the relevant issuer.

Moving on to the second aspect of hidden (morphable) ownership, it is not unlikely that hidden owners will have the option to physically purchase the underlying shares which are held for hedging purpose by the derivative dealers and are therefore taken out of the market.

This is because the derivative dealers may find it more efficient and economically profitable to transfer such shares to the long party at the maturity date of the swap or even earlier ⁽³³⁾, rather than selling them in the market. This is because large equity positions may be difficult to dispose of at favourable economic terms in public trading ⁽³⁴⁾. The physical delivery of the shares could be achieved by renegotiating the derivative's contractual provisions, by changing the cash settlement methodology to physical settlement. Similarly, this result can be achieved by transferring the underlying shares outside of the contract through one or more transactions on the market and without amending the relevant settlement terms.

As a result, cash-settled equity swaps may enable swap holders to comfortably secure a block of shares (*i.e.* the shares held for hedging purpose by the derivative dealer), which can be expected to be sold when the swap is wound up or to be tendered in a takeover bid without giving rise to any prior disclosure of their identity ⁽³⁵⁾. Indeed, such

³³ *E.g.* upon the launch of a takeover bid by the long party under the cash-settled equity swap.

³⁴ Indeed, the sale on the market of a substantial amount of shares would likely result in a downward pressure on the relevant prices, thus creating a net loss for the derivative dealers. For the sake of completeness, it should be noted that such risk may be significantly diminished in the event that the derivative contracts entered into among the parties provides, in favour of the derivative dealer, a so-called averaging-out mechanism. More precisely, according to such structure, the cash flows of the derivative are determined taking into account the weighted average price received by the intermediary in order to dispose of the matched shares. As a result, the divestment risk is partly passed on to the client.

³⁵ A famous example of hidden (morphable) ownership is the *Ithaca (Custodians) Ltd v. Perry Corporation* case dated 2001. In June 2001, Perry gave notice that it was no longer a major shareholder of Rubicon, a New Zealand public company,

positions remain undisclosed unless (and until) the derivative is physically-settled.

1.5 *The debate around the need for an enhanced disclosure regime*

1.5.1. *Introduction: brief overview of the reasons supporting mandatory disclosure in general*

In light of the description of the decoupling phenomena and their potential implications on financial markets and issuers' corporate governance, it should be now evaluated whether an enhanced disclosure framework for cash-settled derivatives is needed. To do so, a cost-benefit analysis should be carried out to assess whether the potential benefits of a wider mandatory disclosure regime may outweigh the direct and indirect economic as well as policy costs deriving from such an extension. In fact, as noted by eminent scholars⁽³⁶⁾, “neither market regulation in general nor mandatory disclosure in particular are of value themselves”.

According to basic economic theories, disclosure plays a fundamental role in promoting pricing accuracy which, in turn, increases market efficiency⁽³⁷⁾. Indeed, it is commonly said that

having sold its stake. One year later, Perry suddenly disclosed a 16 per cent. stake in Rubicon, due to the purchase of 31 million shares from two investment banks, Deutsche Bank and UBS Warburg, just before the annual general meeting. This situation was due to the fact that in 2001 Perry sold 31 million shares to the two abovementioned derivatives dealers and simultaneously took the long side in two cash-settled equity swaps entered into with the latter. As a result, the economic ownership of Perry has never changed but it was not subject to disclosure since the equity swaps fell outside the New Zealand disclosure regime. When Perry needed the voting rights for the annual general meeting, it terminated the two cash-settled equity swaps and bought the matched shares held for hedging purpose by the derivative dealers. For more information on this case see *Perry Corporation v. Ithaca (Custodians) Ltd* [2004] 1 NZLR 731.

³⁶ See T. Baums and M. Sauter, ‘Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten’ (2009), 173 ZHR 454, 459.

³⁷ According to longstanding economic theories, there are three different forms of market efficiency: (i) weak form if the share prices (only) reflect all the information deriving from historical share prices; (ii) semi-strong if security prices reflect all publicly available information about a company; (iii) strong if prices reflect all information, not only public, but also private, inside information. See, *ex*

markets are more or less efficient depending on the speed by which a particular piece of information is factored in the share prices⁽³⁸⁾. In other words, efficient markets are those where prices fully and promptly reflect the “available” data, to the extent that the marginal costs do not exceed the benefits of acting on such information⁽³⁹⁾.

Efficient markets are also characterised by a high level of liquidity, since, as pointed out by eminent scholars, investors will trust the system and will be in a position to confidently make informed investment decisions, “to the extent that share prices are efficient, in the sense of reflecting all available information”⁽⁴⁰⁾.

As a result of such investor confidence, corporates would benefit from a reduced cost of capital.

That said, it is questionable whether such disclosure requirements should be made mandatory or, instead, should be left to the self-initiative of the market participants.

In this respect, opponents of mandatory disclosure generally rest on the concept of “natural” market efficiency. According to this concept, (high quality) corporations in search of capital are strongly incentivised to provide adequate disclosure by the very nature of the capital markets in order to distinguish themselves from (lower quality) competitors and benefit from a reduced cost of capital. In other words, non-transparent issuers will pay the price of inadequate disclosure in the form of higher costs of funding⁽⁴¹⁾. This is because, according to these theories, a lack of transparency will induce rationale investors to undervalue non-disclosing companies and consequently discount the prices of their securities to the benefit of other disclosing and “virtuous” corporations.

multis, E. F. Fama, ‘Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’ (1970), 25 *Journal of Finance* 383, 384.

³⁸ See, *ex multis*, F. H. Easterbrook and D. R. Fischel (n2) 410.

³⁹ See M. Jensen, ‘Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency’ (1978), 6 *Journal of Financial Economics* 95, 100.

⁴⁰ J. R. Macey, ‘Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure and Enron’ (2004), 89 *Cornell Law Review* 394, 394 *et seq* and R. Gilson and R. Kraakman, ‘The Mechanisms of Market Efficiency’ (1984), 70 *VA. L. REV.* 549, 560.

⁴¹ See, *ex multis*, F. H. Easterbrook and D. R. Fischel, ‘Mandatory Disclosure and the Protection of Investors’ (1984), 70 *VA. L. REV.* 669, 683. On the same line, B. Banoff, ‘Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415’ (1984), 70 *VA. L. REV.* 135, 176–84.

Various economic and behavioural objections have been raised to the theories above. First, proponents of mandatory disclosure state that the very nature of information prevents its optimal supply. Since information can qualify as a public good⁽⁴²⁾, research and data tend to be provided below the optimal level.

Indeed, disclosure by corporations may benefit actual or potential competitors, creditors, suppliers and prospective investors who will not pay any consideration for such an advantage (*i.e.* they are free-riders). In fact, the costs will only be borne by the disclosing firm itself⁽⁴³⁾.

In such a situation, an externality arises⁽⁴⁴⁾ and firms will be discouraged from disclosing because they would not be compensated for the benefits that other market participants enjoy. As a result, absent any form of mandatory transparency, there will be a sub-optimal amount of information publicly available and able to be reflected in the share prices, with repercussion on market efficiency and liquidity. Mandatory disclosure can help overcome these problems by subsidising research costs to provide a greater quantity and a better quality of information⁽⁴⁵⁾.

⁴² As pointed out by eminent commentators, “*the key characteristic of public goods is the non-excludability of users who have not paid for it*”. Moreover, “*because people can free ride on others’ payments, they have an incentive to underpay*”. The net result is that public goods tend to be underprovided. See J. C. Coffee Jr., ‘Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system’ (1984), 70 VA. L. REV. 717, 728-729.

⁴³ As noted by eminent scholars, potential competitors will use the disclosed information to “*evaluate their position vis-à-vis the disclosing corporation and respond to the disclosed information*” by taking appropriate countermeasures (*e.g.* entering or exiting a market, changing marketing or pricing strategy, etc.). As far as creditors and suppliers are concerned, they will benefit from increased negotiation power towards the disclosing company. Finally, potential investors will be able to better compare the disclosing corporation with other alternative investments. See Z. Goshen and G. Parchomovsky, ‘The Essential Role of Securities Regulation’ (2006), 55 Duke LJ 711, 756.

⁴⁴ In general terms, “*an externality exists when the actions of contracting parties effect third parties who are not part of the contracting process and therefore cannot be compensated (or charged) for the costs (benefits) associated with their action*”. See J. R. Macey (n40).

⁴⁵ See J. C. Coffee Jr. (n42) 722.

Another economic justification put forward for mandatory transparency is that the lack of such a regime would result in an inefficient use of resources and in a duplication of information research costs. Collectivisation of information minimises the social waste of resources that would otherwise result from duplicative efforts to gain the necessary data and helps ensure that the capital allocation mechanism works efficiently.

Moreover, it is also commonly accepted that companies' insiders (*i.e.* the managers) are usually prone and have specific monetary as well as reputational incentives to hide potential bad news for the purpose of maintaining or increasing the value of the relevant corporation. As a result, a sub-optimal level of disclosure is provided.

1.5.2 *Positive effects of decoupling*

According to certain studies, there are some benefits which may be associated with decoupling practises and with the lack of a disclosure regime for cash-settled equity derivatives⁽⁴⁶⁾.

First, it has been said that, due to the separation between economic ownership and voting rights, particular types of active investors – *e.g.* hedge funds⁽⁴⁷⁾ – may use empty voting to “*simultaneously hedge their economic exposure and influence corporate governance in underperforming corporations*”⁽⁴⁸⁾. As a result, voting rights would move from less to better informed “hands”, thus enhancing the efficiency of shareholders' oversight. Moreover, the ability to hedge economic ownership while retaining voting rights may make insiders less averse to specific risks, and hence they would be more likely to

⁴⁶ S.K. Ripken, 'The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation' (2006), *Baylor L. Rev.* 139, 176-84.

⁴⁷ See Y. Allaire and M. Firsirotu, 'Hedge funds as “Activist Shareholders”: Passing Phenomenon or Grave-Diggers of Public Corporations?' (2007) 1, 3 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961828> accessed 31 October 2013 and W. W. Bratton, 'Hedge Funds and Governance Targets' (2006) 1, 1 <<http://ssrn.com/abstract=928689>> accessed 31 October 2013.

⁴⁸ See H.T.C. Hu and B. Black (n 1) 818.

approve investment projects with high net present value thus benefiting the company as a whole ⁽⁴⁹⁾.

As far as hidden ownership is concerned, the possibility of secretly building up a stake prior to the launch of a takeover bid could be an efficient strategy for the acquirer, also taking into account that the lack of transparency surrounding the intentions or reasons for purchases and sales is a fundamental element of efficient markets.

In particular, according to these theories, the likelihood of success for a tender offer would be increased due to the prior acquisition of toeholds which could be subsequently tendered (*i.e.* a stealth takeover) ⁽⁵⁰⁾. For the sake of being thorough, it is also worth noting that, even in the event of failure of such offer, the raider would benefit from the prior acquisition of toeholds since the share price of the target company is likely to increase further ⁽⁵¹⁾.

As a general consequence, it has been argued that this situation would stimulate liquidity and improve the efficiency of the market for corporate control. Conversely, a disclosure regime covering cash-settled equity derivatives could actually reduce the incentives to put in takeover bids since bidders' strategies would be revealed and the latter would not be able to secure an hidden toehold in the target's capital at favourable economic conditions. As a result, potential investors would be more reluctant to engage in the market for corporate control, probabilities of takeovers would be reduced and costs of acquisitions would significantly rise ⁽⁵²⁾.

⁴⁹ See S. E.K. Christoffersen, C. C. Gezcy, D. K. Must and A. V. Reed, 'Vote Trading and Information Aggregation' (2005) 1, 1 <available at <http://ssrn.com/abstract=686026>> accessed 31 October 2013.

⁵⁰ On this topic, see G. Ferrarini, 'Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control' (2000) 1, 1 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=265429> accessed 31 October 2013.

⁵¹ See J. Bulow, 'Toeholds and Takeovers' (1999), 107 J. Pol. Econ 427, 428 and D. Hirshleifer - S. Titman, 'Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids' (1990), 98 J. Pol. Econ. 295, 298.

⁵² See Financial Services Authority (n24) Annex 2, 8.

1.5.3 *Negative effects of decoupling*

According to certain literature, there are a number of negative effects that derive from decoupling phenomena which may give rise to severe market failures.

First and foremost, it is common opinion among issuers and investors that decoupling techniques, coupled with the lack of a disclosure regime for cash-settled equity derivatives, are responsible for information asymmetry and inefficiency (⁵³).

Indeed, due to the particular structure of such instruments, the identity, intention, investment size and time-horizon of the swap's holder remains hidden for the duration of the derivative. It is also unclear whether the matched shares, commonly acquired by the derivative dealers, are held either in their proprietary trading books or, instead, in the market making accounts for sheer hedging purpose.

In this regard, irrespective of any influence on the voting rights which may be posed by an abuse of empty voting and hidden ownership, it is arguable that the identity as well as the investment size of the derivative dealers have an impact on the market. This is because, these data may be used by traders to evaluate the shares of the relevant issuer. Absent a mandatory disclosure regime, such information may be in hiding and not correctly reflected in share prices.

Moreover, cash-settled equity derivatives can have a severely adverse impact on the market for corporate control and distort issuers' corporate governance.

In fact, empty voting may allow both insiders and potential investors to exercise voting rights without disclosing their real economic exposure which could be zero or even negative. As a consequence, it is my opinion that reactions from market participants may be misled by decisions made by persons whose ultimate targets are not aligned with the company's best interests, since they do not bear any potential risk relating to the performance of the firm. In other words, other uninformed shareholders, who are unaware of the real economic positions of the derivative holders, may act based on the

⁵³ See, *ex multis*, M. Kettunen and W.G. Ringe *supra* note 5, 13 and the Financial Services Authority (n 25) 20.

(wrong) assumption that decisions adopted by empty voters aim to maximise company's profits or value.

In my view, the consequences of this situation are threefold: first, the entire voting process may be fundamentally altered. Second, if no data on the *de facto* holders of voting rights are available, then share prices will be inefficiently calculated since they will not be able to reflect such information. Finally, due to such uncertainty and market opacity, it is arguable that the more rationale of the investors will be persuaded to either discount the value of the securities issued by the entire spectrum of listed issuers (including securities issued by disclosing companies) or exit the market, thus reducing liquidity level and increasing the cost of capital⁵⁴.

Similar concerns apply to hidden (morphable) ownership scenarios. Indeed, the possibility for derivative holders to indirectly exercise the voting rights attached to the matched shares, may result in a misrepresentation of the shareholders' base. This is because, available public information would only cover the formal legal ownership of such shares (held by the derivative dealers), without giving information about the natural person/legal entity which may *de facto* exercise those voting rights, therefore potentially acting as a real shareholder (*i.e.* the hidden owner).

Similarly, it appears undisputable to me that this mechanism would also distort the very foundations of issuers' corporate governance system. It would also increase the information asymmetry between insiders and informed traders, on the one hand, and unaware minority shareholders and uninformed market participants, on the other. Finally, it could potentially give rise to inefficient price formation since hidden information will not be correctly reflected in share prices. Investors' confidence and market liquidity would, in turn, be affected.

As per the theories relating to the alleged market benefits which would derive from the possibility to secretly acquire a toehold, they do not seem to be decisive.

Indeed, against the argument that any disclosure regime covering cash-settled equity derivatives could actually reduce the incentive to

⁵⁴ This scenario resembles the well-known "Market for Lemon Theory" conceived by G. Akerlof.

launch a bid, it may be reasonable to counter-argue that the presence of secret toeholds may actually discourage other potential bidders from competing for the takeover since they are at a disadvantage in comparison with the bidder who already owns a stake⁽⁵⁵⁾. Following this line of interpretation, the possibility to secretly acquire a toehold, which can be expected to be converted into shares upon the launch of a takeover bid, could distort the efficient functioning of the market for corporate control by postponing or avoiding the application of the rules relating to mandatory tender offers (also in terms of offer prices). Once again, this opacity could reduce liquidity and give rise to high volatility as well as speculation since uniformed investors and market participants may be unable to efficiently react to this situation⁽⁵⁶⁾.

2. The European and UK disclosure legal framework

2.1 The Transparency Directive

Bearing in mind the potential market failures often associated with an abusive use of cash-settled equity derivatives, it is now worth analysing how decoupling phenomena have been addressed at the European Level by European Institutions and Member States.

In this respect, the fundamental backdrop for any analysis about the disclosure regimes currently in force in the main European jurisdictions is the Transparency Directive on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about listed issuers⁽⁵⁷⁾.

⁵⁵ See Financial Services Authority, (n 25) Annex 2, 5.

⁵⁶ As correctly pointed out, the information asymmetries caused by hidden (morphable) ownership “means that the minority shareholders remain uninformed and unable to react to information on ownership of the company. They may for instance wish to sell stakes in a firm upon knowledge of large stake-building by insiders, but without this knowledge will be unable to act on this information”. See Financial Services Authority (n 25) Annex 2, 6.

⁵⁷ Pursuant to the Lamfalussy procedure used for the development of financial services regulation in the European Union, the European Commission has adopted a so-called Level 2 directive – Directive 2007/14/EC dated 8 March 8 2007. Finally, the Committee of European Securities Regulators (CESR) conducted Level 3 implementation procedures by publishing, on October 17, 2008, the ‘Summary of Responses to Questionnaire on Transposition of the Transparency Directive’.

By way of background, according to the preambles, one of the key aims of the Directive is to improve investor confidence and market efficiency through a harmonised transparency regime relating to all companies listed on the European Stock Exchanges. Clearly, such a statement fully supports the argument that disclosure, in general, and transparency of major holdings, in particular, should allow investors to carry out an informed assessment of a company's performance and enable investors to acquire or dispose of shares with full knowledge of any changes in the voting structure. This should, in turn, enhance investors' confidence and market efficiency.

Having said that, the European shareholding disclosure rules currently in force are only based on the real as well as potential ownership of the voting rights associated with listed issuers' shares and not on any economic exposure to the performance of the relevant shares.

Indeed, the Transparency Directive firstly requires disclosure of the acquisition or sale of voting shares where, as a result of these transactions, the proportion of voting rights⁽⁵⁸⁾ held by an investor reaches, exceeds or falls below one of the relevant thresholds ranging between 5 per cent. and 75 per cent. of issuers' voting capital⁽⁵⁹⁾, unless one of the relevant exemptions applies⁽⁶⁰⁾.

⁵⁸ Article 9, Paragraph 1, of the Transparency Directive clarifies that such voting rights have to be taken into account even if the exercise thereof is suspended.

⁵⁹ Under Article 9 of the Transparency Directive, each home member State must ensure that, where a shareholder acquires or disposes of voting shares, such shareholder notifies the issuer of the quota of voting rights held as a result of the acquisition or sale where that quota reaches, exceeds or falls below the thresholds of five per cent., 10 per cent., 15 per cent., 20 per cent., 25 per cent., 30 per cent., 50 per cent., and 75 per cent.

⁶⁰ The Transparency Directive provides for a number of exemptions from the reporting requirements. Briefly, pursuant to Article 9, Paragraph 4 *et sub.*, disclosure does not apply, *inter alia*, to (i) the acquisition of shares exclusively carried out for clearing and settlement purposes, (ii) custodians, provided that certain conditions are met and (iii) the acquisition and/or disposal of voting shares carried out by the market makers providing liquidity to the market. Moreover, home member States are allowed to introduce a further exemption for voting rights held in the trading books by credit institutions and investment firms provided that such voting rights do not exceed the 5 per cent. threshold and are not exercised to influence the management of the relevant issuer.

Moreover, the notification requirements apply in the event that the relevant thresholds are crossed either upwards or downwards as a result of a change in the breakdown of voting rights ⁽⁶¹⁾. They also apply to any natural person or legal entity entitled to acquire, dispose of, or exercise voting rights in certain circumstances including shareholders agreements, stock lending, life interest, deposit, pledge and proxies to vote ⁽⁶²⁾.

The European legal framework also provides that, upon the crossing of the relevant thresholds, disclosure will apply to investors who, directly or indirectly, hold financial instruments granting a right to physically acquire the underlying shares (so-called long potential holdings). In order to fall within the scope of the reporting regime, rights to acquire shares must provide the relevant holder with the entitlement ⁽⁶³⁾, pursuant to a formal agreement ⁽⁶⁴⁾, to physically acquire voting shares ⁽⁶⁵⁾.

The second level Directive 2007/14/EC lists the types of financial instruments which, upon occurrence of the abovementioned requirements, are relevant for disclosure purpose. In particular, reference is made to physically-settled instruments such as transferable securities, options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts, as referred to in Section C of Annex I of Directive 2004/39/EC.

Thus, only physically-settled instruments currently fall within the reporting obligations. The rationale behind this principle is that

⁶¹ See Article 9, Paragraph 2, of the Transparency Directive.

⁶² See Article 10 of the Transparency Directive.

⁶³ Article 11, Paragraph 1, of the second level Directive 2007/14/EC clarifies that *“the instrument holder must enjoy, on maturity, either the unconditional right to acquire the underlying shares or the discretion as to whether acquire such shares or not”*.

⁶⁴ Article 11, Paragraph 1, of the second level Directive 2007/14/EC specifies that *“a formal agreement means an agreement which is binding under the applicable law”*.

⁶⁵ See Article 13, Paragraph 1 of the Transparency Directive, pursuant to which *“the notification requirements laid down in Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity who holds, directly or indirectly, financial instruments that result in an entitlement to acquire, on such holder’s own initiative alone, under a formal agreement, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market”*.

allegedly only physically-settled instruments allow the relevant holder to potentially influence the relevant issuer's corporate governance system as well as impacting on the overall market efficiency. However, this is according to certain traditional longstanding theories, which some recent cases have proven to be faulty⁽⁶⁶⁾.

Finally, under the Transparency Directive no netting is allowed since the rules are intended to catch gross long positions without netting any offsetting short position.

In light of the above, it is possible to conclude that the decoupling phenomena described above fall out of the scope of the European rules currently in force.

2.2 The European debate for a review of the Transparency Directive

2.2.1 Introduction

In response to the alleged abuses of cash-settled equity derivatives previously described, an intense debate is going on amongst European Institutions on a possible review of the reporting regime currently set forth by the Transparency Directive⁽⁶⁷⁾.

The declared aim is clearly to extend the application of certain transparency obligations to include cash-settled equity derivatives.

⁶⁶ See, *ex multis*, the well know Schaeffler-Continental, Porsche-Volkswagen cases and the recent LVMH-Hermés case. For a thorough description of these cases, see D. Zetzsche, 'Continental v. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – A Matter of Law of Enforcement' (2008) 1, 20 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1170987> accessed 31 October 2013 and AMF Enforcement Committee, 'Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy-Louis Vitton' <http://www.amf-france.org> accessed 30 October 2013.

⁶⁷ See L. Enriques, 'Transparency obligations for listed companies: Scope for the modernization of the Transparency Directive?', contribution to the European Commission Conference on the Operation of the Transparency Directive 2004/109/EC, Bruxelles, 11 June 2010, available at www.consob.it, and H. Fleischer and K.U. Schmolke, 'The reform of the Transparency Directive: Minimum of Full Harmonisation of Ownership Disclosure?' (2011), 12 EBOR 121, 130.

2.2.2. ESME report and CESR consultation paper

In 2009, the European Securities Markets Expert Group (ESME) ⁽⁶⁸⁾ was requested by the European Commission to carry out an analysis on a possible extension of certain reporting requirements to cash-settled equity derivatives ⁽⁶⁹⁾.

Based on the outcome of a thorough analysis, ESME stated that synthetic transactions involving cash-settled equity derivatives are mostly used not to influence voting behavior or to acquire creeping control, but rather to increase investment possibilities for professional investors and help improve the risk profile of their investment portfolios.

Nevertheless, recent cases demonstrate that instruments originally construed for liquidity or hedging purpose can be actually used to acquire hidden toeholds in listed companies at a price influenced by the circumvention of existing transparency rules, thus jeopardizing market efficiency.

In light of the above, ESME concluded that it would be preferable to disclose all derivative positions gained through the most commonly used instruments irrespective of any consideration relating to investors' possible intentions.

The Committee of European Securities Regulators (CESR) ⁽⁷⁰⁾ recommended the adoption of a harmonised pan-European approach on major shareholding disclosure obligation ⁽⁷¹⁾. In this respect,

⁶⁸ The European Securities Markets Expert Group (ESME) was created by Commission Decision 2006/288/EC of 30 March 2006 (OJ L 106, 19.4.2006, 14).

⁶⁹ See ESME, Views on the issue of transparency of holdings of cash-settled derivatives, November 2009, available at http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/tdcash_en.pdf.

⁷⁰ CESR was responsible for, *inter alia*, providing advice on the implementation of the Transparency Directive. Such functions have now been taken over by the European Securities and Markets Authority created by Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council no. 1095 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No. 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC <http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg_716_2010_ESMA.pdf> accessed 15 October 2013.

⁷¹ See CESR, Proposal to Extend Major Shareholdings Notifications to Instruments of Similar Economic Effect to Holding Shares and Entitlements to

CESR's proposal was that the disclosure regime should be extended to all types of instruments that have a similar economic effect to the holding of shares as well as to the entitlement to physically acquire those shares (⁷²).

In other words, according to CESR's position, disclosure should cover derivatives granting the relevant holder a positive exposure to the performance of the underlying shares irrespective of whether such instruments are physically or cash-settled. This is because it is likely that an investor with a significant long economic interest would try to influence the relevant issuer. However CESR noted that any additional regulation should not discourage the use of such instruments for legitimate financial and economic purposes.

From the above, it appears clear that the two proposals are both mainly aimed at tackling the hidden (morphable) ownership scenarios rather than the cases of empty voting.

This is because, the proposed rules only focus on instruments giving to the relevant holder an economic exposure on the underlying shares that exceeds the legal and formal ownership of the voting rights attached to such shares.

Conversely, the situations where the voting rights are exercised by an entity holding a net economic ownership equal to zero or even negative (*i.e.* empty voting) are not intended to be captured by the two proposals. A possible reason for this policy-choice is that, as stated by CESR, the issues relating to the creation of the net short positions (⁷³) in listed issuers should be left to the regulatory framework on short selling.

Acquire Shares, 9 February 2010, Ref.: CESR/09-1215b <<http://www.cesr-eu.org>> accessed 15 October 2013.

⁷² For a critical reconstruction, see D. Zetzsche, 'Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal' (2010), in 11 EBOR, 231, 240 and M. C. Schouten, 'The Case for Mandatory Ownership Disclosure' (2009), 15 Stan. J. L. Bus. Fin. 127, 128.

