



Studi di diritto e regolazione dell'economia  
*Fatti economici e diritto*

*Collana diretta da F.M. D'Ettore e F. Zatti*

# La dualità istituzionale del risparmio popolare

*a cura di*

Felice Maurizio D'Ettore  
Andrea Bucelli - Filippo Zatti



G. Giappichelli Editore

# Studi di diritto e regolazione dell'economia

## *Fatti economici e diritto*

Collana diretta da F.M. D'Ettore e F. Zatti

---

### 1

*Allorché ogni soluzione che si tenta di un dato problema si rivela contraddittoria, e il problema tuttavia permane, è da supporre, tra l'altro, che non si posseggano tutti i principi necessari per la soluzione.*

(B. CROCE, *Riduzione della filosofia del diritto alla filosofia dell'economia*, cap. II: *Il diritto come pura economia*, Napoli, 1926, 35)

*Collana diretta da:*

Felice Maurizio D'Ettore (Università degli Studi di Firenze);  
Filippo Zatti (Università degli Studi di Firenze).

*Comitato scientifico:*

Niccolò Abriani (Università degli Studi di Firenze), Mariangela Atripaldi (Università degli Studi Roma Tre), Giuseppe Conte (Università degli Studi di Firenze), Giovanni Doria (Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"), Leonardo Ferrara (Università degli Studi di Firenze), Marco Miccinesi (Università Cattolica del Sacro Cuore), Sergio Patriarca (Università degli Studi dell'Insubria), Angelina Principe (Università degli Studi di Salerno), Andrea Simoncini (Università degli Studi di Firenze), Andrea Zoppini (Università degli Studi Roma Tre).

*Modalità di presentazione dei contributi monografici e delle opere collettanee*

Gli Autori interessati alla pubblicazione nella Collana fanno pervenire il proprio contributo ai Direttori unitamente ad una lettera di presentazione della proposta editoriale da trasmettere ai revisori individuati secondo le modalità e i criteri di seguito stabiliti ai fini della procedura di valutazione.

*Procedura di valutazione*

Le proposte di pubblicazione nella Collana, se ritenute meritevoli di accoglimento da parte dei membri del Comitato scientifico, sono sottoposte a un procedimento di revisione tra pari secondo il metodo della *double-blind peer review*. I revisori sono individuati dai membri del Comitato scientifico in base al principio di competenza, anche affidandosi a *referee* esterni, e, comunque, secondo una procedura che garantisca autonomia e trasparenza di valutazione.

Per le proposte riguardanti opere collettanee curate da entrambi i Direttori della Collana, ciascun membro del Comitato scientifico è chiamato a rilasciare soltanto un parere sulla rispondenza della proposta editoriale alle finalità scientifiche della Collana.

*In copertina:*

PIERO BONACCORSI (detto Perin del Vaga), *Giustizia di Zaleuco*, affresco staccato riportato su tela (a. 1521), Galleria degli Uffizi, Firenze, Italia.

Gli obblighi relativi ai diritti di riproduzione sono stati assolti.

# La dualità istituzionale del risparmio popolare

*a cura di*

Felice Maurizio D'Ettore  
Andrea Bucelli - Filippo Zatti



G. Giappichelli Editore

G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO  
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100  
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-1184-4

*Il volume è stato pubblicato con il contributo del Dipartimento di Scienze  
per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze.*



Quest'opera è soggetta alla licenza Creative Commons CC BY – NC

*In loving memory of my Father Domenico*

F. Z.



## INDICE

	<i>pag.</i>
<i>Introduzione</i>	XIII
 MAURO LOMBARDI Il Risparmio da meccanismo propulsore dell'economia capitalistica a "potenziale di instabilità" endogeno al sistema economico	 1
 UGO BIGGERI La funzione sociale del risparmio nell'era della finanza globale	 40
 FRANCESCO CIAMPI Vulnerabilità del sistema bancario nazionale e tutela del risparmio	 54
 LORENZO GAI – FEDERICA IELASI Il rischio bail-in per correntisti e obbligazionisti delle banche italiane	 68
 LAURA MAGI Bail-in: quale tutela del risparmio nell'ordinamento internazionale e dell'Unione europea?	 92
 LAURA MAGI L'incidenza dell'Unione economica e monetaria sul risparmio: un quadro a tinte fosche?	 105
 GIANFRANCO MARTIELLO La tutela penale del "risparmio" tra effettività e simbolismo: la vicenda delle false comunicazioni sociali	 117
 ANDREA BUCELLI Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche	 169



	<i>pag.</i>
NICOLA LUCIFERO L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico	196
MASSIMO ARAGIUSTO Lavoro e risparmio nella Costituzione	213
SILVIA TURELLI L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria: profili di diritto societario	226
FELICE MAURIZIO D'ETTORE L'exit dei risparmiatori-azionisti dalle banche cooperative tra tutela del risparmio e stabilità del sistema bancario	242
NICOLETTA VETTORI Risparmio popolare e sistema amministrativo di regolazione dei mercati finanziari. Prime riflessioni	259
SERENA STACCA I codici di comportamento degli operatori finanziari: note brevi sulla tutela del risparmio	277
FILIPPO ZATTI Il favor all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale	295
MARIANGELA ATRIPALDI Quale tutela, quale favor per il risparmio popolare	327
<i>Note sui Curatori e sugli Autori</i>	350





## INTRODUZIONE

– *Al primo Volume della Collana* –

Il panorama delle Collane editoriali inerenti il diritto dell'economia ha contribuito a connotare, in un nuovo ambito di ricerca, il più recente dibattito della dottrina privatistica e pubblicistica interessata allo studio delle dinamiche evolutive e all'inquadramento sistemico di quei processi economico-giuridici ormai sempre più collocabili a livello europeo e globale.

I contenuti di questi ambiti di ricerca, spesso, non hanno esondato dagli argini posti dalla normativa a delimitare il settore scientifico disciplinare del diritto dell'economia (F. CAPRIGLIONE, *Riflessioni conclusive a margine di un convegno su «Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy»*, in *ApertaContrada*, 12 dicembre 2016) essendo, talvolta, legati ad una sua concezione distante dall'essere un'autonoma disciplina scientifica per considerarla, piuttosto, come una disciplina *oggettuale* riferita ai diversi sistemi ordinamentali ed interessata prevalentemente allo studio di normazioni regolative settoriali (M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995). E, in quanto tale, prevalentemente destinata alla ricerca e all'analisi, per l'appunto, "settoriale" da parte dei giuristi di formazione pubblicistica, risolvendosi, spesso, in una trattazione di tematiche in cui, essenzialmente, l'economico è rilevante per il giuridico.

La Collana che qui si avvia con questo primo Volume, dedicato ad un tema di stretta attualità quale è quello del risparmio, vorrebbe incentrarsi, non dimenticando il quadro metodologico già sperimentato, sulla portata degli studi che si occupano della variegata regolazione dei sistemi economici nelle loro interrelazioni [V. ATRIPALDI, *La Costituzione economica tra "patto" e "transizioni"*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed Economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Torino, 1998, 3 e ss.], oggi transnazionali, partendo dalla nuova attenzione che la dottrina di avanguardia – anche internazionale – pone alla peculiare relazione dialettica che governa i fatti economici e il diritto, indipendentemente dalla rigidità e dal formalismo degli ordini statuali, secondo una visione "multilivello" che va oltre l'identità valoriale fondata sulla *lex mercatoria* (M.R. FERRARESE, *Diritto sconfinato*, Roma-Bari, 2006; F. GALGANO, *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001).

Se si pensa alla stessa considerazione storica della nascita del diritto commerciale (T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1962; A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992) che ha per primo affrontato la speciale regolazione e la vocazione universale e transnazionale, rispetto al diritto privato,

del diritto degli atti di commercio e del diritto privato delle imprese, nonché di tutti i rapporti economici in cui normalmente l'impresa si sviluppa, non si ha comunque la percezione immediata della rilevanza del fatto economico.

Tale percezione si manifesta, per la prima volta, all'inizio del Novecento, in Germania, dove i fatti economici sono studiati con l'obiettivo di verificare la loro capacità di incidere sul diritto. Questa opzione metodologica viene via via tralasciata con il consolidarsi dello *status quo* definito nell'immediato secondo dopoguerra e per la collegata (e apparente) semplificazione che ne deriva, in particolare, per le scienze sociali. Tuttavia, il contributo dell'economia politica avrebbe presto rimarcato la rilevanza della geografia del pensiero economico e della "trasmissione internazionale" delle idee e delle dottrine in un percorso di circolazione delle teorie che già allora cominciava a travalicare i confini nazionali e, ancor più, i confini linguistici [J. SPENGLER, *Notes on the Inter-national Transmission of Economic Ideas*, in *History of Political Economy*, 1970, 133 ss. e per la ricostruzione della portata applicativa P. BARUCCI (a cura di), *Le frontiere dell'economia politica*, Firenze, 2003, 9-29]. Favorendo, altresì, un'analisi incentrata sul rilievo assunto dal pensiero economico nel promuovere il ruolo dell'innovazione teorica sulle scelte di politica economica, specificamente attuate dai diversi sistemi politici in funzione della *regolazione dell'economia*. Da quel momento in poi, istanze di natura geopolitica ed economica contribuiranno non poco ad incidere sui modelli di rappresentazione della relazione tra fatti economici e diritto, ormai caratterizzata da una complessità giuridica che la dottrina più recente non ha potuto esimersi dall'affrontare oltre i limiti di quel metodo nato negli anni '60 e associato anche all'analisi economica del diritto (T. KIRAT, *Economie du droit*, Paris, 2012; sul diverso ruolo dell'investigazione giuridico-economica si v. G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics. Essays in Reform and Recollection*, New Haven-London, 2016, 35 ss.).

È noto, in questo alveo, il dibattito che si è aperto negli anni novanta in Italia, scaturito dalla prima consapevolezza di quali sarebbero stati gli effetti derivanti dalla profonda trasformazione suscitata dalla strutturazione del sistema economico delineato dai Trattati dell'Unione a partire da Maastricht in poi. Dibattito caratterizzato anche dalla ricerca di formule nuove per mezzo delle quali si è tentato di dare risposta agli interrogativi nati dall'esigenza di misurare la completezza ed attualità di una teoria che vedeva ancora il diritto in posizione di primazia nell'ordinamento del mercato. Una realtà che era quindi studiata, su altri versanti, riaffermando la centralità dei presupposti giuridici delle descrizioni economiche (N. IRTI, *Introduzione Diritto e mercato*, in AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999). Anche grazie a questo dibattito, si è avuta piena contezza della complessità dei temi oggetto della ricerca del gius-economista che richiede oggi inevitabilmente una visione moderna e unitaria dei fenomeni economici rispetto alle poliedriche interpretazioni orientate dalla regolazione giuridica o dalla semplice e "tranquillante" qualificazione di un settore o categoria disciplinare del diritto, anche se efficacemente o comunicativamente definita come "*diritto dell'economia*".

Le ragioni individuabili sono molteplici. La natura stessa dei temi, la tecnicità sempre più rilevante, la trasformazione del diritto e la sua frammentazione ordina-

mentale, suggeriscono l'esplorazione di metodi alternativi di ricerca e di interpretazione dei fatti economici che consentano una visione unitaria di realtà ormai complesse, e ciò oltre la rivendicazione esclusivamente "editoriale" che asserisca l'unità giuridica della disciplina.

L'obiettivo che ci si pone è quello di considerare la poliedrica sfaccettatura dei temi economici attraverso un metodo di ricerca ed analisi fondato principalmente sulla teoria delle istituzioni, come proposta originariamente da Giuseppe Guarino (G. GUARINO, *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2004). L'opera, *in primis*, di giuristi, economisti, aziendalisti, matematici ma anche di altri studiosi della realtà sociale, politica ed economica, deve essere quella di individuare nella complessità del fenomeno la sua tipizzazione di sintesi. L'approccio, a tal fine, non può che essere "transdisciplinare".

Lo si deve alla natura ormai unificante del diritto dell'economia che non si limita ad intervenire su categorie e schemi già codificati o ritenuti cogenti ma tende a rendere duttili i modelli di approccio alle interrelazioni tra il sistema giuridico e quello economico, per creare un ordinamento unitario e orientare la plurivocità delle possibili interpretazioni, evitando una proliferazione indistinta di soluzioni [E. PICOZZA, *Diritto dell'economia: strumento di unificazione*, in M. Cafagno-F. Manganaro (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia, A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*. Studi a cura di L. Ferrara-D. Sorace, Firenze, 2016]. E ciò, rispetto a temi e questioni che il diritto dell'economia può far rivivere sulla base di un fondamento anche applicativo omogeneo e *naturaliter* combinato alla dimensione evolutiva, in termini spaziali e temporali, dei profili sostanziali dello *ius commercii* e *mercatorum* destinati a rinnovarsi tradizionalmente nell'originario e immutato tessuto ordinativo di regolazione dei fenomeni economici.