⁷³ In a nutshell, net short positions in listed issuers can be defined as the difference between (i) the aggregate short exposure (*i.e.* the sum of all the positions, whether cash or physically-settled, negatively related to the performance of the shares) and (ii) the overall long positions (*i.e.* the sum of all the positions benefiting from a positive performance of the stock's price).

2.2.3. *The review of the Transparency Directive*

In October 2011, the European Commission published its proposal for a review of the Transparency Directive (⁷⁴). In October 2013, the Council of the European Union adopted the final text of a directive amending the transparency framework currently in force (⁷⁵). The amending Directive provides for, *inter alia*, a transparency regime for major economic positions in listed companies, with a view to enhancing market confidence and investor protection while discouraging secret stock building.

In order to achieve such a result, the disclosure obligations are extended to all instruments with similar economic effect to the holding of shares and long potential holdings (⁷⁶), thus capturing both cash-

⁷⁴ See European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC, dated 25 October 2011 <http://ec.europa.eu/prelex/liste_resultats.cfm?CL=en&ReqId=9&CB1=MARKT> accessed 12 October 2013.

⁷⁵ See Directive 2013/.../EU of the European Parliament and of the Council of amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC, dated 10 October 2013 <<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/pe00/pe00037.en13.pdf>> accessed 20 October 2013. The amending Directive is expected to come into force on the twentieth day following its publication in the Official Journal of the European Union.

⁷⁶ The definition of long potential holdings has been slightly amended specifying that the entitlement to acquire shares operates at maturity. More precisely, long potential holdings are defined as “*financial instruments that, on maturity, give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to his right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market*”. See point 9 of the amending Directive. Even if a through analysis of the notion of long potential holdings falls outside the scope of this article, it should be noted that, in order to avoid the creation of an un-level playing field, also instruments giving the relevant holder the unconditional right to acquire the

settled equity derivatives and any other similar financial instruments⁽⁷⁷⁾.

The above being said, equity derivatives (which do not qualify as long potential holdings, whether cash and physically settled) and other financial instruments that have a similar economic effect (*i.e.* attribution of a long position to the relevant holder) should be aggregated to long potential holdings for the threshold crossing purpose⁽⁷⁸⁾.

Moreover, the amending Directive aims to harmonise the different national disclosure regimes currently in force in the Member States. It does so by introducing a uniform approach which requires the aggregation of the holding of shares, long potential holdings and other instruments (both physically and cash-settled) that have a similar economic effect.

The adoption of a common approach is essential to (i) improve legal certainty; (ii) increase transparency; (iii) simplify cross-border investments; (iv) reduce compliance costs for market operators; and (v) avoid potential circumvention of the reporting obligations by an abusive splitting of the aggregate long position below the different thresholds applicable to shares and other physically and cash-settled long positions⁽⁷⁹⁾. In this respect, the notification requirements should

underlying shares during the term of the derivatives (*e.g.* American options) or at certain dates during the term of the instruments (*e.g.* Asian options) must fall within the notion of long potential holdings. Also, it appears to me that in order to avoid any formalistic reconstruction of the rules, the term unconditional is to be interpreted as referring to situations where the holder can, at its discretion, decide whether or not to acquire the underlying shares, even at non-economic terms, without any required cooperation from the counterparty. Stating otherwise (*i.e.* that the term unconditional only refers to situations where the instrument is “in the money” for the holder) would result in creation of gaps in the legal framework which could be easily circumvented.

⁷⁷ Such instruments with similar economic effect are defined as “*financial instruments which are not included in point (a) [i.e. entitlements to acquire shares] but which are referenced to shares referred to in that point and with economic effect similar to that of the financial instruments referred to in that point, whether or not they confer a right to a physical settlement*”. See point 9 of the amending Directive.

⁷⁸ See point 9 of the amending Directive.

⁷⁹ The circumvention of the disclosure obligations may result from an investor holding a major shareholding equal to 4.99 per cent. in an issuer’s voting capital alongside an equal percentage resulting from the aggregation of long potential

also apply when the direct or indirect holding of voting shares aggregated with the direct or indirect holding of potential holdings or other instruments with similar economic effects reaches, exceeds, or falls below one of the relevant thresholds set forth by the Transparency Directive⁽⁸⁰⁾. Another point to be mentioned is that, according to the amending Directive, the delta approach⁽⁸¹⁾ should be adopted for the calculation of long positions held through cash-settled instruments with similar economic effect to the holding of shares and long potential holdings⁽⁸²⁾. Conversely, the calculation for the other instruments should be made taking into account the maximum nominal number of underlying shares (the nominal approach). The decision to limit the application of the delta adjustment approach only to the instruments which are cash-settled appears to be based on two different reasons. *In primis*, as opposed to the physically-settled long potential holdings which give the relevant a direct unconditional right to acquire the underlying shares, cash-settled instruments only gives an indirect possibility to acquire such shares, which is dependent upon the occurrence of the conditions described above. Therefore, in such scenario, where there is only a potential (and in any case mediated) impact on the ownership structure and on the corporate governance system of the relevant issuer, the adoption of the nominal approach (i.e. the maximum number of underlying shares) would result in an overrating of the real long position held by the purchaser of the derivative. This is because, for the reasons described above, the intermediaries, who will usually be the counterparties of the derivative, would dynamically hedge their exposures, by buying and

holdings and other instruments with similar economic effects. Considering that both the baskets are below the relevant notification thresholds (*i.e.* 5 per cent.), an investor may hold an overall long position equal to 9.98 per cent. without triggering any reporting notification. Conversely, should the aggregation of the two baskets apply, such investor would be required to disclose the crossing of the 5 per cent. thresholds.

⁸⁰ See point 9 of the amending Directive introducing a new Article 13 (a) to the Transparency Directive.

⁸¹ The delta measures how the change in the pay-off of a derivative changes in relation to the change in price of the underlying equity.

⁸² The delta adjusted approach usually applies to options and other asymmetric derivatives since CfDs and equity swaps would normally have a delta of one, as they perfectly mirror any change in the underlying share price.

selling shares on the basis of the movement in the share prices quoted on the relevant stock exchange and of the relevant “sensitivity” of the value of the instrument. Indeed, the presence of the intermediaries, which are skilled and equipped to perform the relevant calculation, may justify the choice to apply the delta coefficient to the cash-settled instruments. In fact, in such cases, the counterparties would not be required to bear high operative and compliance costs, since the performance of any valuation will be done by the intermediaries themselves⁽⁸³⁾. Moreover, it should also be noted that the argument relying on the excessive compliance and operative costs connected to the delta adjusted approach must be reconsidered in light of the application of the provisions of Regulation EU no. 648/2012 (so-called EMIR)⁽⁸⁴⁾. Indeed, as a result of the coming into force of the EMIR, certain obligations, in terms of both reporting to the trade repositories and valuation (*i.e.* daily valuation of the derivatives’ value on the basis of the mark-to-market) applicable to the financial counterparties and (upon certain conditions) to the non-financial counterparties already apply.

In conclusion, the amending Directive has certainly the merit to extend the disclosure obligations to all the instruments giving a long position on the reference shares in order to crack down on the hidden (morphable) ownership cases. That said, it should be noted that the situations which may potentially give rise to empty voting cases have been left aside. Indeed, the amending Directive does not provide for any reporting obligations of short positions in listed issuers.

⁸³ Without prejudice to any potential dispute surrounding the calculation performed by the intermediaries.

⁸⁴ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. A thorough analysis of the EMIR falls outside of the scope of this article. In a nutshell, the Regulation introduces a complex regulatory framework applicable to OTC derivatives entered into by financial counterparties and/or non-financial counterparties. Such framework provides for certain central clearing obligations for derivatives with standard terms and conditions, other evaluation obligations, and certain margining and risk control measures. The text of the EMIR is available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:01:EN:HTML> accessed 15 November 2013.

2.3 Summary of the UK disclosure regime

It is common knowledge that the UK Disclosure and Transparency Rules (the DTRs) ⁽⁸⁵⁾ represent one of the most advanced and sophisticated legal frameworks existing in terms of disclosure obligations ⁽⁸⁶⁾. As a result, it has significantly influenced the European legislation as well as its proposed amendments.

As explained in further detail below, the UK rules reflect, to a large extent, the assumption that an all-embracing disclosure regime based on the economic position in addition to the voting rights may potentially solve the problems related to the use of cash-settled equity derivatives ⁽⁸⁷⁾.

By way of background, the DTRs have traditionally covered the holding of voting shares and qualifying financial instruments ⁽⁸⁸⁾ and, following a reform carried out in 2009, they now also extend to long cash-settled equity derivatives.

In this respect, starting from June 2009, the DTRs rules require that long equity swaps and other financial instruments with a similar economic effect to qualifying financial instruments ⁽⁸⁹⁾ be considered for threshold crossing purposes and for the consequent disclosure obligations.

⁸⁵ Under the FSA Handbook.

⁸⁶ The DTR are available at <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR>.

⁸⁷ See Paragraph 1.5.1 above.

⁸⁸ Under Chapter 5.3.2 (r) of the DTRs, qualifying financial instruments mean instruments that (i) result in an entitlement to acquire, on the holder's own initiative alone, under a formal agreement, shares to which voting rights are attached, already issued of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market or a UK prescribed market and (ii) give to the instrument holder, on maturity, either the unconditional right to acquire the underlying shares or the discretion as to his right to acquire such shares or not.

⁸⁹ Under Chapter 5.3.3 (g) 2 (a) of the DTRs, a financial instrument is deemed to have a similar economic effect to a qualifying financial instrument, if (i) its terms are referenced, in whole or in part, to an issuer's shares and (ii) generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled for shares or for cash. By way of example, the following instruments may fall within the notion of financial instruments with similar economic effect: CfDs, swaps, options and forward sale transactions.

More precisely, for the purpose of threshold crossing, any long position held through equity swaps or other long cash-settled instruments, if referenced to shares of a UK issuer, must be aggregated with physical holdings of shares and qualifying financial instruments⁽⁹⁰⁾. The aggregate position must be disclosed if it reaches the 3 per cent. threshold and subsequently at 1 per cent. increments above that level.

Notably, the UK disclosure regime has adopted the delta-adjustment method. The reason for this policy choice is that disclosure of the entire nominal value of the underlying of an option (*i.e.* the nominal approach) would lead to disclosures of higher notional amounts. This would, in the view of FSA (now FCA), risk the market being misled. In fact, the advantage of a delta adjusted disclosure obligation is that it more accurately reflects the holders' real economic exposure to the underlying shares.

Similarly to the Transparency Directive, no netting between long and short positions is allowed.

It is also worth noting that in the UK, long positions in cash-settled equity derivatives also form part of the regulation on takeovers under the so-called Takeover Code⁽⁹¹⁾.

Briefly, the Takeover Panel amended the Takeover Code in 2005 to include economic positions when calculating the threshold for triggering the mandatory bid obligation as well as to require disclosure of CfDs positions of 1 per cent. or more in both the target and the

⁹⁰ Please note that the UK regulatory framework provides for a different disclosure regime depending on the nationality of the relevant issuer. A thorough analysis of this regime falls outside the scope of this article. For our purpose, the treatment of qualifying financial instruments and instruments with similar economic effects may be summarised as follows: (i) the disclosure obligation relating to instruments with similar economic effect only applies to UK incorporated issuers in relation to shares listed on a UK regulated market (*e.g.* London Stock Exchange) or on other European regulated markets, and on a UK prescribed market (*e.g.* Alternative Investment Market); and (ii) the disclosure of qualifying financial instruments applies to UK incorporated issuers in relation to shares listed on a UK regulated market or on other European regulated markets, and on a UK prescribed market as well as to non-UK incorporate issuers with Home State in the UK in relation to shares listed on a UK/European regulated market.

⁹¹ The Takeover Code – the analysis of which falls outside the scope of this article – is available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>.

bidder company during an offer period, thus securing a double relevance to long positions in cash-settled equity derivatives.

3. Practical impact of the extension of disclosure obligations to cash-settled derivatives

In order to clarify the treatment of cash-settled equity derivatives under the European and UK rules, it is worth analysing their application to a structure commonly used in the market for acquisition finance purposes. This structure is known in finance as cash-settled prepaid forward plus cash-settled equity swap. It results from the combination of (i) a cash-settled pre-paid forward and (ii) a cash-settled equity swap. The pre-paid forward falls within the category of the forward contracts which are OTC contracts entered into between two parties. These parties agree (i) in the event of a physical settlement, to buy or sell an asset at a specified future time at a price (forward price) agreed upon at the inception of the transaction or (ii) in the event of a cash settlement to pay the difference between the price at maturity and the forward price.

That said, in contrast to a standard forward, a prepaid forward provides for a cash flow exchange upon the entering into of the agreement and not only at maturity.

Indeed, the acquirer of the prepaid forward – which assumes a long position on the underlying shares, betting on an increase of the value of the underlying shares – is required to pay the prepayment amount (*i.e.* the forward price) at the inception of the transaction.

Conversely, an equity swap is a derivative where it is agreed that a set of future cash flows is to be exchanged between two counterparties at certain predetermined dates in the future. The two sets of cash flows are usually referred to as the legs of the swap. One of these legs is referred to as the floating leg and is usually pegged to a floating rate such as EURIBOR. This floating leg is usually “acquired” by the party assuming a short position on the underlying shares (*i.e.* the equity amount payer). The other leg – named the equity leg – is customarily based on the performance of a share and therefore attributes to the relevant holder a long position on such share (*i.e.* the equity amount receiver).

Under the proposed structure, a bank or another financial intermediary – providing an investment service – acquires the prepaid forward. Consequently, the institution pays the prepayment amount upon execution of the contract, thus holding a long position on the underlying shares. This prepayment amount will be used by the client to physically purchase the shares of the relevant issuer.

In light of the above, we can conclude that the prepayment amount corresponds *de facto* to the funds usually granted under a facility agreement by a bank to its client.

As it is the case with margin loans, under the above-described derivative structure, the purchased shares will be pledged in favour of the bank or the financial intermediary to secure the payment obligations of the client.

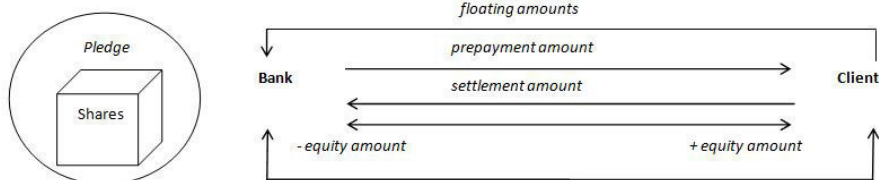
At maturity, under the prepaid forward, the bank will receive from the client an amount equal to the market value of the underlying shares on such date which may be higher or lower than the prepayment amount, thus recording a loss or a profit.

Under the equity swap, the client undertakes to periodically pay to the bank the floating amounts commonly calculated on the basis of the EURIBOR rate plus a spread. The duration of the equity swap is set equal to that of the prepaid forward and the initial price is equal to the prepayment amount.

The floating amounts constitute, *de facto*, the interests usually due under a facility agreement. In the event that, at the maturity date of the equity swap, the market price of the underlying shares is higher than the initial price, the bank will pay such upside to the client. In the opposite scenario, the client will be required to pay to the bank the value of the depreciation.

As shown by the chart below, as a result of the combination of the pre-paid forward and the equity swap, the client receives from the bank the funds to be used to acquire the reference shares. In turn, the financial institution offsets its exposure towards the performance of the shares underlying the derivatives, thus assuming a position similar to that arising under a typical facility agreement. Irrespective of the performance of the underlying shares, the bank will always be entitled to receive an amount equal to the funds granted to the clients (*i.e.* the

prepayment amount under the prepaid forward) with added interest (*i.e.* the floating amounts under the cash-settled equity swap) ⁽⁹²⁾.



Moving on to the disclosure treatment of the above described structure, the purchase of the shares issued by the target company will be subject to the disclosure obligation, both under the Transparency Directive, the amending Directive and the UK regime, provided that the relevant thresholds are crossed ⁽⁹³⁾.

⁹² In the event of an increase in the market price of the underlying shares, the bank would benefit from an upward trend, being entitled to receive from the client the value of the underlying shares at maturity. In order to better understand the functioning of the derivative structure the following example may be helpful. We assume that the prepayment amount under the prepaid forward, corresponding also to the initial price of the equity swap, is equal to EUR 10 for each share and that, at maturity, the value of the target's shares is equal to EUR 11. Under the forward, the bank will be entitled to receive the value of the underlying shares at maturity (*i.e.* EUR 11), thus realising a EUR 1 profit per share against the prepayment amount paid at the inception of the transaction (*i.e.* EUR 10). Conversely, the client will have the right to receive, from the bank, the upside of the underlying shares at maturity (*i.e.* EUR 1). As a result of the combination of the payoffs of the two derivatives, it results that the bank will always receive from the client an amount equal to the funds granted as a prepayment amount plus the interest to be paid as a floating amount under the equity swap. In the event of a decrease in the market price of the underlying shares to EUR 9, the bank will make a loss under the prepaid forward that will be offset by the obligation of the client to pay the absolute value of such decrease (*i.e.* EUR 1 per share) under the equity swap. It appears clear that, also in the event of a reduction in the performance of the underlying shares, as a result of the combination of the prepaid forward and the equity swap, the bank will be in the same position as it would have been in the event of an appreciation of the market value of such shares.

⁹³ Briefly, the relevant thresholds under Article 9 of the Transparency Directive are 5 per cent. and subsequent multiples of 5 up to 75 per cent. Pursuant to Rule 5.1.2 of the DTR, such thresholds are set at 3 per cent. and each 1 per cent. threshold up to 100 per cent. for UK issuers and at 5 per cent. and subsequent multiples of 5 up to 75 per cent. for non-UK issuers.

As per the pledge, it falls within the scope of the European and UK disclosure regime provided that the secured creditors – who will be required to disclose the shares pledged in its favour once the relevant thresholds are crossed – controls the voting rights attached to the pledged shares and declares its intention of exercising them⁽⁹⁴⁾.

More complex is the treatment of the two long positions arising under the derivatives comprising the above described structure.

Starting from the European regulatory framework currently in force, synthetic economic long positions fall outside the scope of the reporting obligations. Therefore, the long positions held through the prepaid forward and the equity swap do not trigger any reporting obligations.

Conversely, under the amending Directive, such synthetic long positions are covered by the reporting obligations. More precisely, the economic positions will be firstly aggregated to the long potential holdings for the purpose of evaluating whether the reporting obligations have been triggered. Moreover, with a view to avoiding any possible circumvention of the disclosure regime by artificially splitting the overall long position on the underlying shares below the thresholds respectively set forth for (i) the holding of shares and (ii) the holding of long physically and cash-settled instruments, the amending Directive provides for a general aggregation criteria of all the long positions on the underlying shares possibly held by investors (whether through the holding of shares, long potential holdings or cash-settled long positions)⁽⁹⁵⁾.

Similarly, under the UK rules, the long positions under the prepaid forward and the equity swap may, individually or together with the holding of shares or other qualifying financial instruments – give rise to a reporting obligation by, respectively, the bank or the client.

From the analysis above, it appears that, as a result of the concerns surrounding the potential abuse of cash-settled equity derivatives and in light of the well-known recent high profile cases, there is a clear tendency among European institutions and national regulators to

⁹⁴ See Article 10, 1st paragraph, letter (c) of the Transparency Directive and Rule 5.2.1, letter (c) of the DTR.

⁹⁵ See point 10 of the amending Directive.

tighten the legal framework applicable to economic synthetic long positions.

Consequently, long positions held through certain structures commonly used in the market for the purposes of acquisition financing – like the one previously described – may potentially be subject to reporting requirements by the bank or its counterparty (as the case may be).

The consideration above reflects a shared approach among European institutions and national regulators which favours an extension of the disclosure obligations to long synthetic positions irrespective of whether such instruments are held for legitimate financial reasons or for control-seeking purposes.

As a result, the attractiveness of certain common structures used in the corporate equity derivative industry may be adversely affected and alternative structures will have to be found by market participants.

4. *Conclusions*

As noted by eminent scholars, the holding of voting rights coupled with the economic ownership of shares has been a longstanding fundamental assumption of most of the law and economics theories⁽⁹⁶⁾.

With the advent of the revolution in finance such theories are no longer valid or, at least, need to be significantly recast.

Indeed, innovation in equity derivatives and the massive use of the stock lending practises may potentially allow investors (both insiders and outside investors) to easily decouple and split the voting rights from the economic ownership, often without giving a proper disclosure to the market.

In this respect, opponents of mandatory disclosure regimes often maintain that decoupling can increase and facilitate shareholders' oversight, foster efficient investment decisions and increase market's liquidity.

⁹⁶ See H.T.C. Hu and B. Black, *Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, (n 5) 23.

I do not find these arguments decisive. As a general remark, the opacity often surrounding positive or negative net economic positions built up through cash-settled equity derivatives can potentially impair the general capital market climate by creating information asymmetries and by reducing market liquidity. This, in turn, would result in an increased cost of capital for listed issuers and in the creation of inefficiencies.

Even more serious harm is likely to be produced where cash-settled equity derivatives are directly used for control-seeking purpose. Indeed, as described above, an issue with this scenario is that other uninformed investors may not be able to properly assess the real governance structure of the company they are investing in. Consequently, their decision making process may be altered and distorted *ex ante*, thus leading to a possible sub-optimal allocation of resources. In the specific context of takeover bids, it appears evident that the lack of available information surrounding the acquisition of hidden toeholds may allow the relevant bidder to artificially lower⁽⁹⁷⁾ the offered premium. This could have the potential effect of inducing investors⁽⁹⁸⁾ to tender their shares on the basis of a price which is sub-optimal, as it does not fully reflect all the information on the target company⁽⁹⁹⁾. Moreover, such a mechanism would deter other potential bidders from launching a counter-offer thus affecting the exit possibilities of the other target's shareholders.

In light of the above, I support the argument that a greater transparency regime regarding the holding of equity swaps and other cash-settled equity derivatives is required. This is needed in order to root out (or more likely reduce) the abusive uses of such instruments previously described⁽¹⁰⁰⁾.

Therefore, the European debate on the possible extension of the scope of the disclosure requirements currently set forth in the

⁹⁷ Indeed, it is likely that information about possible toeholds coupled with rumours on a derivative holder possibly working towards the launch of a takeover bid will result in an increase in the prices of the relevant shares. See, *ex multis*, M. Kettunen and W.G. Ringe(n 5) 15.

⁹⁸ Also pursuant to the so-called "pressure to tender" theory.

⁹⁹ See T. Baums and M. Sauter, (n 36) 460.

¹⁰⁰ See M.C. Schouten, 'The Case for Mandatory Ownership Disclosure' (2010), 15 *Stanford Journal of Law, Business, and Finance* 127, 128.

Transparency Directive is welcome and the amending Directive may potentially represent a first (even if partial) step in the right direction.

That said, I truly believe that such amending Directive represents only a partial response to the issues arising out of the decoupling phenomena. Indeed, for the reasons previously discussed, the proposed new framework only focuses on the holding of long physically or cash-settled positions but does not apply to short positions which may give rise to the empty voting cases. A partial regulatory response to such cases is to be found in the short selling regime and, in particular, in the recent European regulation on short sales and credit default swaps (¹⁰¹). Briefly (¹⁰²), such regulation introduces certain disclosure obligations applicable to the net short position which is defined as “*the position remaining after deducting any long position that a natural or legal person holds in relation to the issued share capital from any short position that natural or legal person holds in relation to that capital*” (¹⁰³). In light of the above, it must be concluded that the regulation may offer a response to the empty voting phenomena in the event of negative economic ownership (*i.e.* a net short position) but does not extend to the cases where the voting rights are exercised by a fully hedged shareholders with zero economic ownership, who may equally be in conflict with the interests of the relevant issuers.

As per the hidden (morphable) ownership, the scope of the new rules will have to be properly calibrated and carefully limited to the cases which may materially impact on markets' stability and efficiency. Indeed, it is inevitable that a widespread catch-all transparency regime is likely to result in significant implementation costs which, in turn, are likely to affect not only major financial institutions but also other market participants (*e.g.* corporate issuers, hedge funds, private equity funds, etc.). It is also likely that a regulation improperly calibrated may lead to confusing or excessive disclosure that would likely frustrate the policy goals behind the extension of transparency rules to cash-settled equity derivatives. This

¹⁰¹ European Parliament and Council Regulation No 236/2012 of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps [2012] OJ L 86/1.

¹⁰² A thorough analysis of the provisions of the European Regulation falls outside the scope of this article.

¹⁰³ See Article 3, 4th paragraph.

is because, according to a very well known principle of law and economics, “too much information means no information”. Indeed, in the absence of a specific calibration of the transparency requirements, an unlimited extension of the disclosure obligations to all the holders of cash-settled instruments may result in a duplication of the reporting activity relating to the same holding, potentially giving misleading information to the market.

In this respect, in order to avoid such negative consequences which would adversely affect the industry of corporate equity derivatives and its positive effects in terms of market liquidity and reduction in the cost of capital, a key role should be played by the exemptions from the disclosure obligations.

In particular, I believe that, through an efficient use of the so-called (i) market maker exemption, (ii) trading-book exemption and (iii) client serving exemption, the disclosure obligations may be limited to the cases which may pose risks in terms of information asymmetry as well as market stability and efficiency.

In my view, such exemptions should operate as a first measure against duplicative and confusing disclosure. Moreover, they are also responsive to the conclusion that the relevant financial institution has not been engaged in any activist transaction and employs policies that assure that the exercise of the voting rights is not carried out to exert any influence on listed issuers’ corporate governance. In this respect, the amending Directive appears to move in the right direction.

In light of the above, it is possible to conclude that too much information means no information, but calibrated information means added value.

Legittimo il mutuo fondiario per la ristrutturazione di passività pregresse se favorisce il riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa

1. Il fatto deciso

La Corte di Cassazione è stata chiamata ad affrontare, per l'ennesima volta, il problema della individuazione delle norme applicabili all'operazione rappresentata dalla erogazione di un mutuo fondiario finalizzata alla estinzione (parziale) di passività pregresse.

Nel caso di specie, l'impresa debitrice, poi fallita, godeva di un affidamento bancario chirografario (si può supporre, per apertura di credito in conto corrente) di poco più di 190.000,00 euro, che presentava una esposizione di circa 200.000,00 euro. In tale contesto, la banca aveva erogato all'impresa un mutuo fondiario di 300.000,00 euro, con durata decennale, ed aveva ridotto l'affidamento (si può supporre, per apertura di credito in conto corrente) a 50.000,00 euro.