In tal senso, l'opera costruttiva e metodologica che caratterizza il diritto dell'economia tende a permeare altri settori disciplinari che non trovano più elementi di distinzione, come dimostrano molti recenti contributi di giurprivatisti e giuscommercialisti peraltro sollecitati dagli studiosi del diritto costituzionale, europeo e internazionale che hanno avvertito l'esigenza di affidarsi a metodi di ricerca connotati da una profonda conoscenza degli elementi concettuali tipici del diritto dell'economia e dell'ordinamento giuridico dei mercati.

La Collana si concentrerà, pertanto, sullo studio dei temi di maggiore attualità che rientrano tipicamente nell'ambito del diritto dell'economia e della regolazione economica sollecitando l'adozione, appunto, di un metodo di analisi fortemente orientato alla transdisciplinarietà. Particolare rilievo sarà dedicato all'analisi del diritto europeo dell'economia, con attenzione alla trasformazione evolutiva del diritto della concorrenza, del diritto dei consumatori, del diritto dei mercati finanziari, del diritto bancario e del diritto dell'economia nel sistema dei diritti sociali e dei servizi a partecipazione pubblica.

\*\*\*

In questo primo Volume, si è scelto di avviare una riflessione su quello che i Padri costituenti qualificarono, con lungimiranza, come "*risparmio popolare*".

Perché si è scelto proprio questo ambito di ricerca? Si tratta di un tema che, a nostro avviso, risulta, forse ancor più di altri, espressivo dei profondi mutamenti che stanno intervenendo, per il tramite del trasformato assetto economico-finanziario, su quello sociale e politico.

Riflettere sull'effettività delle forme di tutela del risparmio previste dall'ordinamento nazionale, sulla loro "compatibilità" con il mutato quadro di riferimento istituzionale, porta ad interrogarsi, in chiave attuale, anche sulla possibile concreta utilità di norme di favore destinate specificamente al risparmio popolare; norme che, come noto, fin dalla loro approvazione all'interno della Carta costituzionale, sono state considerate marginali rispetto alla lettura complessiva dell'art. 47 Cost.

La stessa dottrina, quando non ha confinato il dibattito sul secondo comma dell'art. 47 Cost. nel limitato perimetro delle questioni esegetiche e della portata programmatica della disposizione, ha comunque trascurato di esaminarne la ricaduta in termini sociali ed economici, riconducendone il "senso" giuridico a quello più immediato e di concreta attuazione stabilito nella prospettiva funzionale del primo comma. Da questo angolo di visuale si è riaffermata, anche nella più recente produzione normativa, l'idea che la mediazione legislativa del principio costituzionale in parola fosse garantita dalla considerazione del risparmio popolare quale "vincolo interno" alla legge, proiettato verso soluzioni regolative desumibili dalla dimensione sia funzionale che finalistica della disposizione costituzionale.

L'idea di promuovere una giornata di studi<sup>1</sup>, prima, e, poi, di pubblicare un Volume sul risparmio popolare nasce anche grazie all'iniziativa di Mariangela Atripaldi, che, con viva lungimiranza, ha svolto, da ultimo, in una sua opera monografica, una ricostruzione articolata delle dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. (M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento nazionale. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014).

Nel suo lavoro Mariangela Atripaldi muove da una ricognizione dello "strumentario" giuridico sviluppato nel tempo dall'ordinamento per tutelare e favorire l'accesso del risparmio popolare verso la proprietà dell'abitazione, la proprietà diretta coltivatrice e il diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. L'analisi condotta dall'Autrice suscita una serie di possibili riflessioni su quella che è stata, è, e, soprattutto, potrà essere in futuro l'effettività dell'art. 47 Cost. nel contesto economico, politico e sociale che si sta consolidando.

Per usare le sue stesse parole, l'Autrice si chiede se l'art. 47 Cost. «contenga in sé un nucleo idoneo a resistere al processo economico, finanziario ed istituzionale in atto» (cit., 198-199). Processo in cui, come sottolinea inequivocabilmente Paolo Grossi, «il potere economico (...) si è dato una efficiente organizzazione a livello globale, autonoma dagli ordinamenti statuali e internazionale e prescindente dall'ausilio e dalla tutela degli Stati» (P. GROSSI, *Ritorno al diritto*, Roma, 2015, 49).

---

<sup>1</sup> Organizzata il 27 ottobre 2016 presso la Sala Convegni dell'Area delle Scienze sociali dell'Università degli Studi di Firenze con il patrocinio del Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e la Scuola di Economia e Management dell'Ateneo fiorentino.

La risposta al quesito che Mariangela Atripaldi pone alla conclusione del suo libro, dunque, appare ora più che mai imprescindibile non solo per riconsiderare le ragioni ontologiche della presenza, nell'ordinamento costituzionale, di una norma dedicata specificamente alla tutela del risparmio in tutte le sue forme e al *favor* del risparmio popolare, ma anche in conseguenza degli eventi di stretta attualità che hanno interessato il sistema bancario nazionale e coinvolto quei "portatori" di risparmio, largamente inquadrabili nel risparmio popolare delineato dalla Carta.

Lo si evince anche dal tenore dispositivo dei provvedimenti legislativi che si sono succeduti dal momento in cui si sono palesati gli effetti che l'adesione remissiva alla regola del "bail-in" avrebbe potuto causare a molti di tali risparmiatori. La diga posta a tutela dei piccoli risparmiatori ha ceduto e, così, il legislatore si è trovato di fronte alla necessità di immaginare una soluzione di compromesso, per così dire, che ne limitasse gli inevitabili effetti dirompenti sulla tenuta sociale e sulla stabilità del sistema finanziario nazionale.

Ecco, allora, che i piccoli risparmiatori, ai fini dell'accesso alle procedure di rimborso individuate dal Governo nel Capo II del decreto legge n. 59/2016<sup>2</sup>, sono qualificati dall'art. 8, comma primo, lett. a) di detto provvedimento legislativo – con il quale, come noto, si mettono in liquidazione coatta amministrativa la Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a., la Banca delle Marche S.p.a., la Banca popolare dell'Etruria e del Lazio S.p.a., la Cassa di risparmio di Chieti S.p.a. – come quegli "investitori" «persona fisica, (l')imprenditore individuale, anche agricolo, e (il) coltivatore diretto, o (il) suo successore *mortis causa*» che hanno acquistato gli strumenti finanziari subordinati indicati nell'articolo 1, comma 855, della Legge di stabilità per il 2016, nell'ambito di un rapporto negoziale diretto con la banca in liquidazione che li ha emessi. E che per intervento successivo del legislatore – con il decreto legge n. 237 del 23 dicembre 2016<sup>3</sup> – vedranno allargarsi la platea anche al coniuge, al convivente *more uxorio*, ai parenti entro il secondo grado che si trovano in possesso dei predetti strumenti finanziari a seguito di trasferimento con atto tra vivi.