2. La sentenza cassata

La Corte d'Appello, decidendo sull'impugnazione della sentenza del Tribunale fallimentare che aveva respinto l'opposizione alla esclusione della collocazione ipotecaria del credito insinuato come debito residuo del mutuo, aveva confermato l'esclusione dell'efficacia dell'ipoteca iscritta a favore della banca, giudicando che non si trattasse “*di un effettivo finanziamento fondiario*” – come tale esentato dall'azione revocatoria fallimentare *ex art. 39, co. 4, d.lgs. n. 385/1993* (Testo Unico Bancario – T.U.B.) nonché *ex art. 67, co. 4, l.fall. –*, bensì “*di un'operazione destinata a ripianare i debiti pregressi*”.

3. La decisione della Cassazione. A) La sintesi dell'orientamento corrente

La Corte di Cassazione chiarisce in via preliminare di aderire all'orientamento giurisprudenziale maggioritario secondo il quale “*il mutuo destinato all'estinzione di debiti pregressi, senza creazione di nuova liquidità, per quanto inefficace nei confronti della massa, è da*

considerare comunque in effetti sorretto dalla volontà dei contraenti – costituendo dunque un atto voluto e non simulato". Da tale premessa la decisione in esame ricava la conclusione secondo la quale di fronte all'operazione in questione si deve *"riconoscere, poi, a differenza di quanto accade per i casi di simulazione, il diritto del mutuante di insinuarsi al passivo quanto alle somme erogate in vista dell'estinzione del debito preesistente ma in chirografo, attesa la revocabilità dell'ipoteca. La quale, da questo punto di vista, rimane insensibile alla fattispecie di consolidamento prevista dall'art. 39 del d.lgs. n. 385 del 1993, stante che la revocatoria finisce con l'attingere non (atomisticamente) l'ipoteca in sé, ma l'intero procedimento negoziale indiretto (leggibile in termini di collegamento) nel contesto del quale è coinvolto il mutuo su cui l'ipoteca si fonda"*.

4. Segue. B) La "precisazione" dell'orientamento corrente in caso di "rifinanziamento" del debitore

Dopo aver riassunto i termini dell'orientamento corrente ¹ la Suprema Corte precisa però, che, ai fini che interessano, va tenuta ben distinta un'operazione simile da quella volta al *"rifinanziamento"* del debitore.

A tale proposito, poi, la Cassazione adduce una serie di esempi di possibile *"rifinanziamento"* del debitore, tecnicamente discutibili (essendo assai diversi gli effetti della *"erogazione di nuova liquidità"*- da intendersi come sostegno finanziario *aggiuntivo* – da quelli della applicazione di *"nuove condizioni negoziali"*); e comunque incoerenti con la affermazione che tali esempi si farebbero preferire alla operazione che viene criticata (rappresentata dalla integrale destinazione della provvista mutuata alla estinzione di passività pregresse), perché anche in tale fattispecie è rinvenibile sempre quell'elemento delle *"rinnovate tempistiche di pagamento"*, che secondo la Cassazione sarebbero sufficienti ad integrare il presupposto del *"rifinanziamento"*. Non può essere messo in dubbio, infatti, che il

¹ Orientamento che viene contrapposto a quello, più risalente, *"secondo cui l'erogazione di un mutuo ipotecario non destinato a creare un'effettiva disponibilità nel mutuatario, già debitore in virtù di un rapporto obbligatorio non assistito da garanzia reale", integrerebbe "le fattispecie della simulazione del mutuo (con dissimulazione della concessione di una garanzia per un debito non garantito)"*.

rimborso decennale di una esposizione originata da un mutuo (fondiario) abbia un impatto finanziario assai diverso da quello prodotto dalla immediata esigibilità dell'intera esposizione originata da una apertura di credito in conto corrente, suscettibile di recesso *ad nutum* da parte della banca: donde la impossibilità di comprendere perché in tale operazione non possano essere riconosciuto quel fattore legato alle “*rinnovate tempistiche di pagamento*” che farebbero assumere all'operazione la funzione di “rifinanziamento” del debitore.

5. *L'emersione di un orientamento “evolutivo” nelle fattispecie di ricorso al mutuo (fondiario) come strumento di “ristrutturazione” dell'indebitamento dell'impresa*

La sentenza in commento prefigura il progressivo consolidamento² di un orientamento “evolutivo”, secondo il quale l'operazione rappresentata dalla erogazione di un mutuo (fondiario) finalizzata alle estinzione di passività pregresse non configurerebbe una “*operazione .. diretta ad estinguere con mezzi anormali la precedente obbligazione*” (con quello che si ritiene di poter conseguire sotto il profilo degli effetti – perversi - della sua assoggettabilità a revocatoria fallimentare)³, bensì il “*ricorso al credito come strumento di ristrutturazione del debito*”, in tal modo generando una “*condizione che in sé, involgendo ambiti di diffusa economia reale e meritevolezza causale ormai tipicizzata, non*

² La sentenza in commento riprende infatti pedissequamente la decisione pronunciata poche settimane prima dalla stessa Sezione Prima della Suprema Corte, in diversa composizione: Cass. civ., sez. I, 15 marzo 2016, n. 5087, la quale replicava, altrettanto pedissequamente, la precedente decisione di Cass. civ., sez. I, 29 febbraio 2016, n. 3955.

³ Gli effetti sono rappresentati, secondo l'orientamento della Suprema Corte (come puntualmente ribadito dalle già richiamate decisioni n. 5087/2016 e n. 3955/2016), dalla contemporanea assoggettabilità a revocatoria fallimentare *dell'ipoteca*, e dall'assoggettabilità a revocatoria pure della *rimessa* produttiva della estinzione della passività pregressa. In altri passi, peraltro, le decisioni richiamate alludono al carattere “anormale” della estinzione della passività pregressa tramite la erogazione del mutuo (fondiario), così prefigurando l'applicabilità dell'art. 67, co. 1, n. 2, l. fall. – ma con identici risultati economici: *il raddoppio della originaria esposizione* – quella pregressa, ricostituita dalla revoca dell'accreditamento della somma mutuata, e quella originata dal mutuo -, con collocazione *integralmente* chirografaria.

può assumere alcuna riprovevolezza ordinamentale, nemmeno sul piano concorsuale”.

Il presupposto di tale “mutazione” è però (sempre) rappresentato dalla pretesa che l’operazione di “*rifinanziamento*” comporti la concessione di “*nuova liquidità*” – che nella concezione della Suprema Corte è rappresentata da sostegno finanziario *aggiuntivo* – .

6. La inadeguatezza della “evoluzione” interpretativa prefigurata

La “evoluzione” dell’orientamento giurisprudenziale sin qui affermatosi in materia di individuazione della disciplina delle operazioni di “*ristrutturazione*” del debito (tramite la estinzione di passività pregresse immediatamente esigibili attraverso la erogazione di somme derivanti da mutui rimborsabili a medio e lungo termine), lascia insoddisfatti sotto diversi profili.

È insoddisfacente – come si dirà in appresso - l’analisi *finanziaria* che sta alla base del recente indirizzo, perché non coglie gli effetti ampiamente positivi della (semplice) “*ristrutturazione*” del debito, ritenendo che una condizione di squilibrio economico e finanziario possa essere affrontata soltanto con *l’aumento* dell’indebitamento (??) – e non anche soltanto con lo *riscadenziamento rateizzato* del debito a medio-lungo termine preesistente.

È insoddisfacente l’analisi *giuridica* in termini generali sottesa al nuovo indirizzo, laddove valorizza profili di “*meritevolezza*” dell’operazione di finanziamento comportante erogazione di “*nuova liquidità*”, totalmente estranei alla filosofia dell’azione revocatoria fallimentare.

È insoddisfacente – infine – l’analisi *giuridica* in termini particolari, riferiti alla disciplina specifica delle operazioni di credito fondiario, poiché dimentica che anche “*l’operazione diretta ad estinguere con mezzi normali la precedente obbligazione*” è sottratta all’azione revocatoria fallimentare, se rappresentata da un mutuo fondiario, dal momento che la revocatoria applicabile sarebbe quella disciplinata dall’art. 67, co. 1, l. fall., e che il mutuo fondiario è esonerato dalla applicazione di (tutto) “*questo articolo*” (cfr. art. 67, co. 4, l. fall.).

Per tali ragioni può essere di un qualche interesse il tentativo di fornire una chiave di lettura diversa della operazione funzionale alla “*ristrutturazione*” dell’indebitamento “a vista” mediante la sua

trasformazione in un indebitamento rimborsabile ratealmente nel medio o lungo termine (garantito da ipoteca fondiaria).

7. La disciplina della esenzione da revocatoria fallimentare dei finanziamenti fondiari nel “Testo Unico Bancario”

L’art. 39, co. 4, primo periodo, d. lgs. n. 385/1993 afferma che le ipoteche a garanzia “dei finanziamenti” non sono assoggettate a revocatoria fallimentare, quando siano iscritte dieci giorni prima della pubblicazione della sentenza dichiarativa di fallimento; e che (secondo periodo) l’art. 67 della legge fallimentare non si applica ai pagamenti effettuati dal debitore a fronte di “crediti fondiari”.

La disposizione è inequivocabilmente rivolta (e circoscritta) alle operazioni di *credito fondiario*: la definizione e descrizione delle quali è rinvenibile nell’art. 38 d.lgs. cit., che pone requisiti (oggettivi) esclusivamente connessi: 1) alla durata delle operazioni (“a medio e lungo termine”, cioè con durata superiore a 18 mesi); 2) alla presenza di garanzie ipotecarie su immobili (di determinate caratteristiche rispetto al grado di iscrizione, ed all’ammontare del credito garantito in rapporto al valore dei beni ipotecati od al costo delle opere da eseguire su di essi)⁴.

⁴ In epoca relativamente recente si è posta la questione se il mancato rispetto della percentuale (80%) del finanziamento fondiario rispetto al valore dell’immobile ipotecato o al costo delle opere da eseguire sullo stesso, stabilita con delibera della C.I.C.R. 22 aprile 1995 (v. *infra* nel testo), comporti la nullità del contratto.

Il tema, che fuoriesce dal perimetro del presente contributo, ha originato dapprima talune pronunce inclini a ritenere che il richiamato requisito costituisse un presupposto di validità del contratto di mutuo (Trib. Mantova, 29.9.2015, in *www.ilcaso.it* Giurisprudenza, n. 14414, secondo la quale “*Il limite di finanziabilità del contratto di mutuo fondiario di cui all’articolo 38, comma 2, TUB costituisce uno degli elementi essenziali che portano ad inquadrare il contratto nel tipo del mutuo fondiario, così che la violazione di detto limite comporta che il contratto non possa più ritenersi tale e sia, pertanto, affetto da nullità*”; ma vede ora prevalere l’orientamento favorevole a confermare la validità del contratto, se mai ponendone in discussione la natura “fondiaria”, e la conseguente inapplicabilità della disposizione speciale sul credito fondiario.

Secondo Trib. Vicenza, 5.10.2010, in *www.ilcaso.it* Giurisprudenza, documento 6176 “*E’ esclusa la natura fondiaria del credito di finanziamento che viene insinuato al passivo, per il mancato rispetto delle regole che governano tale tipo di credito, con particolare riferimento al superamento della percentuale che la legge pone come*

Risulta dunque definitivamente ed integralmente abbandonata ogni prospettiva di concepire le operazioni della specie come *mutui di scopo*. Ogni accenno alla necessità di rispettare specifiche *destinazioni* per l'utilizzo dei finanziamenti della specie è venuto meno: e nemmeno per il credito rivolto al comparto dell'attività edilizia si prevede più il necessario collegamento dell'operazione creditizia con iniziative di “costruzione, ricostruzione, riparazione, trasformazione, sopraelevazione e recupero di immobili”, alle quali ancora la legge 6 giugno 1991, n. 175, condizionava invece la effettuabilità di operazioni di credito edilizio.

La mancanza di qualsiasi vincolo di destinazione deve fare considerare come una conclusione obbligata quella che porta a definire come operazione di credito fondiario *qualsiasi operazione di credito ipotecario oltre il breve termine*, purché l'importo del credito concesso e il grado dell'ipoteca iscritta siano rispettosi dei limiti previsti dalle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia⁵.

Secondo la lettera della legge, costituiscono dunque operazioni di credito fondiario i “finanziamenti” (a medio/lungo termine; con garanzia ipotecaria di determinate caratteristiche) concessi da banche: ma non è precisato a quali forme tecniche di credito bancario la norma si intenda riferire con il termine generico “finanziamenti”.

Nel passato, tali forme tecniche erano positivamente precisate, salva la difficoltà di individuare i caratteri distintivi delle “anticipazioni” - art. 4, 1° co., lett. b); art. 9, 2° co., l. n. 175/1991 - rispetto ai “mutui” - art. 4, 1° co., lett. a); art. 9, 2° co., l. n. 175/1991-.

limite al finanziamento assistito da garanzia fondiaria, ed alla sostanziale non contestualità della garanzia, con la conseguenza che non opera la norma che prevede il consolidamento dell'ipoteca fondiaria in dieci giorni”.

⁵ BONFATTI, *La disciplina dei crediti speciali nel “testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”*, in *Giur. Comm.*, 1994, I, 1041 ss.; ID, *Le “esenzioni” dalla revocatoria. Le operazioni strumentali all'accesso alle procedure concorsuali minori o all'esecuzione delle stesse*, in *La riforma della legge fallimentare*, in BONFATTI-FALCONE (a cura di), *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 282, Milano, 2005; BOZZA, *Il credito fondiario nel T.U. bancario*, Padova, 1996, 14 ss.; BOATTO, in BONFATTI, *La disciplina dell'azione revocatoria*, Milano, 2005, 213 ss.; PATTI, *Revocabilità dell'uso distorto del credito fondiario*, in *Fall.*, 2006, 1, 77, nota critica a Trib. Napoli, 12 maggio 2005; MEOLI, *Vecchie e nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 209.

Oggi pare di potere affermare che tali vincoli non sussistono più: che possa rientrare nella nozione di “finanziamento” ogni operazione di credito, posta in essere da banche, caratterizzata dalla durata superiore al c.d. “breve termine”.

L’art. 38, co. 2, t.u.l.b. affida alle delibere del C.I.C.R. ed alle disposizioni della Banca d’Italia (diramate in esecuzione delle direttive stesse) i compiti di: (i) determinare l’ammontare massimo dei “finanziamenti”, in rapporto al valore dei beni ipotecati o al costo delle opere da eseguire sugli stessi; (ii) determinare le ipotesi in cui la presenza di precedenti iscrizioni ipotecarie non impedisce la concessione dei “finanziamenti”.

La disciplina regolamentare attualmente in vigore (cfr. Banca d’Italia, *Istruzioni di Vigilanza alle banche*, Titolo V, Cap. 1, Sez. II – provvedimento 26 giugno 1995, in G.U., 5 luglio 1995, n. 155, e successive modificazioni e integrazioni -) delinea: a) i “limiti di finanziabilità”; b) le “garanzie integrative” per l’innalzamento del limite di finanziabilità; c) i “finanziamenti integrativi”.

8. Il coordinamento delle discipline d’esenzione dalla revocatoria fallimentare delle operazioni di credito fondiario

L’adozione di un approccio di carattere oggettivo, per il riconoscimento della esenzione dall’azione revocatoria per le operazioni di credito fondiario, anche da parte del nuovo art. 67 l. fall. propone in termini nuovi il tema del necessario coordinamento tra la norma di esenzione dettata in sede fallimentare e quella prevista nell’ambito della disciplina del credito fondiario nel “Testo Unico” bancario.

E’ evidente, anzitutto, che le fattispecie interessate dalla “esenzione” prevista dall’art. 39 d.lgs. n. 385/1993 (le ipoteche iscritte oltre dieci giorni prima del deposito della sentenza di fallimento, e i pagamenti di debiti fondiari) sono ricomprese ed assorbite dalla più ampia esenzione disposta dal nuovo art. 67, co. 4, l. fall., che come tale avrebbe l’attitudine a sottrarre all’azione revocatoria – ad esempio – *anche le ipoteche iscritte entro il termine di dieci giorni anteriori al fallimento.*

Stante il carattere puntuale della nuova norma – che disciplina precisamente (anche) le operazioni di credito fondiario propriamente detto -, è difficile attribuire all’art. 39, co. 4, d. lgs. cit., un carattere di

specialità tale da sottrarlo alla conseguenza della *abrogazione implicita*, per “assorbimento” in altra disposizione normativa successiva (cfr. art. 15, ultima parte, disp. prel. al codice civile): onde è da ritenere che d’ora innanzi la disposizione del “Testo Unico” bancario sia da considerarsi come non scritta, e sostituita dal nuovo principio fissato dall’art. 67, co. 4, l.fall.

La portata della “esenzione” oggi affermata, per le “operazioni di credito fondiario”, dell’art. 67, co. 4, l. fall. è peraltro più ampia di quella già assicurata ai “finanziamenti fondiari” dall’art. 39, co. 4, d.lgs. n. 385/1993: ed occorre accertare quanto ne risulti estesa l’area di “protezione”.

Si è già detto che le ipoteche cc. dd. fondiarie risulteranno irrevocabili anche se iscritte entro l’esiguo termine di dieci giorni anteriori al fallimento. Secondo alcuni commentatori, peraltro, la dichiarata inapplicabilità “di questo articolo” (67 l.fall.)⁶ alle operazioni di credito fondiario consentirebbe di ritenere sottratte all’azione revocatoria fallimentare anche garanzie *diverse* dall’ipoteca dalle quali fossero assistiti i finanziamenti fondiari, come ad es. le garanzie pignoratorie⁷.

La conclusione non appare tuttavia condivisibile. L’esenzione in commento riguarda le operazioni di credito fondiario (*i.e.* i finanziamenti fondiari *ex art. 38 d. lgs. n. 385/1993*) *in quanto tali*, per le caratteristiche che le distinguono dagli altri finanziamenti – e segnatamente dai mutui ipotecari non fondiari -. Per tali ragioni, potranno essere considerate sottratte all’azione revocatoria, in linea di principio, le sole garanzie caratteristiche del finanziamento fondiario: le ipoteche (contestuali)⁸, principalmente, *benché non esclusivamente*. Dovrebbero essere considerate assumibili nell’area di “esenzione”, infatti, anche quelle figure di garanzia che, benché diverse dall’ipoteca, abbiano tuttavia contribuito a fare assumere all’operazione creditizia il

⁶ Vale, per l’infelice espressione utilizzata dal legislatore, quanto già osservato a proposito della “esenzione” dettata per l’Istituto di emissione: la dichiarata sottrazione all’art. 67 l. fall. non esclude in realtà la applicabilità dell’art.67, co. 3. l. fall., per quanto di ragione.

⁷ TARZIA, *Le esenzioni (vecchie nuove) dalla revocatoria fallimentare nella recente riforma*, in *Fall.*, 2005, 831.

⁸ Trib. Napoli, 12 maggio 2005, in *Fall.*, 2006, 72, con nota critica di PATTI; Cfr. in argomento BOATTO, *op. cit.*, 242

carattere di finanziamento fondiario, *come accade per le cc. dd. “garanzie integrative”*, che in base alla legislazione regolamentare di settore consentono di qualificare come “fondiari” anche finanziamenti eccedenti la percentuale cauzionale dell’80% del valore dell’immobile ipotecato (o delle opere da costruire)⁹.

Ma la nuova formulazione della “esenzione” getta una luce inedita anche sulla portata delle esenzioni “classiche” dei pagamenti (delle rate) dei finanziamenti fondiari e delle ipoteche fondiarie.

Quanto ai pagamenti (di rate) del finanziamento fondiario, è innanzitutto lecito domandarsi se la “esenzione” valga solamente per i pagamenti effettuati con danaro o con altri mezzi “normali” di pagamento, oppure debba ritenersi estesa – come pare inevitabile¹⁰ – anche ai pagamenti effettuati con mezzi “anormali”, pur sempre rientranti nell’ambito di applicazione (art. 67 l. fall.) della “esenzione”.

In secondo luogo, occorre domandarsi se siano suscettibili di essere sottratti all’azione revocatoria fallimentare *i pagamenti costituenti estinzione anticipata del finanziamento fondiario*.

Sulla carta la risposta è semplice, dovendosi propendere per l’affermativa, qualora la scadenza del finanziamento avrebbe comunque preceduto la data della sentenza di fallimento (ricadendo l’ipotesi entro l’ambito di applicazione dell’art. 67 l. fall., dal quale i pagamenti di crediti fondiari sono esonerati); e dovendosi invece privilegiare la risposta negativa, qualora la scadenza del finanziamento fondiario (*o di parte di esso*) sarebbe stata successiva alla data della sentenza dichiarativa (ricadendo il pagamento *delle rate successive* a tale termine entro l’ambito di applicazione dell’art. 65 l. fall., dal quale neppure i pagamenti di crediti fondiari sono esonerati). In fatto, la risposta è resa più complessa dalla necessaria considerazione dell’orientamento giurisprudenziale¹¹, dal quale si deve totalmente dissentire¹², secondo cui l’art. 65 l. fall. risulterebbe applicabile anche

⁹ V. *supra*, nel testo.

¹⁰ MEOLI, *Vecchie e nuove esenzioni*, cit., 211.

¹¹ Cass. civ., 5 aprile 2002, n. 4842, in *Fall.*, 2002, 1322. In argomento cfr. anche MEOLI, *op. cit.*

Cfr. CECCHERINI, *Le esenzioni dalla revocatoria fallimentare*, in *Fall.*, 1991, 991.

¹² L’orientamento della suindicata giurisprudenza di legittimità non è stato condiviso da Trib. Milano, 17 maggio 2004, in *Corr. giur.*, 2004, 951 ss., con nota di

ai pagamenti “anticipati” rispetto alla scadenza *originaria* del credito (se collocata successivamente alla sentenza di fallimento), *quantunque l’obbligazione soddisfatta fosse giunta a scadenza prima della sentenza dichiarativa per risoluzione del contratto, o per decadenza del debitore inadempiente dal beneficio del termine.*

Sempre in tema di pagamenti di crediti fondiari, è da osservare che mentre l’art. 39, co. 4, d. lgs. n. 385/1993 riferisce l’esenzione ai pagamenti “*effettuati dal debitore*”, l’art. 67, co. 4, l. fall. nulla precisa a tale proposito: onde risulteranno esonerati da revocatoria *anche i pagamenti dei terzi*, ogniquale volta non si ritengano inesistenti i presupposti per assegnare loro la natura di atto a titolo gratuito (come tale rientrante nell’ambito di applicazione dell’art. 64 l. fall., dalla quale i pagamenti di crediti fondiari non sono esonerati)¹³.

Per converso, non v’è ragione di ipotizzare la assoggettabilità a revocatoria fallimentare delle “*ipoteche dei terzi*”, iscritte a garanzia del rimborso di un finanziamento fondiario. Non è condivisibile l’opinione¹⁴, secondo la quale l’ipoteca fondiaria dovrebbe essere costituita su immobile dello stesso mutuatario. E’ condivisibile, invece, come detto, l’opinione secondo la quale essa è qualificabile tale, solo in quanto concessa *contestualmente* al finanziamento garantito: donde la sicura irrevocabilità delle “*ipoteche dei terzi*” (sempre intese come le ipoteche per debiti altrui), per necessaria appartenenza all’ambito di applicazione “*protetto*” dell’art. 67 l. fall., alla luce della presunzione legale di onerosità degli atti costitutivi di prelazione per debiti contestualmente creati “*anche di terzi*”¹⁵.

COLESANTI, *Ancora in tema di revocatoria e clausola di liberazione anticipata*; e, in dottrina, da COLESANTI, *op cit.*

¹³ Sulla disciplina revocatoria dei cc. dd. “pagamenti del terzo”, v., BONFATTI, sub art. 67, commi 1 e 2, in JORIO-FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2006, 945 ss .

¹⁴ MEOLI, *Vecchie e nuove esenzioni ecc.*, cit., nota 15.

¹⁵ *Supra*, nel testo. Alla luce delle osservazioni formulate nel testo non risulta pertanto completamente condivisibile l’opinione di DE CRESCIENZO e PANZANI, *Il nuovo diritto fallimentare*, Milano, 2005, 90, secondo i quali “l’art. 67, quarto comma, conferma soltanto la disciplina preesistente [delle operazioni di credito fondiario]”.

9. *Esenzione dall'azione revocatoria delle operazioni di credito fondiario e "ristrutturazione" di esposizioni bancarie pregresse*

La più ampia portata della nuova fattispecie di "esenzione" pare destinata ad arricchire di elementi di valutazione lo spinoso problema costituito dalla sorte revocatoria dei finanziamenti fondiari erogati per la "ristrutturazione" di esposizioni pregresse. L'operazione in forza della quale una banca concede credito all'impresa, nella forma del finanziamento fondiario, perché questa estingua i debiti già in essere verso la stessa banca (o, più raramente, verso terzi), è oggi intesa dalla giurisprudenza come il risultato di una attività complessa, tesa a conseguire la estinzione di passività pregresse, e come tale – stante il carattere non ricorrente, o comunque non quotidiano, dell'operazione – suscettibile di essere assoggettata alla disciplina revocatoria dettata per gli atti di carattere solutorio posti in essere con mezzi anormali: dunque alla disciplina dettata dall'art. 67, 1° co., n. 2, l.f.

Trattasi peraltro di una disposizione che fa innegabilmente parte di "questo articolo" (l'art. 67, per l'appunto), alla cui applicazione le operazioni di credito fondiario dovrebbero risultare (altrettanto innegabilmente) sottratte.

Il problema della "esenzione" da revocatoria delle operazioni di "consolidamento" bancario è dunque destinato a riproporsi all'attenzione degli interpreti, anche alla luce di un certo disagio dimostrato dalla giurisprudenza di merito di fronte alle ondivaghe affermazioni di principio della Corte di Cassazione.

Da tempo, infatti¹⁶, si sono segnalate le contraddizioni nelle quali le decisioni della Suprema Corte sono incorse, nel tentativo di motivare la tesi dell'assoggettabilità all'azione revocatoria fallimentare delle operazioni di credito fondiario destinate alla ristrutturazione di esposizioni bancarie pregresse, per le quali si sono di volta in volta invocate le figure della simulazione; del contratto in frode alla legge; del negozio indiretto; eccetera.

A tali decisioni è stata contrapposta l'affermazione secondo la quale il finanziamento fondiario "destinato" all'estinzione di passività (bancarie) pregresse rientrerebbe nella figura del c.d. "mutuo di scopo", inteso come "il contratto atipico (di finanziamento) in cui la banca si è

¹⁶ Trib. Napoli, 12 maggio 2005, cit.

impegnata a prestare denaro al [mutuatario] per il perseguimento di una specifica finalità, corrispondente anche ad un suo interesse ed espressamente inserita nel sinallagma contrattuale”, concludendosi che “deve escludersi che si controverta in giudizio di un negozio indiretto”¹⁷.