Se ci si limita al tenore letterale della disposizione legislativa sopra richiamata sembra quasi che essa voglia riecheggiare il secondo comma dell'art. 47 Cost., laddove fa riferimento a categorie sociali inquadrabili tra i portatori di risparmio popolare, circoscritto al risparmio familiare e facoltativo.

Già ben prima del dibattito in Assemblea Costituente gli scandali finanziari di inizio Novecento avevano fatto emergere la necessità di garantire la funzione pubblicistica del risparmio attraverso quelle speciali banche che erano le Casse di risparmio, definite da Ingrosso, nel Nuovo Digesto del 1939, «strumento esclusivo e necessario della organizzazione del risparmio quale funzione di Stato».

Con il passaggio da un sistema economico di tipo corporativo ad uno di mercato, in particolare, da ultimo, per effetto degli interventi del legislatore europeo sia sul

---

<sup>2</sup> Convertito con modificazioni nella legge 30 giugno 2016, n. 119.

<sup>3</sup> Poi convertito con modificazioni nella legge 17 febbraio 2017, n. 15.



sistema creditizio nazionale sia sul mercato dei capitali, la dimensione funzionalistica della tutela lascia gradualmente spazio a quella contrattualistica focalizzata sulla rimozione degli effetti distorsivi dovuti all'asimmetria informativa subita inevitabilmente dal consumatore al dettaglio dei servizi finanziari. Il risparmio, in generale, e nella specie quello popolare vive così, per usare un'espressione di Karl Meessen, di una propria dualità istituzionale oscillante tra due esigenze: da un lato, la "giustizia distributiva" e, dall'altro, la "giustizia contrattuale" (K. MEESSEN, *Economic Law in Globalizing Markets*, The Hague, 2004, 15 ss.).

Il risparmio considerato dall'art. 47 Cost., infatti, non è solo oggetto essenziale dei contratti che lo legano ai beni materiali (abitazione, proprietà diretta coltivatrice) e immateriali (*securities*) nei quali si trasforma, ma è anche bene economico irrinunciabile per garantire il benessere dei singoli e promuovere lo sviluppo del sistema economico nazionale. Bene economico che assume la sua caratterizzazione nell'interesse patrimoniale che trova una conseguente formalizzazione giuridica nell'ambito del risparmio finalizzato quale oggetto di diritti sottoposti alle regole contrattuali che si confrontano, oggi inevitabilmente, con la configurazione data dall'indirizzo politico-istituzionale di matrice europea.

Riprendendo le parole di Alberto Bertolino, già eminente accademico dell'Ateneo fiorentino e a lungo Preside dell'allora Facoltà di Economia e Commercio, «[...] l'opportunità della tutela è in relazione alla funzione essenziale, necessaria del risparmio nello sviluppo dell'economia. Ma è, certamente, anche suggerita dall'esperienza di questi ultimi decenni (e di un più lontano passato) di svalutazioni monetarie, di giochi borsistici e di deficienze del sistema bancario che hanno ridotto e talvolta polverizzato i risparmi [...]». E ancora, «[...] è significativo che la Costituzione nella sua prima parte, dedicata all'ordinamento delle relazioni sociali e personali del cittadino, abbia voluto far posto, destinandovi tutto il terzo titolo, all'economia. È il riconoscimento di una tendenza storica che, fra negazioni ed esaltazioni del fatto economico come fondamento della struttura sociale, va dimostrando che una vera democrazia non è soltanto politica, ma economica e sociale» (*Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, diretto da P. Calamandrei e A. Levi, Firenze, 1950, 407 e ss.).

Come osserva Pier Luigi Ciocca in un suo recente libro (*Ai confini dell'economia*, Torino, 2016, p. 84) circa tre quarti della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane riguarda famiglie il cui capo-famiglia è un lavoratore dipendente o un pensionato ex lavoratore dipendente. Si tratta di valori rilevanti se si considera che il totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie era, nel 2014, pari a circa 3.900 miliardi di euro correnti secondo quanto riportato nel Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia del 16 dicembre 2015. La ricchezza destinata alla proprietà dell'abitazione, come emerge dallo stesso documento della Banca d'Italia, negli ultimi venti anni, si è più che raddoppiata ma dopo la crisi finanziaria globale del 2008 è diminuita, seppur di poco, passando da 5.080,5 a 4.952,1 miliardi in euro correnti. Le famiglie, tuttavia, detengono ancora più del 90 per cento del patrimonio residenziale complessivo. Anche lo *stock* di terreni agricoli, secondo i dati riportati dall'Istat nel *report* sulle attività non finanziarie dei settori istituzionali, pubblicato il 27 maggio 2015, è quasi per il 90 per cento di proprietà delle famiglie. La lettura di questi dati

conferma quanto sia attuale la riflessione sulla presenza nella Carta costituzionale di una norma sul *favor* del risparmio popolare e sugli effetti che tale norma ha prodotto o meno sul sistema economico nazionale.

A tal proposito, numerosi sono gli spunti di riflessione che offrono studiosi di varia estrazione (economisti, aziendalisti e giuristi) coinvolti nel progetto di ricerca, prima, e in questa iniziativa editoriale, poi.

Invitando il lettore alla lettura dei singoli contributi, si offre, qui, intanto un cenno sul contenuto di tali interventi.

MAURO LOMBARDI ci presenta, in apertura del Volume, un'ampia e approfondita analisi della crisi finanziaria globale in funzione degli effetti che essa ha prodotto sul risparmio, tanto da essere ritenuto strumento di potenziale instabilità endogena ai sistemi economici.

UGO BIGGERI pone la sua attenzione sui limiti intrinseci di una legislazione finanziaria finalizzata principalmente a ridurre l'asimmetria informativa tra risparmiatori e intermediari finanziari e sull'utilità di avviarsi convintamente verso la ricerca di forme alternative di tutela.

FRANCESCO CIAMPI, dopo una ricostruzione dell'incidenza dei crediti deteriorati sui bilanci delle banche italiane, propone di superare l'assetto regolativo del mercato finanziario di tipo "twin-peaks" – incentrato fondamentalmente su una ripartizione funzionalistica dei compiti affidati a Banca d'Italia e Consob – con l'istituzione di un'*authority* specificamente preposta alla protezione ed alla tutela del risparmiatore, sull'esempio di quanto avvenuto negli Stati Uniti dove, con il *Dodd-Frank Act*, si è introdotto il *Consumer Financial Protection Bureau*.

LORENZO GAI e FEDERICA IELASI proseguono il percorso argomentativo dei precedenti Autori, proponendosi di verificare come si sia modificato, con l'entrata in vigore delle norme sul "bail-in", il grado di tutela di correntisti e obbligazionisti delle banche italiane.

GIANFRANCO MARTIELLO si sofferma sul ruolo del diritto penale nella prevenzione e repressione di quei comportamenti che appaiono "distorsivi" rispetto a quelli che, in un'ottica di piena correttezza, gli stessi intermediari finanziari dovrebbero tenere nei confronti dei risparmiatori, per poi immaginare una "terza via" sanzionatoria.

LAURA MAGI estende la riflessione alla dimensione *extra ordinem*, evidenziando garanzie e limiti delle tutele predisposte dall'ordinamento internazionale e dall'Unione europea con riferimento al risparmio individuale, per poi interrogarsi sui possibili profili di incostituzionalità della normativa nazionale pedissequamente traspositiva della direttiva "bail-in".

ANDREA BUCELLI apre la serie di contributi più direttamente attinenti il secondo comma dell'art. 47 Cost., con uno scritto dedicato a quel bene incoraggiato che è l'abitazione di proprietà, soffermandosi, in particolare, sull'*housing sociale* e sui contratti *rent to buy*.

NICOLA LUCIFERO si sofferma sull'analisi delle forme giuridiche di incentivazione della proprietà diretto-coltivatrice, muovendo dalla constatazione che in questo caso è perseguito un fine ultroneo rispetto alla mera acquisizione della proprietà, poiché siamo di fronte ad una politica di investimento funzionale a "rendere" imprenditore

un soggetto ritenuto economicamente più debole oppure ad attribuirgli un *favor* attraverso il quale creare le condizioni di sviluppo della propria azienda.

MASSIMO ARAGIUSTO esamina le forme di intervento pubblico incentivanti il risparmio destinate al prestatore di lavoro, soffermandosi, in particolare, sulla prospettiva delineata dai Costituenti all'art. 46 Cost., ovvero il coinvolgimento dei lavoratori nella gestione dell'azienda, e aprodo così la riflessione sull'ultima parte del secondo comma dell'art. 47 Cost. dedicata al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

SILVIA TURELLI si occupa dei due profili sui quali il diritto societario è intervenuto in relazione al terzo *favor*, vale a dire, da un lato, la struttura finanziaria della società per azioni e, dall'altro, gli assetti del governo societario.

Quindi, FELICE MAURIZIO D'ETTORE si occupa di un tema assai delicato e rappresentativo delle trasformazioni in atto nel diritto e nell'economia. Si tratta delle norme che hanno condizionato l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci delle banche cooperative e per le quali è attesa, al momento in cui questo Volume è dato alle stampe, la pronuncia della Consulta.

NICOLETTA VETTORI intende verificare se il sistema di regolazione dei mercati finanziari, che vede le autorità amministrative inserite in un articolato circuito di livello europeo e internazionale, sia conforme alle esigenze di promozione e tutela del risparmio popolare poste dalla disposizione costituzionale.

SERENA STACCA si concentra, invece, sulle forme di autoregolamentazione adottate dagli operatori dei mercati finanziari e sul loro contributo fattuale e concretamente attuativo della finalità di tutela del risparmio.

FILIPPO ZATTI, proseguendo la disamina del *favor* dell'investimento azionario, si sofferma, innanzitutto, sull'esegetica di questa disposizione costituzionale, per avviare, poi, un'ulteriore riflessione sulle criticità dell'assetto regolativo del mercato dei capitali, osservando come esse abbiano contribuito a scoraggiare la partecipazione dei risparmiatori al realizzarsi di quel sistema di democrazia economica nel quale i Costituenti intravedevano un irrinunciabile strumento di consolidamento del sistema democratico. E ciò prescindendo, evidentemente, dal grado di educazione finanziaria dei risparmiatori.

La serie dei contributi si chiude con le riflessioni di sintesi che MARIANGELA ATRIPALDI ha espresso al termine della giornata di studi.

Ci sia consentito concludere con le parole di Federico Caffè alle quali attingiamo per manifestare un'esigenza di orientamento che pare non essersi smarrita al mutare dei tempi: «*Così, oggi, ci si trastulla nominalisticamente nella ricerca di un "nuovo modello di sviluppo". E si continua ad ignorare che esso, nelle ispirazioni ideali, è racchiuso nella Costituzione; nelle condizioni tecniche è illustrato nell'insieme degli studi della Commissione economica per la Costituente*».

*Firenze, Novoli, ottobre 2017*

# IL RISPARMIO DA MECCANISMO PROPULSORE DELL'ECONOMIA CAPITALISTICA A "POTENZIALE DI INSTABILITÀ" ENDOGENO AL SISTEMA ECONOMICO

*Mauro Lombardi*

SOMMARIO: 1.1. Aspetti significativi del contesto economico-finanziario odierno. – 1.2. L'epoca odierna: *"the low rates world"* (The Economist, 24-9-2016). – 1.3. Gli agenti nel *"the low rates world"*: emergere di comportamenti destabilizzanti. – 1.4. *Pattern* ricorrenti negli ultimi due secoli: sequenze di fasi analoghe ma differenti. – 1.4.1. La Rivoluzione delle ICT. – 1.5. La Grande Recessione: le risposte efficaci delle autorità e i meccanismi generatori di instabilità. – 1.6. La trasformazione del risparmio in potenziale di instabilità endogena. – 1.6.1. È possibile uscire dalla situazione esistente?