La dottrina ha commentato criticamente questa presa di posizione¹⁸, condividendo bensì le conclusioni secondo le quali l’operazione di “consolidamento” di una esposizione (bancaria) pregressa attraverso l’utilizzo delle somme erogate tramite un finanziamento fondiario “*non è simulata*” e “*neppure nulla*”, né per contrarietà a norme imperative, né per frode alla legge; ma affermando che essa costituisce una ipotesi di *novazione*, come tale rappresentante un modo di estinzione dell’obbligazione (diverso dall’adempimento, ed in particolare) “*non effettuata con ... mezzi normali di pagamento*”. Di qui la conferma della soggezione dell’operazione di “consolidamento” alla revocatoria prevista dall’art. 67, co. 1, n. 2) l.fall.

La questione peraltro pare ancora lontana dal potere assestarsi su esiti consolidati, continuando a registrare precedenti contraddittori.

In termini generali può dirsi ormai consolidato il principio secondo il quale l’erogazione di un mutuo ipotecario non destinato a creare disponibilità per il mutuatario, debitore in virtù di altro rapporto, non integra l’ipotesi della simulazione del mutuo, né novazione del debito preesistente, ma un procedimento negoziale indiretto, nell’ambito del quale il mutuo ipotecario viene erogato ed utilizzato per l’estinzione del precedente debito chirografario¹⁹.

Ciò che trattava è ancora oggetto di discussione è rappresentato dalla qualificazione dell’operazione di finanziamento *de qua* ai fini della individuazione della disciplina fallimentare applicabile.

Sembra prevalere la tesi favorevole a consentire senz’altro la revocabilità dell’ipoteca (anche “fondiaria”, a questo punto, senza peraltro che risulti approfondita la ragione della mancata applicazione della “esenzione” di cui all’art. 67, comma 4, l.fall.) costituita a favore del mutuo erogato per la estinzione del debito pregresso, *anche in sede*

¹⁷ Trib. Napoli, 12 maggio 2005, cit.

¹⁸ PATTI, *Revocabilità dell’uso distorto del credito fondiario*, cit., 75 ss.

¹⁹ Cass. n. 3955/2016, cit.; Cass. n. 5087/2016, cit.; Trib. Ravenna, 21 gennaio 2014, in www.ilcaso.it_Giurisprudenza, n. 9971; Trib. S. Maria Capua Vetere, 29 ottobre 2013, in www.dirittobancario.it_Giurisprudenza.

di insinuazione al passivo del credito residuo (da collocarsi quindi in chirografo)²⁰. E continua ad essere sostenuta anche la tesi (espressiva di una “doppia revocatoria”) della revocabilità anche del pagamento conseguito dalla Banca attraverso l’utilizzo della somma mutuata ad estinzione del debito pregresso, oltre tutto *sub specie* di pagamento effettuato con mezzi anormali²¹.

Tale conclusione non può peraltro essere condivisa, sia per ragioni “logiche”, sia per ragioni più precisamente giuridiche.

Sotto il primo profilo va denunciato l’evidente errore concettuale nel quale incorre l’analisi del fenomeno economico *dichiaratamente* sottesa alla conclusione criticata (nonché al riferito orientamento giurisprudenziale della Corte di Cassazione), laddove perviene ad affermare che il “vizio” rappresentato dall’operazione di “consolidamento” sarebbe costituito dalla circostanza che essa consisterebbe, testualmente, “*nell’erogazione di un finanziamento fondiario, non più, come fisiologico, per la costituzione di una provvista effettivamente nuova al sovvenuto, debitamente garantita come detto, ma per la sua (ab origine deliberata) destinazione al consolidamento (nel senso della trasformazione, con l’acquisizione di una nuova garanzia) a medio e lungo termine di passività a breve, prive di ogni garanzia ed in tal modo ripianate*”²².

²⁰ Cass. n. 3955/2016, cit.; Cass. n. 5087/2016, cit.

²¹ Trib. Milano, 2 settembre 2014, n. 10676, in www.ilcaso.it, che nel dispositivo espressamente dispone: “*dichiara inefficace il pagamento di € e condanna la Banca a restituire detto importo al Fallimento; dichiara inefficace l’atto di costituzione delle seguenti garanzie accessorie al contratto di finanziamento ipotecario 6 febbraio 2009, Rep. n.*”. Secondo Cass. n. 3955/2016, cit., «*È revocabile, ai sensi dell’articolo 67, primo comma, n. 2, l.fall., e in ogni caso ex articolo 67, secondo comma, la rimessa conseguente alla concessione di un mutuo garantito da ipoteca destinato a ripianare uno scoperto di conto, laddove il mutuo ipotecario e il successivo impiego della somma siano inquadrabili nel contesto di un’operazione unitaria il cui fine ultimo è quello di azzerare la preesistente obbligazione; la garanzia ipotecaria non è espressione di autotutela preventiva del creditore, in quanto costituita per un credito preesistente, in tutti i casi in cui il mutuatario non abbia ad acquisire contestualmente nuova disponibilità finanziaria, essendo in tal caso la garanzia associata a un rischio di credito già in atto*».

²² PATTI, *op. loc. ultt. citt.* Analoga obiezione deve essere mossa alle osservazioni di MEOLI, *Vecchie e nuove esenzioni ecc.*, cit., 213, secondo il quale “*la precisazione della Corte [di Cassazione] consente di dedurre una funzione tipica (e dunque nella causa) del mutuo fondiario, l’apporto di nuova, effettiva finanza ..*”: come se

Il grave equivoco che si deve denunciare sta in ciò: credere che la situazione nella quale il finanziamento fondiario procuri all'imprenditore la c.d. "nuova provvista" sia diversa da quella nella quale il finanziamento fondiario sia destinato all'estinzione di passività (bancarie) pregresse, mentre nessuna differenza di rilievo è dato di cogliere nelle due situazioni descritte.

Si dovrà ammettere – si auspica – che anche nella prima ipotesi la "nuova provvista" sia destinata ad adempiere delle obbligazioni: verso fornitori, o verso dipendenti, o verso professionisti, o verso altri creditori dell'impresa. Si dovrà altresì ammettere che l'utilizzo di un nuovo finanziamento a medio/lungo termine per il pagamento di esposizioni a breve termine – nei confronti dei menzionati fornitori, dipendenti, professionisti o "altri" – sia un atto di gestione totalmente condivisibile, e comunque ricompreso nell'ambito dei poteri funzionali all'esercizio dell'attività d'impresa da parte dell'imprenditore. In tale contesto, non si comprende quale sia la differenza tra la situazione nella quale il finanziamento fondiario venga utilizzato per estinguere passività pregresse verso fornitori; nella quale venga utilizzata per estinguere passività pregresse verso *una distinta azienda di credito* che abbia interrotto le relazioni di finanziamento con l'imprenditore; oppure – infine – per estinguere le passività pregresse presentate verso lo stesso Istituto di credito che eroga il finanziamento fondiario. Neppure nelle prime due ipotesi si verifica la fantomatica immissione di una "provvista effettivamente nuova" nell'impresa, e tuttavia nessuna revocatoria in danno dell'istituto erogatore del finanziamento fondiario sarebbe qui – è da auspicare! – neppure lontanamente concepibile (dovendosi invece *giustamente* valutare l'assoggettabilità a revoca dei *pagamenti* ricevuti dai fornitori, o dagli altri creditori soddisfatti).

All'equilibrio finanziario dell'impresa è totalmente indifferente *il profilo soggettivo* delle passività estinte, esclusivamente rilevando, se mai, se trattasi di passività a breve termine od a medio/lungo termine; e di passività produttive di oneri finanziari significativi, oppure trascurabili: ed è evidente a tutti che la scelta di destinare la "provvista"

l'estinzione di passività non apportasse all'impresa corrispondenti mezzi finanziari! (*infra*, nel testo). La Corte di Cassazione, peraltro, continua ad insistere su questo registro: *in terminis*, Cass., 1° ottobre 2007, n. 20622, in *Dir.fall.*, 2009, II, 181.

alla estinzione di debiti a breve termine presentati verso una banca, rappresenta la meno “anomala” delle operazioni!

Per dirla con altre parole. La giurisprudenza e la dottrina criticata, consapevoli della totale libertà di “destinazione” delle somme derivanti dalla erogazione di un finanziamento fondiario²³, nulla avrebbero da ridire sulla inevitabile sottrazione a revocatoria fallimentare dell’operazione di credito fondiario utilizzata dall’imprenditore per acquistare un “motoscafo aziendale”; ma se l’operazione di credito fondiario è servita per pagare dei debiti (effettivamente) aziendali, allora essa dovrebbe configurarsi – questa sì! – come una operazione “anomala”, se le passività estinte risultavano in capo alla stessa banca finanziatrice.

Ed è su questo punto che si innesta la riflessione più precisamente giuridica.

L’operazione di “consolidamento” fondiario sarebbe revocabile alla stregua dell’art. 67, co. 1, n. 2) l.fall.; le “operazioni di credito fondiario” sono sottratte (a “questo articolo”, e cioè) all’art. 67 l.fall.; come si possa affermare che una operazione sottratta a *tutto* l’art. 67 sia contemporaneamente soggetta all’art. 67, 1° co., n. 2), è francamente difficile da comprendere.

E lo stesso è a dirsi per l’ipotesi che si ritenga di qualificare l’operazione in discussione come funzionale a conseguire una garanzia (l’ipoteca) a tutela di un credito pregresso (quello già soddisfatto con la provvista derivante dall’erogazione del mutuo), puntando lo sguardo sulla circostanza che il debito verso la banca rimane, ma in luogo di avere natura chirografaria, presenta ora natura ipotecaria²⁴. Anche l’atto di costituzione di garanzia per debito pregresso (scaduto o non scaduto) risulterebbe revocabile ai sensi di “*questo articolo*” 67 l.fall., dunque

²³ Da ultimo PATTI, *op.cit.*, 77; v. *supra*, nel testo.

²⁴ A tal proposito, v. Trib. Ravenna, 21 gennaio 2014, cit., perviene alla esclusione della illiceità della causa sottesa al mutuo fondiario erogato per l’estinzione di passività pregresse, osservando che “*il finanziamento si realizza in tal caso nella forma del dilazionamento di un debito altrimenti immediatamente esigibile*”. Secondo Trib. Vicenza, 5 ottobre 2010, “[i]l mutuo, con contestuale effettiva concessione di ipoteca, utilizzato per estinguere una passività preesistente (eventualmente mediante giroconto), è un negozio indiretto che ha per scopo ulteriore non l’estinzione della passività preesistente (sarebbe un pagamento anomalo), ma la sua trasformazione in un credito privilegiato, esclusa la simulazione, trattandosi di operazioni effettivamente volute dalle parti”.

ricompreso nel perimetro della “*esenzione*” disposta dall’ultimo comma della stessa norma.

La dottrina che si fa carico di dare una risposta al quesito²⁵ afferma che *le operazioni di “uso improprio” del credito fondiario²⁶ paiono, a tutta prima, revocabili, nulla essendo variato nel testo del primo comma. n. 2 [legge fallimentare] ... se non la durata del periodo sospetto, dimidiata*”: non avvedendosi che quel che rileva è piuttosto il cambiamento registrato dal *quarto* comma, che, dichiarando l’inapplicabilità alle “operazioni di credito fondiario” delle disposizioni “di questo articolo”, impedisce l’invocabilità (anche) del numero 2) del primo comma, fin quando non venga negata [ma non si vede con quali argomenti; né è questo l’approccio riservato al problema] la natura di “finanziamento fondiario” all’operazione creditizia in discussione.

Si segnala infine come la giurisprudenza stia avvertendo la contraddittorietà della tesi sostenuta nella materia in discussione con la filosofia delle più recenti disposizioni della legge fallimentare volte ad *incoraggiare* la erogazione di “nuova finanza” – nell’ambito delle procedure di composizione negoziata delle crisi d’impresa: concordato preventivo ed Accordo di ristrutturazione *ex art. 82-bis l.fall. -*, anche rivolta alla *ristrutturazione dell’indebitamento bancario pregresso*. A tale proposito la Cassazione²⁷ sembrerebbe disponibile a rivedere l’orientamento rigoroso di cui si è riferito, alla condizione che almeno parte della “nuova finanza” sia messa nella “disponibilità” dell’impresa, e non interamente destinata all’estinzione di passività pregresse²⁸. È evidente peraltro che trattasi di argomento privo di

²⁵ PATTI, *Revocabilità dell’uso distorto ecc.*, cit., 80.

²⁶ L’uso rappresentato dal ripianamento di esposizioni bancarie pregresse dell’impresa sarebbe più “improprio”, dunque, della destinazione del finanziamento fondiario all’acquisto del “motoscafo aziendale”

²⁷ Cass. n. 3955/2016, cit.; Cass. n. 5087/2016, cit.

²⁸ Le decisioni citate alla nota precedente affermano che l’operazione di erogazione di finanziamento (fondiario) per l’estinzione di passività pregresse, (i) vada tenuta distinta da quella volta al rifinanziamento del debitore, tipico delle nuove soluzioni concordate della crisi: «*Il ricorso al credito come strumento di ristrutturazione del debito - cui del resto si rivolge l’attuale normativa a mezzo degli attuali articoli 182 bis e 182 quater Lf - consente di rinegoziare i finanziamenti bancari anche nei riguardi dei debiti scaduti. E di simile condizione va preso atto. Ma l’elemento caratteristico di siffatto tipo di ricorso al credito è che segua effettivamente, poi, l’erogazione di nuova liquidità da parte della banca, funzionale*

rilievo, poiché la presenza di passività pregresse non fronteggiate dall'impresa se non con il ricorso "nuova finanza", non implica necessariamente la compresenza di una crisi (anche) di liquidità.

10. *La nozione di "finanziamento" nella disciplina della esenzione da revocatoria delle operazioni di credito fondiario*

La nuova disciplina dei "fallimenti immobiliari" (d.lg. n. 122/2005), come detto, si propone di apportare una speciale tutela ai crediti che gli acquirenti degli "immobili da costruire" vantano nei confronti dei "costruttori", fino alla esecuzione del contratto definitivo di vendita.

Sono questi, per lo più, i crediti derivanti da *anticipazioni sul prezzo* ("acconti"), che l'acquirente eroga al costruttore, e che rappresentano per costui la fonte alternativa di finanziamento rispetto all'accesso al credito bancario.

Tali operazioni devono oggi essere obbligatoriamente accompagnate dalla prestazione di una *fideiussione bancaria* (o equivalente) in favore

all'azzeramento della preesistente situazione debitoria, tutelando la banca mediante un'ipoteca, configurabile come garanzia non contestuale, ma a rimodulare, per il tramite di nuove condizioni negoziali o rinnovate tempistiche dei pagamenti, l'assetto complessivo del debito nel contesto di una nuova veste giuridico-economica degli anteriori rapporti». Per cui deve distinguersi l'ipotesi in cui la banca eroghi effettivamente nuova liquidità al debitore, munendolo di nuove risorse suscettibili di rifinanziarlo, da quella in cui la banca - con la concessione del mutuo ipotecario - non pone l'importo nella materiale disponibilità del correntista, ma esso viene solo formalmente erogato e prontamente restituito con la finalità «di ripianare la scopertura esistente sul conto corrente» (Cass., n. 3955/2016); e (ii) debba essere tenuta distinta da quelle volte al rifinanziamento del debitore: "Il ricorso al credito come strumento di ristrutturazione del debito a mezzo degli istituti di cui agli articoli 182 bis, 182 quater, 182 quinquies Lf consente di rinegoziare i finanziamenti bancari anche nei riguardi di debiti scaduti, condizione che non può assumere alcuna riprovevolezza ordinamentale, nemmeno sul piano concorsuale». Ma, precisa, "questo tipo di ricorso al credito consiste in un'operazione di effettiva erogazione di liquidità, funzionale non solo all'azzeramento e/o alla consistente diminuzione della esposizione debitoria preesistente verso la banca stessa, ma alla rimodulazione - relativamente ai tassi di interesse o ai tempi di pagamento - dell'assetto complessivo del debito. E qui sta il discrimine tra le nuove operazioni consentite e quelle analoghe all'oggetto del giudizio: nelle prime la banca eroga effettivamente nuova liquidità al debitore nell'ambito di un'operazione volta non solo ad estinguere il debito preesistente e a garantire la banca con l'ipoteca, ma anche ad assicurare al debitore ulteriori disponibilità"(Cass., n. 5087/2016).

dell'acquirente, a garanzia dell'eventuale obbligo di rimborso degli acconti versati al costruttore (particolarmente nell'ipotesi di assoggettamento dello stesso al fallimento): e questa nuova forma di coinvolgimento delle imprese bancarie nelle operazioni di acquisto immobiliare induce a prestare nuova attenzione a quel profilo della disciplina della esenzione da revocatoria delle "operazioni di credito fondiario", rappresentato dalla corretta individuazione della nozione di "finanziamento fondiario".

È evidente che in ipotesi di *intervento finanziario diretto* della banca (con la erogazione di un finanziamento al costruttore), sarà naturale ipotizzare la costituzione in favore dell'istituto di credito di una ipoteca – né è di ostacolo la circostanza che si tratti di "immobili (ancora) da costruire", sia per la iscrivibilità dell'ipoteca sul terreno edificabile; sia per la specifica previsione dell'art. 38, 2° co., d.lg. n. 385/1993, che allude espressamente ad "opere (ancora) da eseguire" -: con la conseguenza che qualora il finanziamento ipotecario sia rispettoso dei requisiti previsti dalle disposizioni di settore, risulterà applicabile alla operazione creditizia il beneficio della esenzione dall'azione revocatoria, come previsto oggi dall'art. 67, 4° co., l.fall.

È peraltro possibile che la banca ponga in essere *un intervento finanziario indiretto*, prestando su richiesta del costruttore la fideiussione bancaria in favore dell'acquirente, che rende possibile l'ottenimento da parte dell'impresa edile degli acconti destinati a finanziarne la attività: ed in tal caso non si comprende come la banca, che avrebbe posto come condizione del finanziamento fondiario *diretto* la costituzione di una garanzia ipotecaria, possa rinunciare a ciò per la sola circostanza che il suo intervento assuma la forma di un finanziamento *indiretto*. Non è di ostacolo a soddisfare tale esigenza la costituibilità di una garanzia reale per l'adempimento di un credito *eventuale* conseguente alla possibile escussione di una fideiussione prestata in favore di terzi, che è perfettamente concepibile (cfr. art. 2852 c.c.): costituisce (o costituirebbe) un ostacolo, invece, *l'esclusione del contratto di fideiussione (bancaria) da quella nozione di "finanziamento" fondiario*, che sta alla base della disciplina di favore dettata in materia di esercizio del credito fondiario. Dalla nuova disciplina dei "fallimenti immobiliari" viene dunque un nuovo stimolo a valutare con favore l'ipotesi di considerare estendibile la nozione di "finanziamento" (bancario) a qualsiasi operazione creditizia (bancaria),

indipendentemente dalla forma tecnica adottata nel singolo caso di specie, purché rispettoso delle condizioni poste dalla disciplina di settore (prima tra le quali la previsione di una scadenza eccedente il breve termine)²⁹.

²⁹ BONFATTI, *La disciplina dei crediti speciali ecc.*, cit.; ID, *Le “esenzioni” dalla revocatoria ecc.*, cit.

Le polizze *claims made* al vaglio delle Sezioni Unite: osservazioni «a margine»

SOMMARIO: 1. La pronuncia - 2. Le polizze *on claims made basis*: introduzione alla fattispecie - 3. La clausola *claims made* e la presunta nullità per contrarietà al disposto dell'art. 2965 c.c. - 4. La compatibilità della *claims made* con garanzia pregressa con l'art. 1895 c.c. - 5. La vessatorietà della clausola - 6. L'asserita atipicità della clausola e il sindacato sulla meritevolezza degli interessi.

1. La pronuncia

La Suprema Corte, nella sua più autorevole composizione, si è finalmente pronunciata, con la sentenza 6 maggio 2016, n. 9140, in merito alla *natura giuridica* e all'*ammissibilità* delle garanzie assicurative *on claims made basis* («a richiesta fatta») nell'ordinamento italiano. Si tratta di un arresto quanto mai atteso, considerati i contrasti tra (e nei) formanti dottrinale e giurisprudenziale.

La controversia che ha occasionato l'intervento della Corte concerne una polizza contro la responsabilità civile stipulata dalla Provincia Religiosa di S. Pietro dell'Ordine Ospedaliero di S. Giovanni di Dio Fatebenefratelli con alcune compagnie assicurative. L'Ente, condannato al risarcimento dei danni subiti da un paziente, a seguito di un imperito intervento condotto da alcuni professionisti della struttura, ottiene in prime cure manleva da responsabilità chiamando in garanzia i propri assicuratori. Questi ultimi appellano la decisione, con successo: il sinistro è avvenuto in un'epoca sottratta all'operatività della polizza fissata con la clausola di delimitazione temporale del rischio. Che non deve essere approvata specificamente per iscritto, non rientrando tra le fattispecie tassativamente previste dall'art. 1341 c.c. L'Ente ricorre, quindi, in Cassazione.

Il Primo Presidente, ritenuto che la controversia presentasse «una questione di massima di particolare importanza», ne dispone l'assegnazione alla Sezioni Unite. Il *dictum* del Supremo Collegio, riconosciuta la non vessatorietà della clausola *claims made*, non ne esclude la nullità, là dove il giudizio di meritevolezza degli interessi *in concreto* perseguiti sia negativo.

2. Le polizze on claims made basis: introduzione alla fattispecie

Preliminarmente ad una rapida rassegna dei principali snodi critici della pronuncia in oggetto, è d'uopo sunteggiare i tratti peculiari delle polizze conformate secondo il modello *claims made*¹.

La configurazione originaria del contratto di assicurazione r.c. con clausola *claims made*, prevede, nella sua formulazione cd. *pura*, la copertura delle richieste risarcitorie avanzate nei confronti dell'assicurato-danneggiante durante la vigenza della polizza, a prescindere dal momento di verificazione del sinistro e/o delle conseguenze dannose ad esso riconducibili².

¹ La bibliografia, sul punto, è ormai vasta. Senza alcuna pretesa di esaustività, si segnalano, tra gli altri, A.D. CANDIAN, *Responsabilità civile e assicurazione*, Milano, 1993, pp. 290 ss.; A. MONTI, *In tema di licità della clausola claims made nel contratto di assicurazione della responsabilità civile*, in *Dir. econ. ass.*, 2005, p. 746 ss.; D. DE STROBEL, *La vicenda del «claims made»*, in *Dir. econ. ass.*, 2006, p. 531 ss.; A. BOGLIONE, *Le clause loss occurrence e claims made nell'assicurazione di responsabilità civile (R.C.)*, in *Ass.*, 2009, p. 469 ss.; S. VERNIZZI, *Il rischio putativo*, Milano, 2010, p. 209 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *La clausola "claims made". Rischio e sinistro nell'assicurazione r.c.*, in *Ass.*, 2010, p. 3 ss.; P. GAGGERO, *Validità ed efficacia dell'assicurazione della responsabilità civile claims made*, in *Contr. impr.*, 2010, p. 401 ss.; F.D. MAGNI, *La clausola claims made tra atipicità del contratto, inesistenza del rischio e limitazione di responsabilità*, in *Giur. it.*, 2011, p. 834 ss.; M. GAZZARA, *Il difficile rapporto tra clausola claims made e assicurazione obbligatoria della responsabilità professionale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, p. 1216 ss.; S. MONTICELLI, *La clausola claims made tra abuso del diritto ed immeritevolezza*, in *Danno resp.*, 2013, p. 701 ss.; N. DE LUCA, *Act committed, loss occurrence e claims made nelle assicurazioni dei rischi professionali. Anche la Cassazione è giudice monocratico?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, p. 721 ss.

² G. KROLL, *The "Claims Made" Dilemma in Professional Liability Insurance*, (1974-75) 22 UCLA L. Rev. 925, 925-926: «A "claims made" policy is one whereby the carrier agrees to assume liability for any errors, including those made prior to the inception of the policy, as long as a claim is made within the policy period». Per un riscontro giurisprudenziale, v. *Samuel N. Zarpas, Inc. v. Morrow*, 215 F. Supp 887 (DC NJ 1963), 888: «In a discovery policy the coverage is effective if the negligent or omitted act is discovered and brought to the attention of the insurance company during the period of the policy, no matter when the act occurred», nonché *Brander v. Nabors*, 443 F. Supp. 764 (N.D.Miss.), 767: «Basically, the "claims made" policy would provide unlimited retroactive coverage and no prospective coverage at all, while the "occurrence" policy would provide unlimited prospective coverage and no retroactive coverage at all». Benchè, come visto, sotto il profilo declamatorio le polizze *claims made* siano tralaticciamente descritte come coperture dotate di

Nella prassi ricorre, con maggior frequenza, la più economica variante cd. *spuria* (o *mista*), in cui la delimitazione dell'oggetto è duplice, richiedendosi non solo che la richiesta risarcitoria sia presentata durante la decorrenza della garanzia, ma anche che il sinistro sia avvenuto nel medesimo periodo³, ovvero non oltre un certo numero di anni (di regola due o tre) ad esso precedenti⁴.

«*unlimited retroactive coverage*», dall'analisi della prassi emerge un dato che suggerisce, in effetti, l'esatto contrario: gli assicuratori - poco propensi ad offrire una copertura pregressa illimitata, dalla quale potrebbero scaturire inconvenienti fenomeni di selezione avversa - frequentemente appongono nel regolamento una «*retroactive date*», per il solito coincidente con la data di stipulazione della polizza, entro la quale l'evento dannoso deve essersi verificato. Ricorrono, tuttavia, apposite clausole («*Prior Act Coverage Provisions*»), a mezzo delle quali viene offerta un'estensione della copertura anche ai sinistri verificatisi in un arco temporale [di cui ai termini della singola polizza] antecedente alla stipula del contratto, purché la relativa richiesta risarcitoria sia pervenuta entro il termine di copertura convenuto. La cd. variante *pura*, si ottiene così, sovente a titolo oneroso, attraverso la pattuizione di una *Full Prior Act Coverage Provision*. Si veda, per un conforto applicativo, la modulazione della Convenzione assicurativa stipulata dal Consiglio Nazionale del Notariato e alcuni rappresentanti dei *Lloyd's*, a copertura della responsabilità civile dei professionisti iscritti al relativo Ordine professionale (consultabile al portale Internet www.notariato.org). La garanzia *claims made*, per il periodo di efficacia convenuto (1.02.2010 - 1.02.2013), prevede all'art. 7, Sezione III (rubricata «*Inizio e cessazione della garanzia*») che «La garanzia è valida per le richieste di risarcimento presentate per iscritto per la prima volta all'assicurato nel periodo di efficacia della garanzia stessa *qualunque sia l'epoca del fatto, azione od omissione che ha dato origine alla richiesta di risarcimento*»).