## 1.1. *Aspetti significativi del contesto economico-finanziario odierno*

La crisi del 2007-2008 non è del tutto superata e l'Italia sembra essere tra i Paesi che incontrano le maggiori difficoltà nell'intraprendere un percorso virtuoso di recupero dei livelli pre-crisi di attività e produzione della ricchezza. In un quadro finanziario mondiale ancora caratterizzato da politiche di accomodamento monetario (*quantitative easing*, da ora QE), la crescita nel 2015 è stata contenuta, dal momento che i segnali di ripresa nelle economie avanzate sono stati più che compensati dal "rallentamento dei Paesi emergenti" (BCE, 2016: 6-7), mentre segnali di ripresa ciclica sono emersi nell'ultimo scorcio del 2016 e nei primi mesi del 2017. Nelle economie avanzate il contesto generale è rimasto favorevole per il basso prezzo del petrolio, che peraltro è recentemente aumentato (vedi oltre), mentre il costo ridotto delle materie prime e le condizioni di finanziamento particolarmente vantaggiose hanno consentito una buona tenuta della domanda mondiale, nonostante che il secondo e terzo fattore prima indicati abbiano ridotto le potenzialità di crescita delle economie esportatrici.

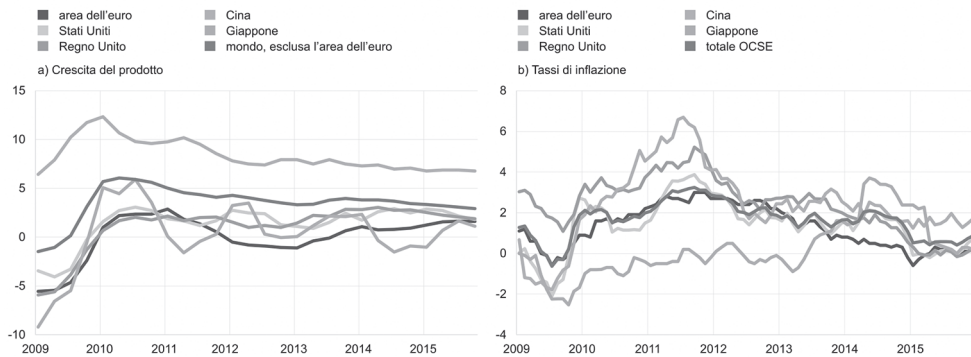
Tuttavia, un ulteriore elemento di riflessione è dato dall'interscambio mondiale ancora a livelli inferiori alla media ormai da 4 anni. Le cause fondamentali di questo andamento possono essere individuate sia nelle modeste dimensioni della ripresa mondiale, sia nella composizione della domanda del PIL, in quanto sono molto deboli le spinte derivanti dagli investimenti, che sono una delle componenti a più elevata intensità di importazioni.

L'andamento contenuto del prezzo delle materie prime e dei costi energetici, nonostante le politiche monetarie accomodanti, hanno certamente determinato le quasi inesistenti spinte inflattive, mentre i tassi di crescita delle economie sono apparsi diversificati: +2,4% (invariato) quello Usa, volatile al di sotto dell'1% in Giappone, in rallentamento sia in Inghilterra (+2,2%) che in Cina (dal 7,3% del 2014 al 6,8% del 2015). L'area dell'euro ha evidentemente risentito della politica attuata dalla BCE, fino a consentire che i tassi di interesse raggiungessero "nuovi minimi storici": l'eccesso di liquidità ha spinto verso il basso i rendimenti dei titoli di Stato con il programma di acquisti di attività del settore pubblico, e al tempo stesso ha favorito il rialzo dei corsi azionari verso attività più rischiose (Figg. 1 e 2).

Fig. 1 – *Andamenti delle principali economie ed Evoluzione dei prezzi delle materie prime, 2009-2015*

Principali andamenti in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; dati mensili)

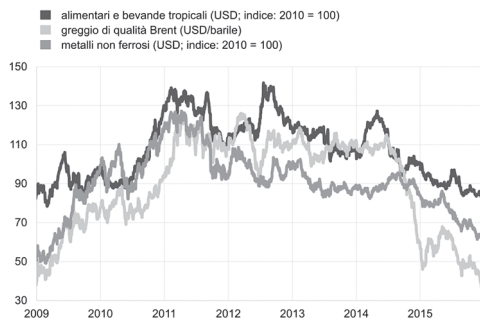


Fonti: Eurostat e dati nazionali.

Note: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati. L'inflazione è misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito e sull'IPC per gli Stati Uniti, la Cina e il Giappone.

### Prezzi delle materie prime

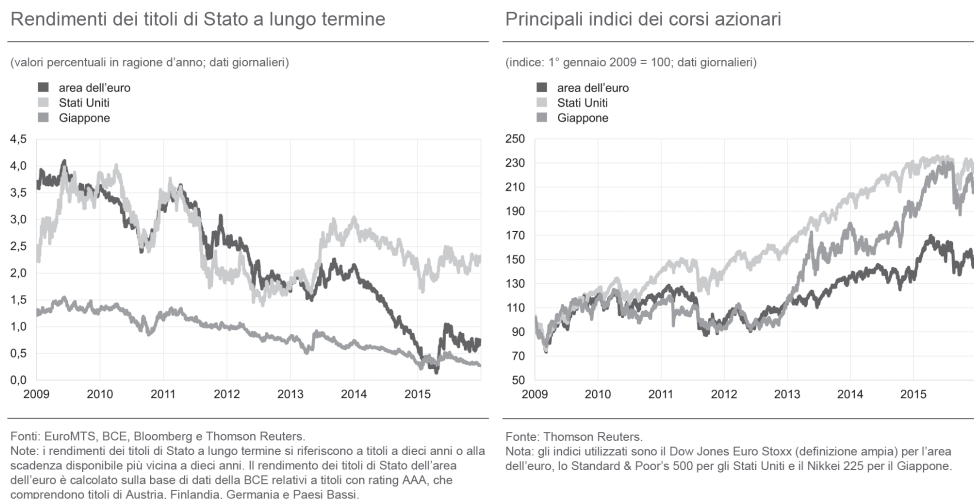
(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

Fonte: BCE, Rapporto annuale per il 2015. Grafici 1 e 2

Fig. 2 – Rendimenti di titoli pubblici e andamenti dei corsi azionari



Fonte: BCE, Rapporto Annuale per il 2015, Grafici 5 e 6

Nonostante un incremento della volatilità nella seconda metà del 2015 per gli eventi correlati alla Grecia e alla Cina, il trend descritto verso il prezzo elevato delle attività finanziarie non si è modificato e i costi di finanziamento (in termini nominali e reali) sono rimasti bassi. Dato il livello storico minimo, raggiunto dai tassi di interesse e dal prezzo delle attività, la ricchezza delle famiglie dell'area euro è aumentata, perché sono al contempo cresciuti i prezzi delle abitazioni.

Dalle linee essenziali del quadro tratteggiato emergono chiaramente gli elementi di "un'era di bassi tassi di interesse", che sta suscitando in analisti e commentatori reazioni miste di sollievo e preoccupazione.

Il *Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario Internazionale (IMF, 2016) descrive uno scenario economico-finanziario connotato da incertezza e ostacoli alla crescita, mentre sono in aumento i rischi economici, finanziari e politici. Le prospettive di crescita e il ripristino di condizioni di stabilità finanziaria dipendono dalle scelte strategiche e politiche con cui si affronteranno una triade di sfide globali: 1) pesante retaggio del passato nelle economie avanzate; 2) elevata vulnerabilità delle economie emergenti, 3) rischi sistemici di liquidità dei mercati.

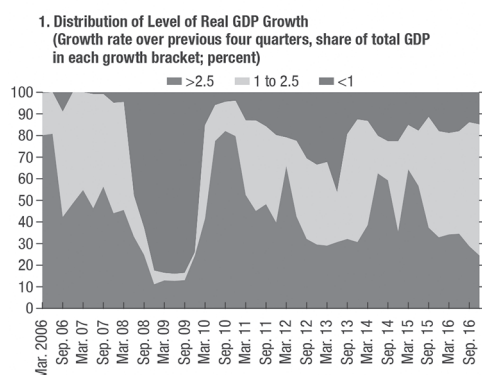
Le economie avanzate devono fronteggiare le "eredità" della crisi: 1) in Europa il volume di crediti in sofferenza (*Non Performing Loans*, NPL), che espongono il sistema bancario a rischi di crisi elevati e diffusi. 2) Negli Usa il sostegno pubblico al mercato immobiliare rimane molto consistente.

Intanto potenziali rischi sistemici cominciano a profilarsi anche nel settore assicurativo. Nelle economie emergenti vi è un chiaro indebolimento della crescita, con prezzi decrescenti delle materie prime e condizioni creditizie più restrittive, unitamente ad un incremento della volatilità dei flussi di portafoglio. Ciò determina una contrazione delle spese per investimenti e la diffusione di impulsi negativi sull'apparato finanziario e creditizio. Ne deriva che occorre agire con strumenti e politiche dirette a favorire la resilienza dei mercati rafforzando le condizioni di liquidità.

Il *Global Financial Stability Report* dell'Ottobre 2016 (IMF, 2016) delinea un quadro sostanzialmente invariato dal punto di vista strutturale, mentre in un orizzonte di breve termine sembrano ridursi i rischi del dopo-Brexit, grazie agli interventi di Fed e Bce. Negli Usa il mercato finanziario ha raggiunto livelli record e la volatilità appare diminuita. In realtà, però, vi sono crescenti rischi a medio termine per l'azione congiunta di fattori ciclici e strutturali che minacciano le istituzioni finanziarie. Previsioni disinflazionistiche, curve di rendimento più piatte, problemi connessi all'eredità di un passato problematico, incertezza normativa e regolamentare sono gli elementi di natura congiunturale. Al tempo stesso la necessità di cambiamenti strutturali del loro modello di business ha generato spinte verso il basso nella capitalizzazione di mercato delle banche dei Paesi avanzati: -430 miliardi di dollari dall'inizio del 2016. Al tempo stesso, inoltre, è visibile un chiaro rallentamento della crescita, un'inflazione stabilmente bassa e un aumento dell'incertezza, mentre le prospettive a medio termine inducono a ritenere che i tassi di interesse prossimi allo zero siano destinati a durare a lungo (Fig. 3)

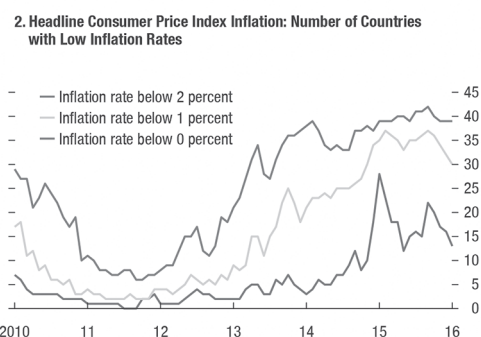
Fig. 3 – Livelli del PIL e andamento dei tassi di interesse

Much of the world economy has mediocre or falling growth ...



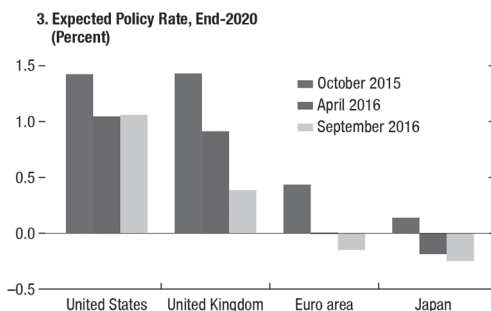
Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

... persistent deflationary pressures ...



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

... and ever lower expected terminal rates ...

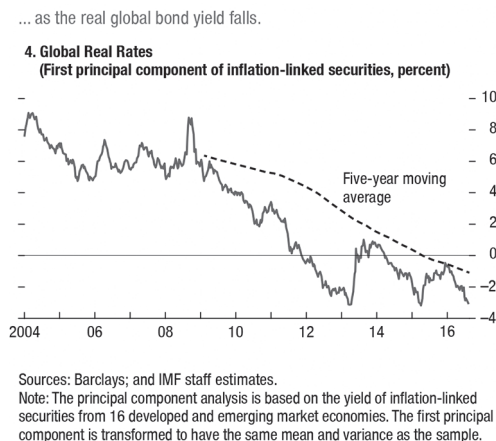


Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Fonte: IMF, 2016, Fig. 1.6

Il dato di fondo più rilevante ai nostri fini è costituito dal livello negativo dei tassi di interesse reali sui titoli a lungo termine (Fig. 4)

Fig. 4 – *Andamenti dei tassi di interesse reali*



Fonte: IMF, 2016, Fig. 1.6

Ben precisi fattori determinano la traiettoria discendente dei rendimenti: gli acquisti delle Banche Centrali in ossequio alle politiche monetarie accomodanti, l'accresciuta domanda da parte di grandi categorie di investitori (fondi pensioni e assicurativi), l'aumento di incertezza politica a vari livelli, il diffondersi di timori circa una possibile *secular stagnation*.