³ Cfr. *Stine v. Continental Casualty Co.*, 349 N.W.2d 127, 419 Mich. 89 (1984), 97, «Some “claims made” policies (...) are written to provide coverage *only for negligent acts or omissions which occur during the policy period* and for which the claim is made against the insurer during that period» (enfasi aggiunta).

⁴ In questo senso, tra gli altri, C. MENICHINO, *La clausola claims made nel contratto di assicurazione*, in G. DE NOVA (a cura di), *Clausole a rischio di nullità*, Padova, 2009, p. 5 ss. In giurisprudenza, da ultimo, Trib. Bologna, sez. III, 24 marzo 2015, in *Pluris-Cedam*: «Si è in presenza di clausole *claims made* pure quando l'assicurazione copre tutte le richieste di risarcimento giunte durante la vigenza dell'assicurazione con la conseguenza che la garanzia risulta estesa anche per gli eventuali sinistri verificatisi nel passato, le cui azioni risarcitorie non siano ancora prescritte. (...) Si è in presenza di clausole *claims made* spurie o miste quando l'assicurazione garantisce le richieste di risarcimento pervenute durante il periodo di assicurazione e limita il periodo di retroattività, ovvero l'estensione della copertura, alle condotte negligenti tenute dall'assicurato nel passato, ovvero quando la copertura assicurativa si limita alle richieste risarcitorie che siano non solo giunte durante il

Il mercato prevede, poi, per l'assicurato, la possibilità di stipulare, sovente mediante il pagamento di un premio aggiuntivo, una dilatazione temporale dell'impegno assunto dall'assicuratore, tramite apposite pattuizioni di estensione postuma del periodo di copertura (c.d. *Extended Reporting (Tail) Period*), così da ricomprendere in garanzia le pretese presentate oltre la scadenza del contratto, purché riferite a fatti accaduti durante il periodo di copertura pattuita⁵.

Eccettuati i casi in cui venga convenuta una copertura ultrattiva illimitata, si tratta di un modello che si discosta profondamente da quello ideato dal legislatore, il quale - come noto - prevede che la copertura della garanzia sia prestata esclusivamente per «i fatti accaduti durante il tempo dell'assicurazione» (art. 1917 c.c.), a prescindere dal momento in cui il terzo abbia avanzato la propria istanza di risarcimento⁶.

periodo di assicurazione, ma che siano anche relative a condotte tenute durante lo stesso periodo o comunque in un periodo inferiore al termine di prescrizione decennale».

⁵ Sorprende che, tanto in dottrina, quanto in giurisprudenza, si riporti che l'estensione ultrattiva della copertura sarebbe ottenuta tramite l'inserzione delle cc.dd. *sunset clauses*. Tali previsioni non hanno nulla a che vedere, sotto il profilo applicativo, con le polizze *claims made*. Esse sono state ideate al fine di porre un argine temporale alle tradizionali coperture assicurative *on event basis* (ovvero *on loss occurrence basis*) prestate per la copertura di rischi relativi a fattispecie dannose lungolatenti: in questi casi, è chiaro infatti che, altrimenti, l'impegno dell'assicuratore sarebbe, con evidenti ripercussioni negative in punto di sostenibilità tecnica dell'operazione, destinato «a non tramontare mai», quantomeno fino alla data di prescrizione del diritto. All'art. 8, Sezione III (rubricata «Inizio e cessazione della garanzia»), della richiamata Convenzione *Lloyd's* (vd. nota 2), *sub lett. b*), è dato riscontrare un'ipotesi di *Extended Reporting Period*: «In caso di cessazione per qualsiasi causa dell'attività notarile in corso di vigenza della presente polizza saranno indennizzabili, alle condizioni di cui alla presente Polizza, le richieste di risarcimento presentate per la prima volta all'assicurato o ai suoi eredi entro 10 (dieci) anni dalla cessazione dell'attività» (enfasi aggiunte).

⁶ Il modello di assicurazione consegnatoci dal legislatore è, come avrà modo di rilevarsi nel prosieguo, *on act committed basis* (cfr. nt. 23). Ciò significa che il momento di individuazione della decorrenza della garanzia è individuato nell'epoca di accadimento dell'evento (o atto) generatore della responsabilità. Esso si distingue dal meccanismo di attivazione *on loss occurrence basis*, il quale, invece, conferisce rilevanza al momento in cui si sono prodotte le conseguenze dannose. Sul punto, con la consueta chiarezza, R. MERKIN, *Colinvaux's Law of Insurance*, London, 2014, p. 1053: «A "losses occurring" policy is one that responds to injuries suffered by the third party during the currency of the policy even though the negligent act occurred

Il *rischio* dedotto in copertura attiene, pur sempre, agli effetti patrimonialmente negativi per l'assicurato derivanti dall'insorgenza di un'obbligazione risarcitoria ad esso ascritta in ragione di un sinistro a questo imputabile: tuttavia - come è evidente - la divergenza sussiste in merito al «tempo dell'assicurazione», ovvero il periodo di efficacia stabilito dalle parti per la copertura⁷.

Come sovente accade con la circolazione dei modelli giuridici (nel caso di specie, l'istituto è di derivazione anglosassone⁸), non sono mancate tenaci resistenze volte ad evidenziare i «punti di rottura» sussistenti tra il novello istituto e le categorie normative del contesto di ricezione⁹: la Suprema Corte offre - a tal proposito - un'esauriente chiave di lettura.

3. *La clausola claims made e la presunta nullità per contrarietà al disposto dell'art. 2965 c.c.*

Viene, in primo luogo, correttamente disattesa l'asserita incompatibilità della clausola *claims* con il disposto di cui all'art. 2965 c.c., a mente del quale «E' nullo il patto con cui si stabiliscono termini di decadenza che rendono eccessivamente difficile a una delle parti l'esercizio del diritto».

pre-inception and even though the assured's liability for those injuries is not established until a later date. An "events" or "causation" policy provides indemnity for events that occur during the currency of the policy, *even though those events do not give rise to injury until a later date* and so to liability until a later date» (corsivo mio).

⁷ Come rileva E. BOTTIGLIERI, *Dell'assicurazione contro i danni (Artt. 1904-1918)*, in F.D. BUSNELLI (diretto da), *Cod. civ. comm.*, 2010, p. 271, «Si può ritenere che la delimitazione temporale del rischio, cioè il tempo entro cui può verificarsi il sinistro perché l'assicurato sia obbligato a pagare l'indennizzo, sia, anche dall'art. 1917, comma 1, rimessa alle parti, in conformità dell'art. 1882 ("entro i limiti convenuti") ed all'art. 1905 ("nei limiti stabiliti dal contratto")».

⁸ In merito alla genesi dell'istituto, cfr. la documentata ricostruzione di F. CESERANI, *Origine e sviluppi della clausola claims made nei mercati internazionali*, in *Dir. econ. ass.*, 2007, p. 799 ss.

⁹ U. MATTEI, voce *Circolazione dei modelli giuridici*, in *Enc. dir.*, Annali I, Milano, 2007, p. 178, riscontra come sovente «(...) il tasso di positivismo normativistico di una certa dottrina renda più difficile l'applicazione delle sue soluzioni in contesti in cui vigono norme differenti, aumentando perciò i costi transattivi della ricezione».

La fissazione convenzionale del periodo di copertura incide sulla nascita dell'obbligo indennitario posto in capo all'assicuratore, sicché il richiamo alla decadenza è inconferente: tale istituto postula ed opera rispetto ad un diritto già sorto, «mentre rispetto alle vicende escluse dalla clausola *claims made* il credito dell'assicurato verso l'assicuratore non sorge neppure»¹⁰.

In tutti i casi in cui non sia stata avanzata, nel periodo convenuto, una richiesta del danneggiato nei confronti dell'assicurato, in capo a quest'ultimo non matura il diritto all'indennizzo nei confronti della compagnia, e non sussiste dunque la posizione soggettiva attiva che sola legittimerebbe il ricorso alla richiamata previsione.

Ciò vale anche con riferimento alle cc.dd. *claims made and notified*, il cui peculiare meccanismo di attivazione è contraddistinto dalla necessità che l'assicurato, una volta ricevuto il *claim* dal terzo danneggiato, ne dia altresì notizia all'assicuratore entro l'annualità di polizza¹¹.

Anche in questo caso, non sussiste alcuna incompatibilità né con la disciplina fissata dall'art. 2965 c.c. né con quanto previsto all'art. 2952 c.c., che legittima l'assicurato ad esercitare i propri diritti nei confronti dell'assicuratore entro due anni dal ricevimento della richiesta risarcitoria: l'assicurato, che non renda edotto il proprio assicuratore del

¹⁰ In termini, P. GAGGERO, *op. cit.*, p. 437; così, anche I. RIVA, *Limitazione della responsabilità e definizione dell'oggetto: due modi per un sindacato giudiziale sull'equilibrio del contratto di assicurazione*, in *Ass.*, 2014, p. 592: «Il diritto alla prestazione assicurativa, qui, non può dirsi venuto ad esistenza, poiché esso contrattualmente sorge con la richiesta di pagamento e non con il verificarsi dell'illecito».

¹¹ Sul punto, v. B. WORKS, *Excusing Nonoccurrence of Insurance Policy Conditions in Order to Avoid Disproportionate Forfeiture: Claims-Made Formats as a Test Case*, (1999) 5 Conn. Ins. L.J. 505, 525, il quale riporta che «(...) with a 'claims-made-and-reported' format, the injured party must assert a claim against the insured during the policy period, and the insured must report that claim to the insurer during the policy period». Tale tipologia di garanzia *claims made* si distingue dalle polizze *pure claims made* (da non confondere con le nostrane garanzie *claims made cc.dd. pure*), che prevedono che l'obbligo della notifica sia assolto entro un termine ragionevole (sovente è utilizzata la formula «*as soon as practicable*»). In giurisprudenza, viene tracciata la distinzione in esame, tra le altre, in *Employers Reinsurance Corp. v. Landmark*, 547 N.W.2d 527 (N.D. 1996), 531.

claim durante l'annualità di polizza, non vanta, come nell'ipotesi precedente, alcun diritto¹².

Nell'ambito delle polizze *claims made and notified*, è chiaro d'altro canto che, una volta notificata l'istanza risarcitoria avanzata dal terzo entro l'annualità di polizza - purché entro i termini contrattualmente o *ex lege* fissati per l'avviso¹³ - l'assicurato possa godere dei termini ordinari per esercitare i propri diritti nei confronti dell'assicuratore.

¹² In questo senso, non possono dunque condividersi le perplessità avanzate in Trib. Genova, sez. II, 8 aprile 2008, in *Danno resp.*, 2009, p. 103 ss., con nota di I. CARASSALE, *La nullità della clausola claims made nel contratto di assicurazione della responsabilità civile*, giustappunto in merito alla compatibilità del modello *claims made and notified* con la disciplina dettata dal legislatore in tema di prescrizione e decadenza. Nel caso di specie, la garanzia oggetto del contenzioso prevedeva tra le condizioni generali di polizza un'operatività limitata ai sinistri dai quali fossero occasionate richieste di risarcimento «(...) per la prima volta all'assicurato e da questi comunicate alla Società entro il periodo di efficacia del contratto stesso» (enfasi aggiunta).

¹³ Sul punto, osserva F. CESERANI, *Ancora nuvole di vaghezza attorno alla clausola claims made: alcune necessarie puntualizzazioni*, in *Dir. econ. ass.*, 2011, p. 523 ss., che la previsione non varrebbe a limitare o impedire l'esercizio dei diritti spettanti all'assicurato, ovvero ad alterare il regime prescrizione, in quanto si limiterebbe a replicare l'obbligo di avviso del sinistro di cui all'art. 1913 c.c., differendolo - tuttavia - dall'accadimento del fatto dannoso alla ricezione della richiesta risarcitoria. In realtà, il *reporting requirement* - nell'ambito delle polizze *claims made and notified* - ha ben altra funzione, ovvero delimita temporalmente il rischio assicurato, sicché potrebbe ben darsi, per esempio, che l'assicurato, in mancanza di una precisa previsione contrattuale al riguardo, violando colposamente il termine di tre giorni *ex lege* fissato per l'avviso, possa vedersi decurtare l'indennizzo spettantigli (art. 1915, co. 2, c.c.), nonostante abbia dato notizia del *claim* entro la scadenza dell'annualità di polizza. Parallelamente, il peculiare regime delle *claims made and notified* fa sì che l'assicurato non possa legittimamente reclamare alcun indennizzo nei confronti della propria compagnia, qualora, pur nel termine previsto per l'avviso, abbia notificato il *claim* ricevuto dal terzo a polizza già scaduta. La distinzione concettuale tra *notice* e *reporting requirement* è stata con chiarezza delineata dalla *Supreme Court of Wisconsin* nel caso *Anderson v. Aul*, 2015 WI 19 (Feb. 25, 2015), in cui si è rilevato che «The reporting requirement, after all, is what distinguishes claims-made-and-reported policies from other kinds of liability policies» (33).

4. *La compatibilità della claims made con garanzia pregressa con l'art. 1895 c.c.*

Un profilo problematico affrontato nella pronuncia attiene, poi, alla compatibilità del modello *claims made*, qualora dotato di estensione retroattiva (illimitata o limitata che sia), con il precetto di cui all'art. 1895 c.c., il quale prevede l'esistenza del rischio quale condizione imprescindibile affinché la garanzia possa spiegare la propria efficacia: esso, quale evento *futuro ed incerto*, deve sussistere al momento della stipula del contratto.

Al riguardo, la Cassazione n. 5791/2014¹⁴, riprendendo un indirizzo emerso nella giurisprudenza di merito¹⁵, ha ritenuto tale tipologia di garanzie in palese contrasto con l'assetto ordinamentale fissato dal legislatore, il quale avrebbe escluso, nell'ambito delle assicurazioni terrestri, tanto l'assicurazione del *rischio putativo*, quanto quella *retroattiva*.

Se è vero che per «rischi già verificatisi» debbano intendersi «non solo gli eventi dannosi materialmente avvenuti prima della stipula del contratto, ma anche quelli i cui presupposti causali si siano già verificati al momento della stipula», la garanzia sarebbe nulla in tutte le ipotesi in cui l'avveramento del sinistro altro non sia che la «conseguenza inevitabile di fatti già avvenuti» prima della conclusione del contratto¹⁶.

Si è così statuito che l'*inevitabilità* del sinistro, rispetto ad un dato fatto antecedente, si porrebbe nei casi in cui tra i due sussista una connessione causale tale da rendere, secondo un giudizio di prognosi

¹⁴ Cass. civ., sez. III, 13 marzo 2014, n. 5791, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, p. 712, con nota di N. DE LUCA, *cit.*

¹⁵ Cfr. Trib. Roma, 12 gennaio 2006, in *De-jure*; Trib. Roma, 1 agosto 2006, in *Redaz. Giuffrè* e annotata da D. DE STROBEL, *Claims made e rischio putativo*, in *Dir. econ. ass.*, 2007, p. 171 ss., nonché Trib. Roma, 5 gennaio 2007, in *Contratti*, 2007, p. 352 ss.

¹⁶ La tesi è stata, in letteratura, ripresa dall'estensore delle sentenze in esame, ovvero M. ROSSETTI, *Diritto delle assicurazioni*, III, Padova, 2013, pp. 38-39, il quale si richiama a quanto già sostenuto, a suo tempo, da G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in A. CICU, F. MESSINEO (diretto da), *Tratt. dir. civ. comm.*, 1973, p. 133: «(...) è anche da ritenersi non assicurabile un evento i cui presupposti causali si siano già verificati al momento della conclusione del contratto, si da comportare la pratica inevitabilità delle loro conseguenze, anche se queste ultime si manifestano in un tempo successivo alla conclusione medesima».

postuma, il primo conseguenza «più probabile che non» del secondo: in tutte le ipotesi in cui il sinistro costituisca l'esito, *ragionevolmente prevedibile*, di un evento ad esso causalmente ricollegabile, si avrebbe, invero, la traslazione di un *danno*, piuttosto che di un *rischio*¹⁷.

Le Sezioni Unite, tuttavia, si discostano dall'idea che il rischio putativo sia confinato, in quanto norma eccezionale, alle sole fattispecie di assicurazione marittima e aeronautica (art. 514 cod. nav., richiamato dall'art. 1021 cod. nav.).

Come rileva parte autorevole della dottrina¹⁸, non vi sarebbe alcun indice testuale che induca a ritenere eccezionale l'assicurabilità del rischio solo soggettivamente inesistente, sicché le polizze *claims made* con estensione retroattiva della copertura sarebbero in ogni caso valide, purché al momento della loro stipulazione i contraenti siano ignari dell'(eventuale) cessazione, nei termini sopra indicati, del rischio. La tesi, tuttavia, non può condividersi.

Sul piano storico-sistematico, l'intenzione del legislatore, desumibile dai lavori preparatori, non lascia margine a dubbi: la disposizione di cui all'art. 430 del codice di commercio del 1882, che prevedeva l'assicurazione del rischio putativo anche nell'ambito delle assicurazioni terrestri, è stata espunta in quanto non «più rispondente alla realtà»¹⁹.

Si consideri, inoltre, che nell'ambito delle assicurazioni marittime, la disciplina del rischio putativo è profondamente mutata, dal momento che viene attribuito rilievo, ai fini della validità del negozio, non tanto allo stato di soggettiva incertezza dei contraenti sulle sorti del rischio, quanto piuttosto al fatto che alcuna notizia al riguardo sia ad essi giunta nei luoghi previsti²⁰.

¹⁷ Coglie il passaggio già N. DE LUCA, *op. cit.*, p. 729. In merito alle nozioni di rischio e sinistro, tuttavia, v. *infra*.

¹⁸ In questo senso, sono orientati, di recente, E. BOTTIGLIERI, *op. cit.*, p. 273 e 275; F. CESERANI, *op. ult. cit.*, e, da ultimo, N. DE LUCA, *op. cit.*, p. 729. In precedenza, tra gli altri, A.D. CANDIAN, *op. cit.*, p. 300.

¹⁹ Sul punto, le parole della Relazione ministeriale n. 324 sono inequivocabili: «(...) nel campo della navigazione, nonostante i giganteschi progressi della tecnica, non sembra sia assolutamente da escludere che in qualche caso il proprietario della nave o quello delle merci ignorino la sorte toccata alle loro cose».

²⁰ Cfr. P. CORRIAS, *Sulle peculiarità del rischio nelle assicurazioni marittime*, in *Dir. trasp.*, 1995, p. 51.

Per tale via, è chiaro che conferire cittadinanza al rischio putativo, nell'ambito delle assicurazioni terrestri, significa giungere all'assurda conclusione per cui l'ordinamento consentirebbe, in via generale, l'assicurabilità di un rischio anche solo soggettivamente esistente, con una disciplina più favorevole rispetto a quella prevista nell'ambiente di origine (il commercio marittimo), ove l'assicurazione del «rischio putativo» è ammessa solo qualora venga soddisfatta una stringente condizione *oggettiva*²¹.

Alcun argomento impedisce, invece, di accordare cittadinanza, nell'ambito delle assicurazioni terrestri, all'assicurazione retroattiva²².

È d'obbligo, a tal proposito, distinguere tra le nozioni di *rischio* e *sinistro*.

Come rilevato dalla dottrina più attenta, sussiste una differenza normativa, e dunque concettuale, tra i due termini: dalla piana interpretazione degli artt. 1882, 1905, 1913 e 1914 c.c., nonché dall'art. 514 cod. nav., è lecito dedurre che il rischio attiene all'*incertezza dei danni* che potrebbero derivare dal sinistro, piuttosto che all'*incertezza del sinistro*²³.

²¹ Così, S. VERNIZZI, *op. cit.*, p. 89, nt. 35, il quale, inoltre, evidenzia che «Il termine “rischio” di cui all'art. 1895 c.c. non può che presupporre (ed acquisire significato in relazione a) il “rischio putativo”. Diversamente, potendosi, in generale, concepire il rischio anche in relazione all'incertezza che consegue alla semplice ignoranza, sfuggirebbe la portata precettiva della norma (che risulterebbe, in un certo qual senso, “muta”): il rischio potrebbe essere infatti “inesistente”, poiché un dato evento non è mai stato ignorato; potrebbe essere “cessato”, poiché di un evento passato, prima ignorato, si è acquisita conoscenza. Ciò che, dal punto di vista sistematico, non appare punto coerente».

²² Secondo l'opinione prevalente, la retroattività - quale regolamentazione dell'efficacia negoziale - sarebbe lasciata, fatte salve le imprescindibili esigenze dei terzi, alla libera disponibilità dei privati. In tal senso, cfr. G. TATARANO, voce *Retroattività (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1989, p. 92.

²³ Cfr. P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 59, nt. 76. Nello specifico, la distinzione tra sinistro e rischio è ricavabile sul piano normativo, *in primis*, dagli artt. 1882 e 1905 c.c., che discorrono di «danno prodotto da sinistro» e di «danno sofferto dall'assicurato in conseguenza del sinistro». In secondo luogo, dalla lettera degli artt. 1913 e 1914 c.c., in tema di obblighi di avviso e salvataggio, che prescrivono i comportamenti che deve tenere l'assicurato al fine di *evitare* o *diminuire* il danno, una volta verificatosi il sinistro. La medesima logica è sposata altresì dall'art. 514, co. 1, cod. nav., in forza del quale «l'assicurazione è nulla quando la notizia dell'inesistenza o della cessazione del rischio ovvero dell'avvenimento del sinistro è pervenuta, prima

Il sinistro, a sua volta, sussiste non solo a prescindere da una domanda risarcitoria avanzata dal terzo danneggiato, ma anche dalla *produzione*²⁴ e, quindi, anche dalla *manifestazione*²⁵ delle conseguenze dannose: il danno [dal quale occasiona l'istanza del terzo, e, con essa, la concretizzazione del rischio] è un *quid* ulteriore rispetto al sinistro.

Se il *rischio*, nell'ambito dell'assicurazione contro i danni, si identifica con le conseguenze dannose derivanti dal *sinistro*²⁶ e, nello specifico, l'assicurazione di responsabilità civile non copre il danno patito dal terzo, quanto piuttosto il danno al patrimonio

della conclusione del contratto». In tal senso, anche F.A. MAGNI, *op. cit.*, p. 837: «(...) il rischio è il presupposto del contratto di assicurazione e come tale è un elemento esterno al contratto, e delinea, in termini astratti, la possibilità che un certo accadimento provochi conseguenze pregiudizievoli all'assicurato» (enfasi aggiunta).

²⁴ G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, p.68: «Non vi è dubbio che il sinistro nella disciplina del codice è nozione che prescinde dal verificarsi delle sue conseguenze dannose»; P. CORRIAS, *Sulle peculiarità del rischio nelle assicurazioni marittime*, pp. 47-48; E. BOTTIGLIERI, *op. cit.*, p. 213 e già, nel medesimo senso, M. ROTONDI, *Considerazioni sui concetti di rischio e sinistro nell'assicurazione sulla responsabilità civile*, in *Ass.*, 1960, pp. 336-337.

²⁵ Per N. DE LUCA, *L'attuazione del rapporto assicurativo*, in R. CAVALLO BORGIA (a cura di), *Responsabilità e assicurazione*, Milano, 2004, p. 97, «è da ritenersi che l'assicuratore sia obbligato a corrispondere, all'obbligato che ne faccia richiesta, le indennità, relative a qualsiasi fatto, generatore per quest'ultimo di responsabilità civile (...) indipendentemente da quando le conseguenze dannose del fatto illecito si manifestino» (corsivo nostro). Nello stesso senso A. POLOTTI DI ZUMAGLIA, *Coperture presso diversi assicuratori*, *Dir. fisc. ass.*, 2013, p. 1 ss., per il quale la nozione di *sinistro* attiene «al fatto dell'assicurato o meglio al suo comportamento dal quale origina la sua responsabilità senza alcun riferimento al momento di manifestazione del danno od a quello in cui viene poi chiesto il relativo risarcimento» (corsivo nostro). *Contra* A.D. CANDIAN, *op. cit.*, p. 296, il quale si conforma all'opinione, a suo dire «corrente», sulla scorta della quale, per potersi discorrere di sinistro, sarebbe necessario non solo che sia stata «compiuta l'azione umana o sia accaduto il fatto di cui l'assicurato debba rispondere ma che si sia manifestato anche il danno» (corsivo nostro).

²⁶ Come ricorda M. ROSSETTI, *Il diritto della assicurazioni*, II, Padova, 2012, p. 24, «(...) il «danno assicurativo» è il pregiudizio patito dall'assicurato che sia costretto a risarcire un terzo del pregiudizio causatogli, mentre «danno» in senso civilistico è solo quest'ultimo pregiudizio».

dell'assicurato²⁷, può senza dubbio ritenersi che il rischio non sia cessato qualora, al momento della stipula del contratto, il terzo non abbia avanzato alcuna pretesa nei confronti del danneggiante assicurato: è solo in quest'ultima ipotesi, infatti, che il rischio, da potenziale, diviene *attuale e concreto*²⁸.

È questo il quadro dogmatico entro cui rifluisce, correttamente, l'opinione della Corte, quando sostiene che «(...) la clausola *claims made* con garanzia pregressa è lecita perché afferisce a un solo elemento del rischio garantito, la condotta colposa posta già in essere e peraltro ignorata, restando invece impregiudicata l'alea dell'avveramento progressivo degli altri elementi costitutivi dell'impoverimento patrimoniale del danneggiante-assicurato».

Tale ordine di considerazioni vale a confermare la liceità della copertura retroattiva, la quale può dunque trovare cittadinanza all'interno dell'impianto normativo, senza che a ciò contribuisca l'improprio (e fuorviante) richiamo al rischio putativo.

5. La vessatorietà della clausola

La Corte prende posizione, altresì, in merito all'annosa questione circa la più volte contestata vessatorietà della clausola *claims made*, preso atto che, al riguardo, gli orientamenti applicativi hanno disvelato preoccupanti oscillazioni interpretative.

I) Secondo un primo indirizzo, abbracciato da una delle prime pronunce offerte dalla giurisprudenza italiana in tema di *claims made*²⁹,

²⁷ L'assicurazione contro la responsabilità civile, come *species* dell'assicurazione contro gli eventi dannosi, è tradizionalmente considerata quale assicurazione del patrimonio. In tal senso, per tutti, v. M. FRANZONI, voce *Responsabilità civile (Assicurazione della)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 1996, p. 397.

²⁸ In termini, benché attribuendo alle nozioni di rischio e sinistro un significato affatto divergente a quello prospettato nel testo, A. BOGLIONE, *op. cit.*, p. 474; G. VOLPE PUTZOLU, *La clausola "claims made". Rischio e sinistro nell'assicurazione r.c., cit.*, p. 6; I. PARTENZA, *Assicurazione di r.c. delle aziende ospedaliere e clausole claims made: un equivoco senza fine*, in *Ass.*, 2010, pp. 680-681. In giurisprudenza, la tesi è stata condivisa, da ultimo, in Cass. civ., sez. III, 17 febbraio 2014, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, p. 720, che osserva come non sia detto che «(...) qualunque comportamento colposo induca il danneggiato a proporre domanda di risarcimento dei danni».

²⁹ Cfr. App. Napoli, 28 febbraio 2001, in *Dir econ. ass.*, 2005, p.711.

il fatto che, a differenza dell'ordinario regime *act committed*, una volta cessata la polizza, nulla venga più preso a carico dall'assicurato, varrebbe a sostanzarsi in una limitazione dell'esposizione a responsabilità³⁰: escludendo dalla sfera di operatività della polizza rischi per i quali, al solito, ci si assicura avverso eventi imputabili all'assicurato, sarebbe palese la natura vessatoria della clausola e, con essa, la necessità di una specifica approvazione per iscritto.

II) Una significativa parte della giurisprudenza di merito³¹, invece, ha discriminato, nell'ambito di valutazione prospettato, tra le polizze *claims made* cc.dd. *pure* e quelle cc.dd. *miste*.

Nel primo caso, una censura di vessatorietà si rivelerebbe impropria, considerato che il modello cd. *puro* permette di ottenere un'efficace copertura rispetto a tutti i sinistri denunciati in corso di polizza, indipendentemente dalla data di accadimento del fatto dannoso³².

In presenza, invece, di clausole *claims made* che escludono dalla copertura sinistri verificatisi oltre alcuni anni precedenti, il vaglio della

³⁰ L'art. 1341, co. 2, c.c., subordinando l'efficacia delle condizioni che limitano la responsabilità di colui che le ha predisposte alla specifica approvazione per iscritto dell'aderente, ha come preciso referente l'art. 1229 c.c., il quale, sotto la rubrica «clausola di esonero da responsabilità», prevede la nullità delle clausole che escludono o limitano preventivamente la responsabilità per dolo o colpa grave del debitore. In merito al rapporto tra le due disposizioni, cfr. C. LANZANI, *Clausole claims made legittime ma vessatorie*, in *Danno resp.*, 2005, pp. 1087-1088.

³¹ Cfr. Trib. Milano, sez. V, 18 marzo 2010, n. 3257, in *Corr. Merito*, 2010, pp. 1057-1058, con nota di A. LUBERTI. In tal senso, tra le altre, Trib. Palermo, 26 novembre 2014, in *Corr. giur.*, 2015, p. 1064 ss., con nota di F.A. MAGNI, *Le nuove prospettive del claims made nei contratti di assicurazione per la responsabilità civile*.

³² Pare evidente l'errore in cui incorre il Tribunale meneghino allorché giunga a qualificare come *pura* una polizza *claims* con retroattività di durata pari al tempo entro il quale, si consuma, per decorso del termine prescrizione, il diritto della vittima ad ottenere il risarcimento nei confronti del danneggiante. Come già evidenziato, il modello cd. *puro*, ricorre qualora la «ripresa del passato» sia illimitata, vale a dire solo in quelle ipotesi in vengano in copertura le richieste di risarcimento, presentate in vigenza della polizza, relative ai sinistri intervenuti in qualunque tempo precedente la scadenza della garanzia. Se è vero, infatti, che, ai fini prescrizione, rileva non la data in cui è avvenuto il fatto generatore della responsabilità, quanto piuttosto il momento di manifestazione del pregiudizio, e che, pertanto, una retroattività decennale potrebbe sovente non giovare all'assicurato in tutti i casi relativi a richieste risarcitorie, tempestivamente avanzate, a fronte di sinistri avvenuti in epoca precedente alla *retroactive date*, non pare lecito sceverare tra polizze che, pur con diversa estensione, prevedono un limite alla copertura retroattiva.

pattuizione secondo il sindacato di vessatorietà dovrebbe ritenersi pacificamente esperibile, considerata la riduzione del lasso di tempo entro il quale può dirsi sussistente l'obbligo indennitario dell'assicuratore.

III) La Cassazione, a più riprese, ha sposato un orientamento analogo - quantomeno sotto il profilo applicativo - a quello da ultimo richiamato, facendo presente che la vessatorietà non sarebbe predicato indefettibile di ogni clausola *claims*, quanto piuttosto una qualifica da accertarsi - senza meglio declinarne i parametri di valutazione - caso per caso³³.

IV) Da ultimo, secondo una recente posizione espressa dalla Suprema Corte³⁴, un ruolo decisivo dovrebbe conferirsi alla collocazione della clausola all'interno del testo contrattuale.

In particolare, la vessatorietà andrebbe esclusa nel caso in cui l'assicurazione predisponente abbia inserito la *claims made* nella parte di contratto dedicata alla definizione dell'oggetto della copertura, considerato che la funzione assolta dalla previsione, in questo caso, sarebbe quella di individuare l'oggetto contrattuale, mentre, nel caso in cui la previsione incida, *ab esterno*, sulla concreta estensione [temporale] della garanzia, siccome definita da altra clausola all'uopo deputata, dovrebbe ritenersi sottoposta al sindacato ex artt. 1341 e 1342 c.c., in quanto dotata di «carattere limitativo di ciò che nella precedente previsione era più ampio»³⁵.

Ebbene, gli orientamenti richiamati, benché - come visto - divergenti nell'individuare le diverse ipotesi in cui una clausola *claims made* possa concretamente qualificarsi quale vessatoria, appaiono tanto fuorvianti sotto il profilo dogmatico, quanto inidonei a salvaguardare gli interessi dell'assicurato aderente: meritevole è, dunque, la chiarezza fatta sul punto nella pronuncia in esame.

³³ Cfr. Cass. civ., sez. III, 15 marzo 2005, n. 5624, *cit.*, pp. 1077-1078, avallata in seguito da Cass. civ., sez. III, 22 marzo 2013, n. 7273, in *Contratti*, 2013, p. 886, con nota di M. GAZZARA, *Annulamento del contratto di assicurazione per reticenza*, nonché da Cass. civ., sez. III, 13 febbraio 2015, n. 2872, in *Corr. giur.*, 2015, p. 1057, con nota di F.A. MAGNI, *op. ult. loc. cit.*

³⁴ Cass. civ., sez. III, 10 novembre 2015, n. 22891, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 361 ss., con nota di M. FERMEGLIA, *Quando la clausola claims made è vessatoria? Finalmente una risposta dalla Cassazione.*

³⁵ Testualmente, Cass. civ., sez. III, 10 novembre 2015, n. 22891, *cit.*, p. 364.

Sul piano concettuale, è chiara l'indebita commistione tra previsioni di delimitazione pattizia dell'oggetto contrattuale, sottratte - salvo specifiche ipotesi tassativamente determinate³⁶ - al sindacato di vessatorietà, e clausole delimitative della responsabilità.

L'oggetto del contratto - secondo l'opinione tradizionale - si identifica nelle prestazioni *contrattuali* cui le parti si sono obbligate reciprocamente: l'oggetto del negozio assicurativo - la cd. prestazione di sicurezza³⁷ - viene definito tramite un apparato di previsioni (cd. «clausole delimitative del rischio») che, sulla base di diversi criteri (*i.e.*: natura, causa o tempo di accadimento dei sinistri indennizzabili), delimitano l'effettiva estensione dell'impegno assunto dall'assicuratore³⁸.

Tali clausole non hanno, all'evidenza, nulla a che vedere con la limitazione di responsabilità di cui all'art. 1341, co. 2, c.c., il quale - riprendendo la nozione desumibile dall'art. 1229 c.c. - contempla esclusivamente le clausole che escludono o limitano preventivamente le conseguenze imputabili al debitore in ragione del suo

³⁶ Il riferimento è, ovviamente, al 19° considerando della Direttiva Cee 93/13, il quale, in deroga all'art. 34, co. 3 e 4., cod. cons., prevede che - nel caso di rapporti assicurativi - la clausola delimitativa del rischio possa essere sindacata, sotto il profilo dell'abusività, tenendo conto del rapporto di corrispettività tra l'effettiva estensione della copertura offerta e il premio stabilito per la polizza. Sul punto, cfr. G. SCALFI, A.D. CANDIAN, *Ricerca sulle clausole abusive praticate nelle condizioni dei contratti di assicurazione*, Milano, 1994, pp. 47-48, i quali, tuttavia, invitano alla prudenza, rilevando che la sede in cui «(...) è stata fornita questa indicazione, cioè i "consideranda", induce ragionevolmente a pensare che si tratti di un principio di massima che andrà poi perfezionato e reso efficace in una successiva fase di recezione».

³⁷ Secondo l'opzione interpretativa che appare preferibile, nell'ambito dell'assicurazione contro i danni, l'assicurato, attraverso il pagamento dei premi, vuole ottenere - quale contropartita - la sicurezza, anche psicologica, di poter contare sul ristoro di un eventuale danno: così, E. DAMIANI, *Contratto di assicurazione e prestazione di sicurezza*, Milano, 2008, p. 121 ss.. In merito, però, al corretto inquadramento dogmatico delle posizioni soggettive coinvolte nel rapporto intercorrente tra assicurato e assicuratore, svincolato dal tradizionale schema di lettura diritto soggettivo-obbligo, cfr. le perspicue osservazioni di P. CORRIAS, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Milano, 2006, p. 61 ss.

³⁸ Cfr. M. ROSSETTI, *Delimitazione del rischio e causa del contratto*, in *Giust. civ.*, 2011, p. 202, il quale evidenzia come tali previsioni siano necessarie, in ultima analisi, ad individuare «le concrete modalità di accadimento del sinistro (tempo, luogo, causa, effetti, autore)».

inadempimento³⁹: il limite alla determinazione dell'ambito del pregiudizio risarcibile presuppone che si sia già definito l'evento di cui il debitore deve rispondere, il che, per l'appunto, rappresenta la finalità propria delle clausole delimitative dell'oggetto.

Come chiarito dalle Sezioni Unite, il patto *claims made* [cd. impuro], «(...) mirando a circoscrivere la copertura assicurativa in dipendenza di un fattore temporale aggiuntivo, rispetto al dato costituito dall'epoca in cui è stata realizzata la condotta lesiva, si iscrive a pieno titolo *nei modi e nei limiti stabiliti dal contratto*, entro i quali, a norma dell'art. 1905 cod. civ., l'assicuratore è tenuto a risarcire il danno sofferto dall'assicurato (...)» sicché, in definitiva, esso è volto «(...) a stabilire quali siano, rispetto all'archetipo fissato dall'art. 1917 cod. civ., i sinistri indennizzabili, così venendo a delimitare l'oggetto, piuttosto che la responsabilità».

Il richiamo alla vessatorietà si fa, d'altronde, ancor più inconferente, nei casi di fattispecie che vedono la compagnia assicurativa nella posizione dell'aderente, ovvero il soggetto nel cui interesse la disciplina di cui agli artt. 1341 e 1342 c.c. è predisposta: ci si riferisce, in particolare, ai contratti di assicurazione r.c. stipulati da strutture sanitarie pubbliche⁴⁰.

³⁹ Sul punto, è concorde la dottrina prevalente. Cfr. E. BOTTIGLIERI, *op. cit.*, p. 274, il quale osserva: «Quanto alla pretesa vessatorietà delle clausole, se si condivide che la funzione di esse è la delimitazione temporale del rischio, la qualificazione vessatoria è da considerare una inaspettata recrudescenza dell'equivoco che, alcuni anni or sono, afflisse la giurisprudenza fino a quando non venne chiarito che la limitazione riguardava il rischio, cioè - si disse - l' "oggetto del contratto"». In tal senso era già G. FANELLI, *Delimitazione del rischio assicurativo e limitazione della responsabilità*, in *Saggi di diritto delle assicurazioni*, Milano, 1971, p. 215 ss.; cfr., altresì, F. FUSCO, *Clausole limitative della responsabilità e clausole delimitative del rischio assicurato: qualificazione ed interpretazione*, in *Dir. econ. ass.*, 2004, p. 806 ss.; P. GAGGERO, *op. cit.*, p. 439 ss.; I. PARTENZA, *op. cit.*, pp. 685-686; G. MIOTTO, *La linea di confine tra oggetto del contratto di assicurazione e responsabilità dell'assicuratore*, in *Resp. civ.*, 2012, p. 205 ss.; M. FERMEGLIA, *op. cit.*, p. 366 ss.. Sulla linea di confine tra clausole delimitative di responsabilità e delimitative dell'oggetto, cfr. Cass. civ., sez. III, 16 giugno 1997, n. 5390, in *Giust. civ.*, 1997, p. 2431 ss. e, più di recente, Cass. civ., sez. III, 11 gennaio 2007, n. 395, in *Danno resp.*, 2007, p. 905 ss., nonché Cass. civ., sez. III, 26 giugno 2012, n. 10619, in *Danno resp.*, 2012, p. 713 ss..

⁴⁰ Cfr. I. PARTENZA, *op. cit.*, p. 686 ss.

In tali ipotesi, è l'azienda pubblica che sottopone, nell'ambito di un pubblico appalto, un testo di polizza - elaborato mediante l'ausilio di *brokers* - rispetto al quale l'adesione è data dall'impresa di assicurazione aggiudicataria, sicché, paradossalmente, sarebbe giustappunto quest'ultima a dover approvare specificamente una clausola ad essa favorevole⁴¹.

Del resto, in linea generale, la tutela offerta dalla disciplina della vessatorietà può arduamente ritenersi sufficiente a garantire che l'assicurato abbia effettiva contezza dei termini fondamentali dell'accordo e dei suoi effetti giuridici⁴²: trattasi di mera protezione formale, soddisfatta con l'apposizione - sovente «in automatico» - della doppia firma.

La tutela va cercata altrove, ovvero nei principi di chiarezza ed esaustività dei documenti contrattuali, nonché negli obblighi di informativa precontrattuale imposti agli intermediari, così come previsto dal Codice delle assicurazioni (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209), i quali paiono strumenti idonei a rimuovere l'asimmetria informativa sussistente tra assicurato e assicuratore, e, di conseguenza, a garantire una consapevole prestazione del consenso⁴³.

E d'uopo richiamare, *in primis*, la disciplina prevista dall'art. 166 cod. ass., a mente del quale è imposta, al fine di salvaguardare la conoscibilità del testo contrattuale, che quanto oggetto di pattuizione sia redatto in modo chiaro ed esauriente⁴⁴, nonché l'art. 183 cod. ass.,

⁴¹ Cfr., sul punto, l'acuta osservazione di I. PARTENZA, *op. cit.*, p. 687: «Viene da chiedersi chi mai sia il soggetto nel cui interesse la clausola è predisposta (come recita testualmente l'art. 1341 c.c.): si vuole forse dire che un'azienda ospedaliera predispone clausole in favore delle compagnie prima di metterle a gara? Né sembra logico pretendere che la compagnia richieda a chi ha predisposto la clausola di sottoscriverla nuovamente in quanto vessatoria».

⁴² In tal senso, G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, p. 14; M. GAZZARA, *Il difficile rapporto tra clausola claims made e assicurazione obbligatoria della responsabilità civile*, *cit.*, p. 1225; I. RIVA, *op. loc. cit.*

⁴³ Cfr. G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, p. 14 ss.; F. CESERANI, *op. ult. cit.*, p. 532 ss..

⁴⁴ V. M. GAZZARA, *op. ult. cit.*, p. 1224, il quale si auspica che - sulla scia della prassi nell'oggi seguita solo da qualche primario gruppo assicurativo internazionale - venga data attuazione alla disposizione in esame, collocando con adeguata evidenza, anche topografica, la clausola *claims*, ancora troppo spesso «(...) mimetizzata tra le condizioni generali allegate alla polizza, quelle che, per intendersi, il cliente non si dà neppure la pena di leggere dettagliatamente».

che impone agli intermediari il dovere di informarsi circa le esigenze assicurative dei contraenti (*know your customer rule*), onde proporre garanzie adeguate alle peculiari situazioni di rischio di ciascun cliente (*suitability rule*)⁴⁵.

Di particolare importanza, appare quanto previsto al riguardo, altresì, dalla disciplina regolamentare fissata dal titolo II, capo I (rubricato *sub* «Regole di presentazione e comportamento nei confronti dei clienti»), di cui al Regolamento ISVAP del 16 ottobre 2006, n. 5, il quale, all'art. 47, co. 2, prevede che gli intermediari, una volta assunta ogni informazione utile a valutare le esigenze di copertura del cliente, illustrino le *caratteristiche*, la *durata*, i *costi* e i *limiti della copertura offerta prodotto assicurativo* in sottoscrizione, gli eventuali rischi finanziari connessi alla sottoscrizione ed ogni altro elemento utile a fornire un' informativa completa e corretta.

Sul piano rimediabile, ancorché non sia prevista alcuna sanzione per i casi di inadempimento ai precetti in esame, è pacifico che la violazione dei doveri informativi in sede precontrattuale - al di là delle ipotesi in cui abbiano dato luogo a vizi del consenso, tali da aprire le porte alla tutela demolitoria⁴⁶ - dia luogo a responsabilità precontrattuale, con obbligo dell'intermediario di risarcire il danno⁴⁷, quantificabile nella misura del risarcimento che l'assicurato fosse chiamato a pagare, in quanto privo di adeguata copertura⁴⁸. Alla luce della distinzione tra regole di condotta e regole di validità⁴⁹, sarebbe da escludersi - come

⁴⁵ Per una completa ricognizione, cfr. S. LANDINI, *L'informativa precontrattuale nei contratti di assicurazione dei rami danni*, in *La regolazione assicurativa dal codice ai provvedimenti di attuazione*, in P. MARANO, M. SIRI, Torino, 2009, p. 99 ss. E' chiaro che la normativa in esame richiama la disciplina dei doveri informativi che devono essere rispettati dagli intermediari finanziari nello svolgimento dei servizi d'investimento, tema rispetto al quale la bibliografia è ormai sterminata. Per tutti, v. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

⁴⁶ Rimedio, tuttavia, affatto inadeguato a tutelare le ragioni dell'aderente, giacché, una volta ottenuto l'annullamento del contratto, questi si troverebbe del tutto privo di copertura assicurativa.

⁴⁷ G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, p. 17, la quale evidenzia che la responsabilità degli agenti e dei *brokers* assicurativi è coperta da un'assicurazione contro la responsabilità professionale obbligatoria, ovvero dalla responsabilità solidale dell'impresa ex art. 119 cod. ass.; v., altresì, M. GAZZARA, *op. ult. cit.*, p. 1224, nt. 39.

⁴⁸ F.A. MAGNI, *op. ult. cit.*, p. 813.

⁴⁹ Sul punto, non possono che essere richiamate le note sentenze del Supremo Collegio, a Sezioni Unite, del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Tra i tanti

evidenziato nella pronuncia in esame - che l'eventuale violazione delle regole informative, antecedenti alla stipulazione del contratto, venga, invece, a riflettersi sul terreno del giudizio di validità dell'atto.

6. *L'asserita atipicità della clausola e il sindacato sulla meritevolezza degli interessi*

Per la Suprema Corte, la clausola *claims made* - indenne al vaglio di cui all'art. 1895 c.c. ed estranea rispetto al *genus* delle clausole vessatorie - dovrebbe, tuttavia, assoggettarsi, in quanto *atipica*⁵⁰, al sindacato di meritevolezza degli interessi ex art. 1322, co. 2, c.c.

Il parametro di valutazione attiene alla finalità di ogni assicurazione della responsabilità civile; vale a dire, la salvaguardia del patrimonio dell'assicurato, gravato dalla responsabilità conseguente ad un fatto illecito ad esso imputato.

A questa stregua, stando a quanto prospettato nel corpo della motivazione, sarebbe necessario distinguere il modello cd. *puro*, che individua i sinistri per i quali sussiste l'obbligo di indennizzo sulla base della data della richiesta risarcitoria, indipendentemente dalla data di verifica dei sinistri, dal *claims made* cd. *spurio* (o *misto*), che cumula le condizioni del modello cd. *act committed* (o, meno di frequente, *loss occurrence*) con la clausola *claims*.

È chiaro, infatti, che la prima variante, svalutando la rilevanza dell'epoca di accadimento del sinistro, non sarebbe foriera di alcun pregiudizio per gli interessi dell'assicurato, il quale si vedrebbe garantito a fronte di qualsiasi evento dannoso, ad esso riconducibile, che abbia dato luogo ad un *claim* entro l'annualità di polizza⁵¹.

commenti rassegnati al riguardo, cfr. F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.U.) 19 dicembre n. 26725*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2008, p. 1 ss.; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 1 ss.; A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività dell'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 107 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi e i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, p. 599 ss.

⁵⁰ La tesi dell'atipicità della clausola era stata proposta fin dalla prima pronuncia di legittimità sul tema, ovvero in Cass. civ., sez. III, n. 5624, cit., p. 1075 e ribadita, recentemente, in Cass. civ., sez. III, 13 febbraio 2015, n. 2872, *loc. cit.*

⁵¹ Ma, al riguardo, si cfr. le perplessità di M. GAZZARA, *op. ult. cit.*, pp. 1227-1228.

Il sindacato giudiziale dovrebbe, per tale via, considerare con particolare rigore quella clausola *claims* che prevede una *retroactive date* coincidente con il primo giorno d'efficacia della garanzia: in questi casi, infatti, finirebbero per essere fuori dalla copertura - per il solito annuale - la maggioranza dei sinistri verificatisi entro la fine del periodo assicurativo⁵².

Non solo. Il sospetto di immeritevolezza cadrebbe - salvo una valutazione caso per caso - sulle polizze con garanzia pregressa limitata nel tempo, considerato che, avendo come referente temporale l'azione o l'evento antiggiuridico, piuttosto che la manifestazione del danno, difficilmente potrebbero garantire il diritto all'indennizzo dell'assicurato nei casi di fattispecie dannose caratterizzate da lunghi tempi di latenza⁵³. Nelle ipotesi in cui dovesse effettivamente accertarsi che, tramite l'adozione del contratto su base *claims made*, non siano soddisfatti interessi meritevoli di tutela, della relativa clausola dovrebbe dichiararsi la nullità, per mancanza di causa, ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 1418, co. 2 e 1419, co. 1, c.c. (v. *infra*).

In merito a quanto prospettato dalla Corte, si impongono alcune importanti considerazioni.

Anzitutto, si rileva una palese contraddizione nel corpo della motivazione: l'atipicità della clausola *claims made* viene [parzialmente] smentita, e dappoi, senza motivazione alcuna, affermata.

In prima battuta, a parere del giudicante, ad essere atipica sarebbe, invero, soltanto la clausola *claims cd. pura*, la quale, offrendo una

⁵² In tal senso, si è già espresso M. GAZZARA, *op. ult. loc. cit.*, p. 1227: «(...) non v'è dubbio che non realizzi un interesse meritevole di tutela quella clausola che preveda che tanto l'evento dannoso, quanto la richiesta risarcitoria, debbano collocarsi nel periodo di efficacia temporale del contratto (tanto più che le polizze, un tempo di durata decennale, sono oggi generalmente di durata annuale) per l'ovvia e evidente constatazione che finirebbero con l'essere fuori copertura la maggioranza dei sinistri verificatisi verso la fine del periodo assicurativo, mentre "in corrispettivo" non viene offerto al cliente alcuna copertura per eventi pregressi». V., altresì, S. MONTICELLI, *op. cit.*, pp. 706-707.

⁵³ Ancora, la Corte si richiama a quanto già evidenziato da M. GAZZARA, *op. ult. cit.*, p. 1227: «(...) poiché (...) la garanzia "pregressa" ha come base di calcolo l'azione o l'omissione del professionista e non già la data di manifestazione del danno, la garanzia rischia di rivelarsi praticamente inservibile proprio in caso di sinistri con danni lungolatenti, i quali dovrebbero viceversa costituire, a detta dei sostenitori della *claims*, il naturale terreno di elezione nell'utilizzo della clausola». Nel medesimo senso, S. MONTICELLI, *op. cit.*, p. 707.

definizione convenzionale di sinistro, coincidente con la richiesta risarcitoria, verrebbe ad emanciparsi *ictu oculi* dal modello ex art. 1917 c.c.⁵⁴.

D'altra parte, nei contratti con clausola *claims made* cd. *mista*, il meccanismo di attivazione della garanzia viene collegato alla condotta dell'assicurato, e alla richiesta risarcitoria avanzata dal danneggiato, sicché ci si manterrebbe nell'alveo della fattispecie delineata dal legislatore⁵⁵: sarebbe dato osservarsi, anche nell'ambito delle polizze

⁵⁴ Il *fatto accaduto durante il tempo dell'assicurazione*, ex art. 1917 c.c., si riferisce inequivocabilmente alla *vicenda storica* di cui l'assicurato deve rispondere: ciò, a parere della Corte, sarebbe dirimente nel «(...) far trascinare i contratti assicurativi con clausola *claims made* pura fuori dalla fattispecie ipotetica delineata nell'art. 1917 cod. civ.».

⁵⁵ In senso contrario, G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, p 7, per la quale, in tutti i casi, l'adozione del modello *claims* comporterebbe una deroga al primo comma dell'art. 1917 c.c., tale da incidere sul periodo di efficacia della garanzia. La garanzia *on claims made basis* sarebbe prestata, infatti, «(...) non per le richieste di risarcimento conseguenti a fatti illeciti verificatisi nel corso del contratto, ma per le richieste di risarcimento presentate nel corso del contratto». L'illustre A. giunge a tale conclusione sul presupposto secondo cui, a mente dell'art. 1917 c.c., in copertura sarebbero soltanto le richieste di risarcimento conseguenti a fatti illeciti verificatisi nel corso del contratto. In senso analogo parrebbe orientato altresì A. BOGLIONE, *op. cit.*, pp. 475-476, il quale, non a caso, rileva che sarebbe proprio nei casi di copertura strutturata su base «ordinaria» che l'assicurato sarebbe costretto «(...) a rinnovare *sine die* la polizza, finendo per trovarsi in una situazione altamente disagiata nel caso in cui debba abbandonare l'attività professionale (...) oppure quando l'assicuratore, per qualsiasi motivo, non intenda rinnovargli la polizza o entri in liquidazione». Quanto prospettato coglie senza dubbio un dato irrefutabile, ovvero che l'obbligo di indennizzo a carico dell'assicuratore - come visto - sorge contestualmente al verificarsi del *rischio*, ovvero sia quando un fatto antigiuridico, causalmente riconducibile all'assicurato, e suscettivo di conseguenze pregiudizievoli, abbia indotto il danneggiato ad avanzare un'istanza risarcitoria. Tuttavia, ciò non vale ad identificare il sinistro con la richiesta di risarcimento stesso, considerati i diversi indici normativi che inducono a ritenere il *fatto* di cui discorre l'art. 1917 c.c. ricollegato, piuttosto, al fatto generatore della responsabilità (v. *supra*). D'altro canto, se davvero l'assicurato, al fine di profittare della sicurtà, dovesse dimostrare - stando già solo a quanto previsto dall'art. 1917 c.c. - che l'illecito risale al periodo compreso tra l'inizio e la cessazione degli effetti del contratto, e che la richiesta di risarcimento del danno gli sia altresì pervenuta durante siffatto periodo e non successivamente, non si comprenderebbe la ragione per la quale il modello *claims made*, anche nell'ordinamento interno, sia stato accolto con grande favore al fine di contenere l'esposizione finanziaria delle compagnie tenute alla copertura di pregiudizi collegati a fattispecie di danno lungolattente.

strutturate su base *act committed*, ovvero *loss occurrence*, che «(...) il sinistro delle cui conseguenze patrimoniali l'assicurato intende traslare il rischio sul garante (...)» è pur sempre «(...) collegato non solo alla condotta dell'assicurato danneggiante, ma altresì alla richiesta risarcitoria del danneggiato (...)».

In un secondo momento, tuttavia, la Corte rileva che sarebbe proprio quest'ultimo modulo di garanzia, dalla [dunque, contraddittoriamente, postulata] natura atipica, che - circoscrivendo irredimibilmente il periodo di copertura - dovrebbe essere sottoposto, con particolare rigore, al vaglio di cui all'art. 1322, co. 2, c.c.

Orbene, sembrerebbe quantomeno dubbio che la clausola *claims made*, in qualsiasi sua possibile variante, si configuri quale previsione atipica.

A ben vedere, detta clausola incide esclusivamente sul *criterio di determinazione temporale del rischio*⁵⁶, e non sulla *natura del rischio*, attinente pur sempre all'eventualità che, dall'accadimento di un fatto dannoso per il terzo, fonte di responsabilità per l'assicurato, possano derivare conseguenze pregiudizievoli per il patrimonio di quest'ultimo⁵⁷.

Non pare altresì condivisibile l'asserita immeritevolezza delle polizze modulate secondo la base *claims made*, in quanto foriere di «buchi di copertura» che verrebbero a compromettere l'interesse primario dell'assicurato consistente nell'ottenere la sicurezza di non dover subire conseguenze negative a fronte di un evento futuro e incerto.

⁵⁶ In termini, D. DE STROBEL, *La vicenda del «claims made»*, cit., p. 546; F. CESERANI, *op. ult. cit.*, p. 521.

⁵⁷ Cfr., in tal senso, E. BOTTIGLIERI, *op. cit.*, p. 274: «(...) il rischio, in ogni caso, resta quello della responsabilità civile, che rientra tra i rischi coperti dalle assicurazioni del patrimonio (dell'assicurato), garantiti dalle assicurazioni contro i danni, tutte classificazioni di tipi e sottotipi che, in conformità con l'art. 1882, fanno riferimento alla natura del rischio, del "fatto" o evento dannoso, e non alla mera delimitazione temporale del rischio». In senso analogo si è espressa G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. loc. cit.*: «L'oggetto della garanzia resta comunque quello previsto dall'art. 1917 c.c.; l'assicuratore è obbligato a tenere indenne l'assicurato di quanto deve pagare al terzo danneggiato in dipendenza della responsabilità dedotta in assicurazione». Il fattore tempo, in altri termini, non parrebbe legittimato a candidarsi quale tratto distintivo per l'individuazione del (sotto)tipo assicurativo: sul tema, in linea generale, si cfr. G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, p. 107.

Le clausole *claims made* non riguardano polizze relative a rischi di massa e dunque prodotti destinati a consumatori ma, al limite, contraenti deboli (imprese, professionisti) i quali, di norma, si fanno assistere nella stipulazione delle polizze da intermediari qualificati (*brokers* ed agenti specializzati), così da modulare il periodo di retroattività o ultrattività in relazione alle loro specifiche esigenze e rimediare, con apposite clausole di raccordo, ai paventati *gaps* di copertura⁵⁸.

L'impresa, ovvero il professionista, una volta informati circa gli eventuali inconvenienti cui potrebbero andare incontro con la stipulazione di una clausola *claims*, nonché delle apposite estensioni convenzionali ideate per supplire ad essi, hanno il diritto di optare per una garanzia che, «attesa la diversa ripartizione di diritti e obblighi delle parti e lo spostamento dell'onere della sinistralità tardiva», garantisce un calcolo del premio che risulta sensibilmente inferiore a quello delle polizze modulate su base tradizionale⁵⁹.

È chiaro, infatti, che limitandosi l'esposizione finanziaria dell'assicuratore entro l'annualità di polizza, viene meno la necessità di costituire e calcolare [precauzionalmente per eccesso] le riserve relative alla sinistralità tardiva (*IBNR*)⁶⁰, a tutto vantaggio anche

⁵⁸ Il dato è riscontrato da F. CESERANI, *op. ult. cit.*, p. 535.

⁵⁹ V., ancora, F. CESERANI, *op. ult. loc. cit.*; il medesimo A., *Origine e sviluppi della clausola claims made nei mercati internazionali*, *cit.*, p. 834, nt. 47, sottolinea, al riguardo, che: «Il premio di una polizza *claims made* per la prima annualità e senza periodo di retroattività, riflette esclusivamente la esposizione dell'assicuratore per le richieste risarcitorie formulate e denunciate in quella stessa annualità in relazione agli eventi di danno in essa verificatisi: esso, sulla base di dati statistici, può essere determinato in una misura del 40% rispetto alle coperture in «*loss occurrence*». Cfr. altresì, G. KROLL, *The "Claims Made" Dilemma in Professional Liability Insurance*, *cit.*, 929. In questo senso, anche *Stine v. Continental Casualty Co.*, 349 N.W.2d 127, 419 Mich. 89 (1984), 97: «Since the insurer can limit the duration of its exposure to the term of the policy currently in force, the more precise actuarial data available enable it to charge a lower premium than would be necessary for an occurrence policy».

⁶⁰ Basti confrontare il *position paper* «Polizze *claims made* più vantaggiose per assicurati e assicuratori» pubblicato dall'ANIA nell'ottobre 2014, ove viene ribadito a chiare lettere che la modalità di copertura *claims made* sarebbe l'opzione contrattuale più opportuna, con riferimento alla sfera di interessi di entrambe le parti contraenti, al fine di gestire il rischio conseguente alle *long-tail liabilities*. Non è un caso che le polizze *claims* siano sostanzialmente l'unico prodotto disponibile sul

dell'assicurato⁶¹; il quale - si ripete - qualora voglia estendere, in senso retroattivo o ultrattivo, anche senza limiti temporali, il periodo di efficacia della copertura, può - talora gratuitamente, ma più spesso attraverso un aumento del premio - servirsi delle diverse opzioni contrattuali all'uopo offerte sul mercato.

L'interesse dell'assicurato ad una copertura [eventualmente] ridotta pare dunque ampiamente giustificato - come timidamente accennato dalla Corte⁶² - da una drastica riduzione del premio, che, nell'economia complessiva dell'operazione, gioca un ruolo decisivo: è il pagamento del premio che giustifica, sinallagmaticamente, la neutralizzazione del rischio⁶³.

Di ciò, d'altronde, si è dato rilievo in un'intelligente pronuncia emessa nel gennaio 2012 dal Tribunale di Genova, la quale ha rilevato che, ove l'eventuale riduzione del periodo di copertura offerto «(...) non sia accompagnata da un diverso assetto dell'equilibrio sinallagmatico del contratto, la stessa, più che dotata di causa illecita, appare puramente e semplicemente priva di causa, perché priva di corrispettivo»⁶⁴.

mercato con riferimento a fattispecie dannose (responsabilità professionale, da inquinamento, da prodotto difettoso) sovente caratterizzate da un ampio divario temporale tra l'epoca di accadimento del fatto generatore e quella in cui si produce (o manifesta) il danno.

⁶¹ Osserva perspicuamente I. RIVA, *op. cit.*, p. 605, come «(...) l'aggravio in termini di contenimento della copertura a carico del singolo, risolvendosi in un minor aggravio per l'impresa, e dunque in una riduzione dei suoi costi, e infine in un abbassamento dei premi, non è necessariamente un male».

⁶² Viene rilevato, infatti, che il giudice, nel riscontro dell'eventuale immeritevolezza della clausola, tenga conto «(...) di tutte le circostanze del caso concreto, ivi compresi altri profili della disciplina pattizia, quali, ad esempio, *l'entità del premio pagato dall'assicurato (...)*» (enfasi aggiunta).

⁶³ Per una lettura del rapporto assicurativo in termini di corrispettività, e non di sola mutualità, cfr. P. CORRIAS, *Alea e corrispettività nel contratto di assicurazione (indivisibilità del premio e sopravvenienza)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, p. 301 ss.

⁶⁴ Cfr. Trib. Genova, sez. I, 23 gennaio 2012, in *Ass.*, 2012, p. 186, con nota di I. RIVA. Il Supremo Collegio, in una pronuncia di qualche tempo prima, aveva per il vero già affermato, in favore dell'assicurato, che «(...) la determinazione del premio di polizza non può non assumere valore determinante al fine di accertare quale sia il limite massimo dell'obbligazione facente capo all'assicuratore, onde quell'equilibrio sinallagmatico possa dirsi in concreto rispettato»: cfr. Cass. civ., sez. III, 30 aprile 2010, n. 10596, in *Resp. civ. prev.*, 2010, p. 2120, con nota di L. BUGIOLACCHI.

L'eventuale riduzione del rischio assicurato, non temperata da una contestuale riduzione del premio (nella sua, ovviamente, componente pura), alterando un equo bilanciamento dei reciproci vantaggi e sacrifici, si sostanzia dunque in un insufficiente supporto causale.

È in questo senso che va accolta la sollecitazione - forte degli esiti maturati in dottrina nell'ambito della teoria generale del contratto⁶⁵ - a spostare, nell'ambito che ci occupa, il governo della discrezionalità contrattuale sul piano dell'equivalenza economica delle prestazioni⁶⁶.

Invero, il sindacato sull'equilibrio economico del contratto rappresenta uno strumento non solo più incisivo della debole tutela offerta dalla vessatorietà⁶⁷, bensì anche immune dal rischio, a dispetto

⁶⁵ Si cfr. le soluzioni traggiate, seppur con varietà d'accenti, da R. LANZILLO, *La proporzione fra le prestazioni contrattuali*, Padova, 2003; F. VOLPE, *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004; R. ROLLI, *Causa in astratto e causa in contratto*, Padova, 2008; C.M. NANNA, *Eterointegrazione del contratto e potere correttivo del giudice*, Padova, 2010; P. LAGHI, *L'incidenza dei diritti fondamentali sull'autonomia negoziale*, Padova, 2012, il quale, in particolare, osserva che «La connessione tra principi e diritti fondamentali e rapporti interprivatistici evidenzia la rilevanza del contenuto economico del contratto nel nuovo sistema giuridico. L'equilibrio economico del contratto (...) assume valenza concreta, rispondente ad un generale criterio di equità che deve informare le relazioni commerciali, scardinando il dogma dell' "intangibilità" del contenuto negoziale, e aprendo la strada a forme di intervento correttivo sul medesimo, sia a carattere positivo, che giudiziale» (p. 288). D'altronde, per dirla con le parole di P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, p. 334, «L'autonomia negoziale, contrattuale, non è un dogma, né un preconcetto o un valore in sé».

⁶⁶ Cfr. M. GORGONI, *Delimitazioni del rischio a favore dell'assicuratore e approcci giurisprudenziali al controllo del contratto*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, p. 359 ss. e, analogamente, I. RIVA, *op. cit.*, p. 603 ss. Come sottolineato da quest'ultima A., lo squilibrio contrattuale può dirsi realizzato qualora sia offerta la prova che il premio è stato calcolato «(...) facendo riferimento a una classe di rischi non corrispondenti a quello effettivamente coperto». Non v'è dubbio che, al riguardo, fondamentale è il contributo della compagnia assicurativa chiamata in garanzia, la quale deve provare, mediante precisi ragguagli tecnico-attuariali, la correlazione intercorrente tra il rischio in copertura e il premio (p. 606).

⁶⁷ In termini, ancora, M. GORGONI, *op. cit.*, p. 371.

del controllo sulla meritevolezza della causa⁶⁸, di soluzioni ideologicamente connotate.

Sul piano rimediabile, le conseguenze non sono trascurabili.

Secondo la tesi della Suprema Corte, la nullità della clausola, lungi dal determinare l'invalidazione dell'intero contratto, determinerebbe l'applicazione (in via analogica) della norma prevista dall'art. 1419, co. 2, c.c.; vale a dire, nello specifico, l'inserzione automatica dello schema legale di gestione del rischio di cui all'art. 1917 c.c.⁶⁹.

Tale soluzione appare inappagante, nella misura in cui, nel meritorio intento di salvaguardare le ragioni dell'assicurato, lede ingiustificatamente gli interessi dell'assicuratore e, in ultima analisi, lo stato di salute dello stesso mercato assicurativo⁷⁰.

⁶⁸ Sorprende che la Corte proponga una modalità di sindacato - la «(...) chiave dell'immeritevolezza di tutela (...)» - dalla stessa definita «scivolosa» (!) (corsivo mio).

⁶⁹ La Corte si conforma, così, a quanto prospettato già da M. GAZZARA, *op. ult. cit.*, pp. 1228-1229.

⁷⁰ Non va dimenticato che - come ricorda F. CESERANI, *op. ult. cit.*, pp. 804-805 - la crisi sofferta dal mercato assicurativo della responsabilità civile d'Oltreoceano, a cavallo degli anni '80, fu dovuta anche all'inefficienza dei modelli di gestione del rischio su base tradizionale, qualora chiamati a confrontarsi con le fattispecie dannose a carattere lungolatente, foriere di pregiudizi della cui risarcibilità, sull'onda della «*psychology of entitlement*», fu con sempre più insistenza reclamato il diritto. Osserva, così, M. GAZZARA, *Brevi note in tema di danni lungolatenti e assicurazione di r.c. professionale*, in *Corti Sal.*, 2014, p. 403, che «(...) la dilatazione a dismisura dei tempi entro cui l'azione risarcitoria può essere esercitata comporta da un lato la straordinaria difficoltà di appostare adeguate riserve per polizze scadute ormai da diversi anni e dall'altro il rischio che gli incessanti mutamenti normativi e soprattutto giurisprudenziali, spesso di segno opposto, intervenuti tra la data di assunzione e stima del rischio nonché di valutazione dei premi, e quella di corresponsione dei risarcimenti, facciano saltare e rendano inattendibile ogni calcolo attuariale oltre che la previsione di adeguati massimali». Il sistema *claims made* scongiura tali inconvenienti. Rileva P. GABASIO, *Modalità di validità della garanzia in claims made: il pensiero dell'assicuratore*, in *Medicina e diritto*, 2010, p. 45, che «Le polizze in *claims made* favoriscono, o meglio impongono, bilanci più fedeli e rigorosi per le compagnie. Quando una polizza smette di generare entrate (i primi assicurativi), smette anche di generare uscite (i sinistri); il bilancio di fine anno rappresenta fedelmente l'andamento della compagnia». Non solo: osserva, ancora, F. CESERANI, *op. ult. cit.*, p. 811, che tale modulo di gestione del rischio «(...) favorisce un sostanziale allineamento tra la valutazione del rischio ed il suo costo in sede di valutazione del danno, senza alcuna influenza derivante da fenomeni di inflazione economica o legale se non dovuti alla inefficienza del processo di liquidazione». Dal

E' chiaro, infatti, che «(...) il premio commisurato all'adozione della clausola *claims made*, la quale sottopone l'assicuratore all'obbligazione contrattualmente assunta entro un arco temporale circoscritto e ben determinato, risulterebbe evidentemente non più proporzionato in caso di clausola *loss occurrence* (o *act committed*, ndr), tale da comportare la permanenza dell'obbligazione di garanzia per un arco temporale ben più ampio e incontrollabile (...)»⁷¹.

Considerata la logica mutualistica che presiede al fenomeno assicurativo, non è difficile immaginare che la soluzione prospettata dalle Sezioni Unite possa verosimilmente condurre a una lievitazione generalizzata dei premi⁷²: l'imprevedibile esito del giudizio sulla meritevolezza imporrebbe alle imprese di costituire apposite riserve per i sinistri tardivi che dovessero venire a gravare sulle garanzie, modulate su base tradizionale, chiamate a sostituire le polizze *claims* eventualmente dichiarate nulle.

Il controllo giudiziario sul contenuto economico del contratto favorisce, in questo senso, una risposta maggiormente in linea con una logica di conservazione del contratto⁷³, e, ancor prima, di complessiva tutela del mercato assicurativo della responsabilità civile.

canto suo, l'assicurato può giovare della possibilità di attingere, anche a notevole distanza di tempo dalla stipulazione della polizza, ad un massimale adeguato al costo del danno occorso, al netto dell'eventuale aumento del tasso inflattivo. Infine, si badi che il paventato pericolo che il *claims made* con estensione retroattiva possa generare fenomeni di antiselezione del rischio, è scongiurato, quantomeno con riferimento alle polizze professionali, dal fatto che - come noto - l'art. 3, d.p.r. 7 agosto 2012, n. 137, ha introdotto l'obbligo per i professionisti di assicurarsi contro i rischi derivanti dall'espletamento della propria attività. E', dunque, azzerata l'incidenza di comportamenti opportunistici dell'assicurato, il quale, altrimenti, potrebbe effettivamente essere indotto ad assicurarsi solo dopo aver preso coscienza di un errore in grado di determinare, con elevata probabilità, una richiesta di risarcimento.

⁷¹ Cfr. App. Roma, 18 gennaio 2012, in www.diritto24.ilsole24ore.com.

⁷² Lo segnala anche F. MARTINI, *Claims made: gli scenari dopo la sentenza*, in www.insurancetrade.it: «Facile prevedere, con l'estensione temporale delle coperture indotte da questa decisione, l'innalzamento dei costi assicurativi per i professionisti e quindi degli indici attuariali che governano l'offerta del prodotto sul mercato. Il probabile innalzamento dei costi legati all'estensione del rischio temporale diverrebbe dunque, per paradosso, un *boomerang* a carico della classe libero-professionale che si vorrebbe tutelare».

⁷³ Che la tendenza dell'ordinamento sia quella di mantenere in vita il rapporto contrattuale è un dato segnalato, tra gli altri, da G. DE NOVA, *Dal principio di conservazione al favor contractus*, in L. CABELLA PISU, L. NANNI (a cura di), *Clausole*

Qualora, infatti, dovesse accertarsi un difetto di equivalenza tra i valori delle prestazioni, la sanzione della nullità andrebbe a colpire la clausola - parzialmente priva di causa - nei soli limiti della sua eccessività⁷⁴, con il conseguente diritto per l'assicurato alla restituzione della parte di premio indebitamente versata

e principi generali nell'argomentazione giurisprudenziale, Padova, 1998, p. 308: «(...) il pendolo della storia recente del nostro sistema sembra muovere (...) oggi verso un più ampio un più ampio *favor contractus*».

⁷⁴ E' chiaro il richiamo alla disciplina della riduzione della penale. Come osserva R. ROLLI, *op. cit.*, pp. 235-236, è la causa che giustifica il rilievo d'ufficio della manifesta eccessività della penale: la pattuizione risulta, anche in questo caso, [parzialmente] ingiustificata, nei limiti del suo eccessivo ammontare. Circa la configurabilità della nullità parziale di una singola clausola, cfr. L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1948, p. 347 e, di recente, C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile antitrust: profumi e balocchi*, in *Danno resp.*, 2004, p. 1169, il quale osserva che l'art. 1419 c.c. «(...) al comma 1 distingue 'la nullità parziale del contratto' dalla 'nullità di singole clausole' onde può aversi nullità parziale della singola clausola che, non essendo nullità di tutta la clausola, ammonta a nullità parziale del contratto».

La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da SGR e Trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. Soluzioni non univoche.

1. *Premessa*

Una recente pronuncia del Tribunale di Mantova¹ circa la trascrizione degli acquisti di beni immobili perfezionati dalle società di gestione del risparmio ed alcune pronunce di merito che si occupano del medesimo tema nella prospettiva degli acquisti del trustee consentono di fare il punto sulle modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare effettuata da gestori di fondi amministrati nell'interesse altrui.

In particolare, il Tribunale di Mantova ha ribadito l'orientamento, oramai costante della Corte di Cassazione, secondo cui la trascrizione degli acquisti di diritti reali su immobili, effettuati dalla società di gestione di risparmio che agisca per conto di un fondo comune di investimento, deve essere eseguita in favore della società, la quale dovrà annotare, nel quadro D della nota di trascrizione, il nome del fondo a cui va imputato l'acquisto.

Le ragioni di questa modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare affondano le proprie radici nella natura dei fondi comuni di investimento, i quali, secondo il Tribunale di Mantova e la precedente giurisprudenza della Suprema Corte, sono privi di soggettività giuridica².

Sul punto, in passato, si sono registrati, nei vari formanti del diritto, diversi orientamenti.

¹ Tribunale di Mantova, 19 maggio 2016, in <http://www.dirittobancario.it/trust>.

² Si vedano sul punto Cass. civ., 15 luglio 2010, n. 16605, in *Riv. not.*, 2015, 6, 2, 1421; in *Giur. comm.*, 2011, con nota di Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, 1133; in *Giur. it.*, 2011, con nota di Boggio, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, 333.; e Cass. civ., 20 maggio 2013, n. 12187, in *Dir. e giust.*, maggio 2013, con nota di Terlizzi. L'impostazione è stata confermata dalla sezione tributaria della Cassazione in Cass. Civ., Sez. Trib., 19 giugno 2013, n. 15319, in *Dir. e giust.*, giugno 2013, con nota di Terlizzi. Cass. civ. 15 luglio 2010, n. 16605, in *I contratti*, 2011, 27 con nota di Lamorgese, *I fondi comuni d'investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, 31.

2. La controversa natura dei fondi comuni di investimento

Secondo un primo indirizzo, formatosi in letteratura, i partecipanti al fondo sarebbero comproprietari dei beni in esso inclusi e la società di gestione agirebbe quale amministratore in virtù di un apposito mandato dai primi conferitole³.

Altri, invece, osservando come il diritto dei partecipanti non possa avere natura proprietaria, in quanto privo del potere di amministrare, irrevocabilmente delegato ad un terzo⁴, hanno sostenuto che il fondo debba essere considerato di proprietà della società che lo gestisce⁵, ancorché fiduciaria⁶ o temporanea⁷.

Ulteriori impostazioni, poi, accomunate dalla concezione del fondo quale centro di imputazione di rapporti giuridici, hanno osservato come i titolari delle quote possano essere considerati alla stregua di associati in un'associazione non riconosciuta⁸ ovvero che il fondo sia "titolare di sé stesso", in quanto dotato di soggettività giuridica⁹ o, addirittura, privo di un titolare, «essendo ben concepibile, peraltro, che l'ordinamento consenta anche la presenza di beni dei quali nessuno possa dirsi "proprietario"»¹⁰.

La soggettività giuridica dei fondi comuni di investimento immobiliari è invece stata riconosciuta, ai fini della trascrizione, dal

³ Libonati, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 627.

⁴ Ascarelli, *La natura giuridica del fondo comune di investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984, 457.

⁵ Ascarelli, *La natura giuridica del fondo comune di investimento mobiliare*, cit., 457.

⁶ P. Rescigno, voce «Proprietà (dir. priv.)», in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, 293; P. Rescigno, *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella l. 77/1983*, Milano, 1985, 85; P.G. Jaeger, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni di investimento mobiliari*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970, 28. Sulla qualificazione della proprietà del gestore nel diritto comparato si veda Graziadei, voce «Fondi comuni di investimento in diritto comparato», in *Dig. Disc. Priv. Sez. Comm.*, VI, Torino, 1991, 239.

⁷ Lanzio, *Società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare*, in *App. Noviss. Dig. It.*, VII, Torino, 1987, 360.

⁸ Nigro, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970, 87.

⁹ Costi, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1968, 242.

¹⁰ Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, 199.

Consiglio di Stato¹¹, secondo il quale, in considerazione della «spiccata autonomia del patrimonio del fondo», questo dovrebbe essere considerato alla stregua di uno «specifico centro di imputazione di interessi, nettamente distinto anche dalla relativa società di gestione». Di conseguenza, per «realizzare le finalità di tutela dei terzi che la pubblicità persegue non si può prescindere dai “caratteri di integrale autonomia soggettiva dei fondi”, voluti dal Legislatore». Tali caratteristiche comporterebbero, sempre secondo il Consiglio di Stato, che la trascrizione vada eseguita a favore del fondo stesso (o contro quando cessionario), dando però specifica notizia dell’esistenza del vincolo di gestione.

Sulla medesima lunghezza d’onda si è collocata la Circolare del Ministero delle Finanze n. 218/T dell’11 novembre 1999, il quale ha ritenuto che gli acquisti di beni immobili effettuati dalla società di gestione del risparmio per conto del fondo dovrebbero essere trascritti in favore del fondo stesso, annotando, a margine della trascrizione, il rapporto gestorio sussistente tra la prima e il secondo.

Tuttavia, come sopra anticipato, questa modalità di esecuzione della formalità pubblicitaria relativa agli immobili è stata rivista e ribaltata dalla già citata sentenza della Corte di Cassazione del 2010¹², la quale, accogliendo (consapevolmente o meno), gli auspici contenuti in una risposta dell’Ufficio Studi del Consiglio Nazionale del Notariato ad un quesito inoltratogli sul tema¹³, ha inaugurato un filone giurisprudenziale oramai stabile e nel cui solco si sono collocati la medesima Corte, in due successive occasioni¹⁴, e il Tribunale di Mantova, nella sentenza del 19 maggio 2015.

Più nel dettaglio, la Cassazione ha osservato come la definizione del fondo alla stregua di «patrimonio autonomo», fornita dal Testo Unico della Finanza, sia stata adottata senza «aver prestato molta attenzione alle diverse sfumature di significato» che i termini «autonomia», «distinzione» e «separazione» comportano. Affinché possa configurarsi un soggetto di diritto, infatti, occorrerebbe riscontrare un «vero e

¹¹ Cons. St., sez. III, parere 11 maggio 1999, n. 608, *in Cons St.*, 1999, 2216.

¹² Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 27.

¹³ Ufficio Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Risposta a Quesito 706-2006/C, Fondi immobiliari chiusi e trascrizione.

¹⁴ Si vedano Cass. civ., 20 maggio 2013, n. 12187, cit., e Cass. Civ., Sez. Trib., 19 giugno 2013, n. 15319, cit.

proprio regime di autonomia» decisionale¹⁵ di cui i fondi comuni di investimento sarebbero del tutto privi, nonché una «struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone (come pure nei fondi speciali per la previdenza e l'assistenza costituiti a norma dell'articolo 2117 c.c., ai quali la giurisprudenza riconosce la qualifica di centri di imputazione di rapporti giuridici anche quando non abbiano ottenuto il riconoscimento della personalità)»¹⁶.

In secondo luogo – prosegue la decisione del 2010 – non essendo il fondo dotato di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazioni con i terzi «e a tal fine abbisognando dell'intervento della società di gestione, la sua configurazione quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti»¹⁷.

Infine, l'assenza di soggettività, nell'impianto della Cassazione, parrebbe potersi evincere anche da altre due regole, estremamente indicative.

La prima rende responsabile la società di gestione nei confronti dei partecipanti al fondo, e non nei confronti del fondo medesimo, «come ci si sarebbe potuto aspettare se a quest'ultimo il Legislatore avesse voluto attribuire una soggettività sua propria»¹⁸. La seconda implica responsabilità residuale del gestore per le obbligazioni contratte per conto del fondo, che la Suprema Corte parrebbe ritenere sussistente (benché in un *obiter dictum* della citata sentenza) e a sua volta incompatibile con la soggettività.

Prendendo le mosse da queste considerazioni, i Giudici di Legittimità hanno potuto osservare come il nostro ordinamento non si concili con (*rectius* - «mal sopporta») «l'esistenza di un patrimonio privo di un titolare»¹⁹, il fondo costituisca patrimonio separato da quello della società di gestione, e la titolarità dei beni ivi compresi sia riallocata tra il gestore, titolare formale, e i partecipanti al fondo, proprietari sostanziali.

¹⁵ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit. 29.

¹⁶ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 29.

¹⁷ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 29.

¹⁸ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 29.

¹⁹ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 29.

3. *Le modalità di esecuzione della trascrizione in favore del gestore. SGR e trustee.*

Questa impostazione, che pare riecheggiare la teoria della *duality of ownership* del trust, il quale, come noto, non è un ente, ha consentito alla Cassazione, e, in seguito, al Tribunale di Mantova, di ritenere che i beni immobili inclusi nel fondo debbano essere intestati alla società di gestione del risparmio²⁰, la quale, pertanto, dovrà trascrivere ai soli fini di cui all'articolo 2644 c.c. in proprio favore e render noto con l'annotazione a margine della trascrizione, nel quadro D, il vincolo esistente sul fondo.

Da tale regola si evince agevolmente come la sottrazione dei beni inclusi nel fondo alla garanzia generale del debitore di cui all'articolo 2740 c.c. si realizzi grazie al solo Testo Unico della Finanza, secondo il quale i fondi costituiscono un «patrimonio autonomo», distinto a tutti gli effetti da quello di ciascun partecipante, nonché dal patrimonio della società di gestione del risparmio e dagli altri fondi comuni di investimento che la stessa amministra²¹. Pertanto, nessuna ulteriore e differente forma di trascrizione a carico della società (di gestione del risparmio) e ai fini (di cui all'articolo 2915 c.c. e, quindi,) dell'opponibilità ai terzi della separazione del fondo, è necessaria.

Questo principio rappresenta la conferma, in via operativa, della trascrivibilità, in favore del manager del trust, con contestuale annotazione dell'esistenza del vincolo nel quadro D, degli atti con cui il gestore ottenga un diritto reale su di un immobile, in forza di un atto volontario (quale l'atto dispositivo in trust o un contratto) o di un provvedimento dell'Autorità Giudiziaria²². Il trustee, pertanto, dovrà indicare:

- a) nel quadro A, “costituzione in trust di immobile”;

²⁰ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 29.

²¹ Si vedano l'articolo 1, comma I, lettera j) e l'articolo 36 del Testo Unico della Finanza.

²² Confermano questa impostazione Tribunale di Reggio Emilia, 25 febbraio 2014, n.307, in *Trusts e Att. fid.*, 2014, 433; Tribunale di Udine, 4 novembre 2013, n. 1351, in *Trusts e Att. fid.*, 2014, 437, e Tribunale di Frosinone, 29 maggio 2013, in *Trusts e Att. fid.*, 2014, 433. Questi ultimi due provvedimenti si esprimono in materia di trust autodichiarato, rispetto al quale rinvierò anche alle mie considerazioni in *La pubblicità del diritto del trustee*, Torino, 2012, 84 e ss.

b) nella parte relativa ai soggetti, l'indicazione delle generalità del disponente o il venditore a carico del quale la trascrizione è effettuata e quelle del manager, in favor del quale si effettua la trascrizione; e

c) nel quadro D della nota di trascrizione, l'indicazione della qualità di trustee e gli elementi dell'atto istitutivo di cui si ritenga opportuno dare pubblicità.

Non è dunque necessaria, nemmeno nei trust (come nei fondi comuni di investimento), una trascrizione ai fini di cui all'articolo 2915 c.c., a carico del gestore, per rendere opponibile ai terzi la segregazione²³.

Di conseguenza, a nulla rileverà l'opponibilità o meno delle informazioni contenute nel quadro D, il quale, come la Suprema Corte ha confermato, può ben contenere una segnalazione riguardante una qualità della parte²⁴, dando notizia dell'esistenza del rapporto gestorio, senza che questo possa rappresentare un fatto «in grado di smentire categoricamente quanto dai precedenti quadri risulta»²⁵ e, pertanto, immeritevole di essere pubblicizzato.

Quindi, l'effetto segregativo che investe i beni inclusi nel fondo in trust si produrrà in forza degli articoli 2, lettera b), e 11 della Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts e sul loro riconoscimento, ratificata, nel nostro ordinamento, con Legge 6 ottobre 1989, n. 364.

La prima norma va letta nelle due versioni linguistiche, le quali paiono introdurre due diversi principi, a seconda che si legga il testo francese o quello inglese²⁶.

Secondo il testo francese, infatti, «*les biens du trust constituent une masse distincte et ne font pas partie du patrimoine du trustee*» e, quindi,

²³ Con riferimento al trust si sono in tal senso espressi Lupoi, Lettera a un notaio conoscitore dei trusts, *Riv. not.*, 2001, 1159; Gambaro, *Notarella in tema di trascrizione degli acquisti immobiliari del trustee ai sensi della XV Convenzione dell'Aia*, *Riv. dir. civ.*, 2000, 260; Castronovo, *Trust e diritto civile italiano*, *Europa e dir. priv.* 1998, 1330; Contaldi, *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano, 2001, 149. Sul punto, invece, si è espresso in senso contrario Gazzoni, *Tentativo dell'impossibile (Osservazioni di un giurista "non vivente" su trust e trascrizione)*, in *Riv. not.*, 2001, 15; Gazzoni, *Il cammello, il leone, il fanciullo e la trascrizione del trust*, in *Riv. not.*, 2001, 1115.

²⁴ Gazzoni, *Il cammello, il leone, il fanciullo e la trascrizione del trust*, cit., 1114.

²⁵ Gazzoni, *Il cammello, il leone, il fanciullo e la trascrizione del trust*, cit., 1115.

²⁶ Lupoi, *Trusts*, Milano, 2001, 506.

i beni in trust non entrano nel patrimonio del gestore, ma formano una massa distinta, autonoma.

Per contro, il testo inglese dispone che i beni in trust siano inclusi tra quelli del «*trustee's own estate*». Come notato, «qui la parola fondamentale è “own” ed essa si comprende solo all'interno del trust appartenente al modello inglese alla luce delle teorie dell'Equity»²⁷.

Pertanto, mentre il testo francese colloca il patrimonio in trust tra i patrimoni autonomi, rispetto a quello degli attori che ruotano attorno all'istituto, il testo inglese fa riferimento alla segregazione patrimoniale, tipica del modello tradizionale e riconosciuta dall'Equity all'interno del patrimonio del gestore.

Il principio dell'insensibilità dei beni in trust alle azioni dei creditori personali del trustee è poi meglio specificato dalla seconda delle norme sopra citate, l'articolo 11, il quale, aprendo la parte della Convenzione relativa al riconoscimento dei trust, stabilisce che un rapporto istituito in conformità alla legge specificata dagli articoli 6 e 7 dovrà essere riconosciuto come trust.

Tale riconoscimento, prosegue il secondo paragrafo del medesimo articolo 11, comporta, tra l'altro, alcuni effetti ritenuti essenziali²⁸, cioè che i beni in trust siano separati dal patrimonio personale del trustee e che il trustee abbia la capacità di agire ed essere convenuto in giudizio in tale qualità nonché di comparire, nella medesima qualità di manager, davanti a un notaio o ad altra persona che rappresenti un'Autorità Pubblica.

Queste regole, secondo l'opinione dominante, tanto della letteratura civilistica, quanto di quella di common law, sono norme di diritto materiale uniforme, introdotte dalla Convenzione negli ordinamenti degli Stati ratificanti, a prescindere dal fatto che le stesse siano contemplate dalla legge applicabile al rapporto²⁹.

²⁷ Lupoi, *Trusts*, cit., 506.

²⁸ von Overbeck, *Explanatory Report*, in *Conference de La Haye de droit international privé – Hague Conference on private international law, Actes et documents de la Quinzième session – Proceedings of the Fifteenth Session*, II, Imprimerie Nationale, La Haye, 1985, par. 104.

²⁹ Sull'introduzione di regole sostanziali operata dall'articolo 11 si era già espresso il Delegato greco in sede di lavori preparatori, come riportato dal Relatore Generale al par. 109. In dottrina si veda Lupoi, *Trusts*, cit., 529; Carbone, *Autonomia privata, scelta delle legge regolatrice del trust e suoi effetti nella convenzione dell'Aja del 1985*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1999, 773 e in *Trusts e att. fid.*, 2000, 145;

Allora, la segregazione patrimoniale si produrrà certamente, in quanto elemento strutturale del trust convenzionale di cui all'articolo 2 – dal quale la legge scelta dal disponente non può sottrarsi ai fini dell'operatività della Convenzione – e conseguenza del suo riconoscimento ex articolo 11.

Tale effetto è poi dettagliato nel terzo paragrafo dello stesso articolo 11, il quale si preoccupa di assicurare alcuni risultati contemplati dalla legge applicabile³⁰.

Va tuttavia osservato come le regole ivi contenute non siano considerate norme di diritto materiale uniforme³¹, e, di conseguenza, trovino applicazione unicamente nella misura in cui siano previste dalla legge che governa il rapporto così come determinata ai sensi della Convenzione³². Queste norme prevedono, alle lettere a-c, le conseguenze della segregazione patrimoniale e, alla lettera d, la disciplina dei rimedi assegnati ai beneficiari rispetto al fondo, che conseguono tradizionalmente nel trust di common law per effetto della segregazione. Si dispone infatti che, grazie alla riorganizzazione delle responsabilità intorno ai beni in trust: (i) i creditori personali del trustee non possano promuovere l'esecuzione forzata sui detti beni; (ii) questi restino sottratti a tali pretese anche in caso di insolvenza o bancarotta del manager; e (iii) il coniuge e gli eredi del gestore non abbiano alcun titolo sugli stessi, né in forza del regime patrimoniale del matrimonio né del diritto successorio a loro applicabili.

Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento, in *Commentario Breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa e P. Zatti, Padova, 1999, 8; Luzzato, *Legge applicabile e riconoscimento di trusts secondo la Convenzione dell'Aja*, in *Trust e Att. fid.*, 2000, 7. In *common law* si veda Harris, *The Hague Trusts Convention, Scope, Application and Preliminary Issues*, Oxford, 2002, 313. Si veda da ultimo Lupoi, *Istituzioni di diritto dei trust negli ordinamenti di origine e in Italia*, Padova, 2016, 304.

³⁰ Secondo alcuni, tale comma è stato inserito per spiegare agli ordinamenti continentali gli effetti base del trust. Si veda Gaillard, Trautman, *Trusts in Non-Trust Countries: Conflict of Laws and the Hague Convention on Trusts*, 35 Am. J. Comp. Law 307 (1987), 332.

³¹ Nella nostra letteratura si veda Lupoi. *Trusts*, cit., 529. In *common law* si vedano Gaillard, Trautman, *Trusts in Non-Trust Countries: Conflict of Laws and the Hague Convention on Trusts*, 35 Am. J. Comp. Law 307 (1987), 332 e Harris, *The Hague Trusts Convention, Scope, Application and Preliminary Issues*, cit., 315.

³² Lupoi. *Trusts*, cit., 529, nonché Harris, *The Hague Trusts Convention, Scope, Application and Preliminary Issues*, cit., 315.

4. *La trascrizione in favore del fondo in trust*

Dalle sentenze sulla trascrizione degli acquisti di immobili conclusi dalla società di gestione del risparmio si evincono due dati.

Il primo consiste nel perfezionamento della formalità pubblicitaria, che deve eseguirsi in favore del gestore del fondo privo di soggettività giuridica, in quanto privo dei relativi indici elaborati dalla Cassazione.

Il secondo attiene all'effetto segregativo dei beni inclusi in tale fondo, il quale si produce non in forza di un'eventuale trascrizione effettuata in favore e contro il gestore che lo amministra, bensì grazie a regole di diritto sostanziale, le quali prevedono espressamente detta segregazione.

Questi due dati, tuttavia, non escludono che la trascrizione immobiliare (ed altre forme di pubblicità) possano avvenire nei confronti del trust³³, anziché del trustee.

Non può infatti negarsi l'esistenza, nel nostro ordinamento, di trust che, pur non avendo soggettività giuridica secondo la legge regolatrice e, dunque, non essendo enti in senso tecnico, presentano quei requisiti che la Suprema Corte ha ritenuto insussistenti nel fondo comune di investimento immobiliare e, per contro, ha richiesto al fine di poter riscontrare l'esistenza di un centro di imputazione autonomo, di un soggetto di diritti che consenta, nel solco del citato parere del Consiglio di Stato, di effettuare la trascrizione facendo riferimento alla denominazione assegnata dal disponente al trust anziché al nome del gestore.

Simili modelli, come del resto tutti i trust, hanno uno o più soggetti che s'interfacciano con i terzi, i trustee, i quali, ben lungi dal rappresentare un «estraneo», come è definita, in giurisprudenza, la società di gestione rispetto al fondo, costituiscono il dato giuridico imprescindibile e fondamentale di ogni trust: ci sono trust senza beneficiari ma non c'è trust, nemmeno non espressamente istituito, privo di gestore.

Tali modelli, inoltre, come del resto tutti i trust, prevedono un sistema di responsabilità del trustee simile a quello in presenza del quale

³³ Si veda il mio la *Pubblicità del diritto del trustee*, cit., 2012, 116 e ss. E' contrario Muritano, *Conflitti giurisprudenziali in tema di trascrizione del trust*, in *Trust e Att. fid.*, 2014, 361.

la Cassazione rinviene un centro autonomo di imputazione, tanto sul versante della responsabilità per *mala gestio*, quanto su quello della responsabilità patrimoniale. Infatti, la gestione imprudente del gestore non determina in capo allo stesso un'obbligazione di risarcire il beneficiario che lo abbia convenuto davanti ad una corte, bensì l'obbligo di ricostituire il valore del fondo in misura pari alla perdita secca occorsagli in conseguenza di scelte gestionali sleali, imprudenti o difformi da quanto previsto dalla legge applicabile al rapporto, dalle finalità del trust e dalle disposizioni dell'atto istitutivo. Al contrario, si discute ancora in dottrina se la società di gestione del risparmio sia obbligata a ripianare la perdita cagionata al fondo dalla propria *mala gestio*, oppure il danno lamentato dal partecipante nella propria sfera giuridico-patrimoniale³⁴.

Per giunta, nel panorama mondiale delle leggi trust è frequente rinvenire soluzioni alternative a quelle del modello tradizionale inglese e tali per cui i beni in trust, da un lato, sono del tutto insensibili alle azioni dei creditori personali dei soggetti che ruotano attorno al fondo e, dall'altro, sono direttamente aggredibili dai creditori che possano vantare un titolo causalmente connesso con l'attività gestoria del trustee³⁵. Differenti, invece, sono i meccanismi di funzionamento dei fondi comuni di investimento, i quali non assicurano del tutto la società

³⁴ Secondo alcuni, infatti, l'azione di responsabilità per *mala gestio* sarebbe finalizzata alla reintegrazione del patrimonio del fondo e non al risarcimento del danno eventualmente subito da ciascun partecipante, la cui quantificazione parrebbe problematica in considerazione della collettività della gestione del risparmio effettuata nell'interesse di tutti i sottoscrittori del fondo (Si vedano E. Tonelli, *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi-M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 86-87; Miola-Briolini, *Art. 36*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, I, 325-326. Giunge a conclusione analoga, ma sotto la vigenza della precedente disciplina di cui alla legge 23 marzo 1983 n. 77, Sabatelli, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, 50). Altri, invece, leggendo la precedente disciplina della legge 23 marzo 1983 n. 77, hanno attribuito a ciascun sottoscrittore, la possibilità di esperire un'azione di danni nei confronti del gestore, volta ad ottenere la liquidazione di una somma da imputarsi alla propria personale sfera giuridico-patrimoniale (Meo, *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm. gen. obbl.*, 1986, 188; Borgioli, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, 932).

³⁵ Sul punto si veda il mio *La pubblicità del diritto del trustee*, cit., 117 e seguenti.

(che li gestisce) da eventuali azioni dei creditori con titolo causalmente connesso con il fondo. Anche questo tema, infatti, è dibattuto nel nostro ordinamento, laddove si discute se la società di gestione del risparmio abbia responsabilità residuale per le suddette obbligazioni – come parrebbe risultare da un *obiter dictum* della Suprema Corte, reso nell’ambito della sentenza del 2010³⁶ – ovvero se la separazione sia bilaterale, e tale da riorganizzare in due classi i creditori, distinguendo quelli personali della società e quelli con titolo che affondi la propria causa nel fondo³⁷.

Infine, è generalmente incardinata nei trust istituiti conformemente alla Convenzione dell’Aja, una struttura organizzativa rilevante, non di rado composta da due consigli (di trustee e guardiani) e dal comitato dei beneficiari, al quale spettano poteri amministrativi tali da incidere sulla sorte degli altri soggetti coinvolti dal disponente nel programma gestorio cristallizzato nell’atto istitutivo³⁸.

Parrebbe dunque potersi rinvenire, in molti trust moderni che circolano nel nostro ordinamento, quella struttura organizzativa con rilevanza esterna, che, nell’opinione della Suprema Corte, caratterizza i soggetti di diritto e mancherebbe ai fondi comuni di investimento.

³⁶ Cass. civ. 15 luglio 2010, n. 16605, cit., 27. Inoltre, in favore della responsabilità residuale della società di gestione si vedano A. Lener, *Commento all’art. 3 legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, 412; Costi, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *I fondi comuni di investimento*, diretto da P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, 107 (tutti sotto la vigenza della legge 23 marzo 1983, n. 77).

³⁷ Sostengono che non residui alcuna responsabilità della società di gestione Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 190; Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell’attività di investimento*, cit., 1145; Sansone, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, nota a Tribunale di Rovigo, 21 ottobre 2010, in *Società*, 2011, 1057. Quest’ultimo, in particolare, ritiene che l’intervento del Legislatore del 2010 – con cui è stato precisato che «delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio» – il nostro ordinamento avrebbe definitivamente optato per una separazione patrimoniale netta. E’ coerente sul punto Troiano, *Artt. 36-37*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, I, 571.

³⁸ Sulle regole di organizzazione negli atti istitutivi di trust si veda il mio *L’atto istitutivo di trust: soluzioni analoghe e soluzioni mutuabili dal diritto societario*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, 305. In generale ed in una prospettiva di analisi economica del diritto, si veda il mio *Il trust come organizzazione complessa*, Torino, 2010.

Allora, in presenza di una legge regolatrice che assegni autonomia patrimoniale al fondo e di una struttura organizzativa adottata dal disponente nell'atto istitutivo, è fuor di dubbio che non vi sia soggettività giuridica del trust – a meno che sia espressamente prevista dalla legge applicabile – ma è altrettanto evidente come, sia da un punto di vista economico, che da quello giuridico, coerentemente con l'insegnamento della Cassazione, esso possa essere accostato ai soggetti di diritto.

Di conseguenza, la pubblicità, in virtù di quelle ulteriori funzioni, riconosciute in dottrina, di dar notizia della situazione in cui un mutamento si risolve³⁹ e di «stabilire, in caso di più pretese in contrasto, a quale “centro di imputazione di pretese patrimoniali” debba essere ascritto un determinato bene»⁴⁰, potrebbe (e dovrebbe) interessarsene.

Da questo angolo visuale, più nel dettaglio, ragioni di efficienza economica richiederebbero al manager di dar notizia dell'appartenenza al fondo del bene acquistato, indipendentemente dal titolo di acquisto, che dovrà in ogni caso essere reso noto negli appositi spazi, a seconda del tipo di registro.

Ciò significa trascrivere nei registri immobiliari, ai fini di cui all'articolo 2644 c.c., in favore (o, in caso di cessione, a carico) del trust, anche laddove auto-dichiarato, indicando il nome – generalmente assegnato al rapporto, a guisa di denominazione (sociale) –, nonché l'indicazione della sede e del codice fiscale assegnato dal Ministero delle Finanze. A tali informazioni si dovrà poi aggiungere, nel quadro D, le generalità dei trustee e le informazioni rilevanti dell'atto istitutivo, secondo quanto previsto dall'articolo 2659 c.c.⁴¹. Quest'ultimo, per

³⁹ Si vedano sul punto i già citati Pugliatti, *La trascrizione*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, dir. da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1957, 395 e Mariconda, *La trascrizione immobiliare*, in *Tratt. dir. priv.*, dir. da P. Rescigno, Torino, 19, 1995, 74-75.

⁴⁰ Parisi, *Trascrizione nei confronti del trust: appunti per una rilettura dell'art. 2659 c.c.*, in *Trust e Att. fid.*, 2014, 378

⁴¹ La tesi è stata sostenuta da chi ritiene che il trust sia dal punto di vista dogmatico, un soggetto di diritto A. De Donato-V. De Donato-E. D'Errico, *Trust convenzionale. Lineamenti di teoria e pratica*, Roma, 1999, 128-130. Sono apertamente contrari a questa tesi Gallizia, *Trattamento tributario dell'atto dispositivo in un trust di beni immobili*, in *Trust e att. fid.*, 2001, 148-149 e Bartoli, *Il trust*, Milano, 2001, 593. Ugualmente ha sostenuto la non trascrivibilità in favore del trust la nota con protocollo 6901/99 della Direzione Compartimentale del Territorio per le Regioni Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta, Servizio ispettivo, in *Trusts e att. fid.*, 2000, 296-297.

giunta, come osservato in dottrina, potrebbe essere interpretato nel senso di ritenere che per «parti», da includersi nella nota di trascrizione, si intenda un centro di imputazione di pretese patrimoniali⁴², come sarebbe, senza dubbio alcuno, il fondo in trust quando incardinato in un modello del tipo di quelli sopra descritti.

In tal senso, peraltro, si sono dimostrate la prassi del nostro ordinamento⁴³ – ma non è detto che si tratti di trascrizioni guidate dai principi sopra esposti – ed alcune corti di merito, come il Tribunale di Torino⁴⁴, e la Corte d'Appello di Venezia⁴⁵, i quali hanno ritenuto che l'esecuzione della pubblicità in favore del trust possa avvenire a prescindere dall'assenza soggettività del medesimo. Del resto, questa forma di «entificazione ai soli fini della trascrizione»⁴⁶ immobiliare è stata prevista espressamente dal Legislatore, con la legge 11 dicembre 2012 n. 220, in relazione al condominio, il quale, come noto non è un ente.

Poi, al fine di uniformare le informazioni trasmesse con la pubblicità, lo stesso metodo di perfezionamento della stessa potrà essere utilizzato rispetto agli acquisti da iscriversi nel registro delle imprese, com'è in effetti avvenuto presso quello tenuto dalla Camera di Commercio di Genova, nonché da quelle di Arezzo (in tre occasioni) e di Salerno⁴⁷.

⁴² Parisi, *Trascrizione nei confronti del trust: appunti per una rilettura dell'art. 2659 c.c.*, cit., 378.

⁴³ Si veda l'analisi effettuata da Di Sapio, *Trust e modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare*, Parte Seconda, in *Vita notarile*, 2015, 697.

⁴⁴ Si vedano Tribunale di Torino, 10 febbraio 2011, in *Giur. merito*, 2011, 408 con nota di Stefani, *Trascrizione a favore del trust: una nuova frontiera?* e i due Decreti del medesimo Tribunale di Torino, in pari data, 10 marzo 2014, pubblicati in *Trusts e att. fid.*, 2014, 430

⁴⁵ Corte d'Appello di Venezia, 10 luglio 2014, in www.ilcaso.it.

⁴⁶ Di Sapio, *Trust e modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare*, Parte Prima, in *Vita notarile*, 2015, 231.

⁴⁷ Le iscrizioni presso i citati registri sono reperibili sul sito dell'Associazione Il Trust in Italia (www.il-trust-in-italia.it) e sono avvenute tra il 2002 e il 2007 (in particolare a Salerno il 9 gennaio 2007 e ad Arezzo il 26 luglio 2002, il 22 febbraio 2005 e il 21 giugno 2002.).

5. Conclusioni

In definitiva, non si tratta di scegliere l'uno o l'altro criterio in maniera arbitraria o inconsapevole della natura del trust, bensì di graduare le modalità di trascrizione in funzione dei rapporti economico-strutturali a cui è informato l'atto istitutivo, rispondendo così a logiche efficientistiche non fini a sé stesse (che peraltro difficilmente lo sono), ma che trovano riscontro e coerenza con la finalità informativa della pubblicità (anche in merito al «mutamento giuridico relativo allo statuto di gestione e circolazione dei beni»⁴⁸) e con i dettami della Suprema Corte in merito ai requisiti in presenza dei quali va riscontrata la soggettività giuridica.

⁴⁸ Di Sapio, *Trust e modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare*, Parte Seconda, cit., 704.