Dall'Ottobre del 2016 sembra essere iniziata negli USA un'inversione di tendenza, in previsione del cambiamento di rotta della politica monetaria, costituita dall'innalzamento di un quarto di punto del tasso di interesse da parte della Federal Reserve (dicembre 2016). Gli effetti immediati sono chiari: crescita dei tassi di interesse reali a lungo termine e aumenti dei ricavi per banche e compagnie di assicurazione (IMF, 2017). Al tempo stesso l'abbondante liquidità e le migliorate prospettive di investimento finanziario hanno spinto le quotazioni sui mercati finanziari, grazie anche alle aspettative di una riforma fiscale più favorevole, di un incremento della spesa in infrastrutture e di una profonda riforma del Dodd-Frank Act <sup>1</sup>. Lo stesso IMF non nasconde che la deregolamentazione potrebbe minare il processo tendente alla stabilità finanziaria, appena iniziato in uno scenario di aumento del premio per il rischio a lungo termine e di aumento della leva finanziaria.

A differenza di quanto accade negli USA, nell'Unione Europea i segnali di ripresa ciclica potrebbero non essere sufficienti a ripristinare condizioni di profittabilità per

<sup>1</sup> Nel Giugno di quest'anno l'attuale segretario del Tesoro USA Steve Mnuchin ha presentato un Report dettagliato (US Department of Treasury, 2017) su una profonda riforma del Dodd-Frank Act, cioè la riforma con cui viene riformata nel 2010 la regolamentazione dei mercati finanziari durante la Presidenza Clinton.

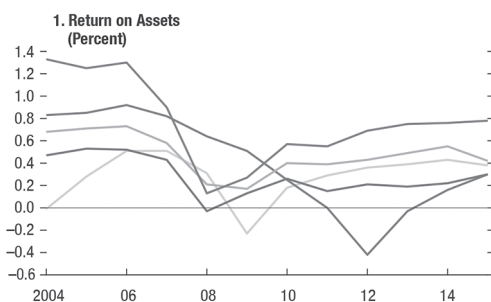


un sistema bancario profondamente indebolito. Mentre occorre essere consapevoli che la strada da percorrere al fine di considerare superata la fase dei bassi tassi di interesse, che ha cause strutturali<sup>2</sup>, permangono fattori che inducono a ritenere inevitabile un radicale cambiamento del modello di business delle banche, in modo che sia incentrato sull'erogazione di nuovi servizi e remunerazioni tariffarie connesse a prestazioni innovative. Soprattutto, però il sistema bancario europeo si trova di fronte ad una "sfida strutturale" di fondo: l'*overbanking*. Con questa espressione si indicano una serie di fattori, variabili da Paese a Paese e tali da minare la redditività delle aziende di credito IMF, 2017: 32-35). L'*overbanking* si unisce ai *Non Performing Loans* e ai grandi problemi che incombono sulle banche sistemiche, determinando così un mix di elementi che rendono problematica la stabilità del sistema<sup>3</sup>.

Sulla base di tutto questo emerge un crescente problema di profittabilità per banche e istituzioni finanziarie che, anche con equilibri economico-finanziari più forti a livello aggregato, non riescono a mantenere i livelli di profittabilità del passato, nonostante il recupero degli anni più recenti, mentre nella maggior parte delle banche è improbabile un ripristino dei livelli di redditività pre-crisi (Fig 5).

Fig. 5 – Economie avanzate: trend nella redditività bancaria

Banks' returns on assets have plateaued below precrisis levels after rising since 2008.



Provision costs have largely normalized outside of euro area countries highly affected by the crisis.

Fonte: IMF (2016), Fig. 1.12

La ripresa ciclica, segnalata anche negli ultimi mesi del 2016 e nei primi del 2017, sembra confermare i risultati della simulazione di due scenari (IMF, 2016, Cap. 1), uno caratterizzato da ripresa ciclica e l'altro da mutamenti strutturali, mostra che la prima è insufficiente a riprodurre condizioni di profittabilità, mentre profondi cambiamenti strutturali sono ritenuti necessari per sostenere la stabilità finanziaria a medio termine: 1) affrontare in modo risolutivo la questione dei NPL;

<sup>2</sup> Individuate in: "population aging, rising longevity, and stagnation in productivity, could fundamentally change the nature of financial intermediation", IMF, 2017:xi).

<sup>3</sup> Il Report fornisce anche una serie di indicazioni sulle possibilità di intervento: si vedano le *Recommendations*, contenute nella tabella 1.6, 36.

2) aumentare l'efficienza operativa e innovare il *business model*; 3) cambiare il sistema mediante il consolidamento strutturale, che comporta la riduzione dell'eccesso di capacità, quindi l'avvio di processi di ristrutturazione e contenimento della forza lavoro e del capitale.

Lo scenario delineato dal IMF è pertanto quello di un'era contraddistinta dal perdurare dei bassi saggi di interesse per un arco di tempo indefinito, il che comporta drastiche revisioni delle strategie e dei modelli di comportamento di varie tipologie di agenti, pubblici e privati. Per comprendere meglio aspetti cruciali del panorama economico-finanziario odierno, è allora importante approfondire le determinanti dei tassi di interesse, le cause prossime e remote del loro andamento.

Tutto ciò avviene mentre il Presidente della BCE, Mario Draghi, ha appena confermato (7-9-2017) l'estensione dell'impegno all'acquisto di titoli pubblici pari a 60 miliardi di euro mensili per un arco di tempo non definito e con la prospettiva di rafforzare il *Quantitative Easing* in caso di ulteriore deterioramento della situazione.

## 1.2. *L'epoca odierna: "the low rates world"* (*The Economist*, 24-9-2016)

Il Rapporto Annuale della BCE per il 2015 scompone i rendimenti nominali a lungo termine in 4 componenti: l'inflazione attesa lungo la vita dell'attività, il profilo atteso dei tassi di interesse reali a breve termine, il premio per il rischio di inflazione e il premio a termine reale" (BCE, 2016: 21).

In particolare gli ultimi due sono stati contenuti dalle politiche monetarie accomodanti adottate nelle principali economie avanzate, perché esse hanno alimentato aspettative di inflazione moderata e abbassato i livelli di variazione incorporati nelle valutazioni degli asset per il rischio di inflazione. Per questa via si sono consolidate attese più contenute sui tassi di interesse a breve e il premio richiesto per detenere titoli a più lunga scadenza. Il risultato è che i rendimenti nominali sono in diminuzione dagli anni '80. La BCE mette anche in luce che il trend discendente dei tassi nominali deriva da componenti reali, essenzialmente la componente reale in un contesto in cui diventano negativi i tassi di interesse reale, che incorporano il tasso reale atteso (aspettative di inflazione) e il premio a termine reale (premio per il rischio).

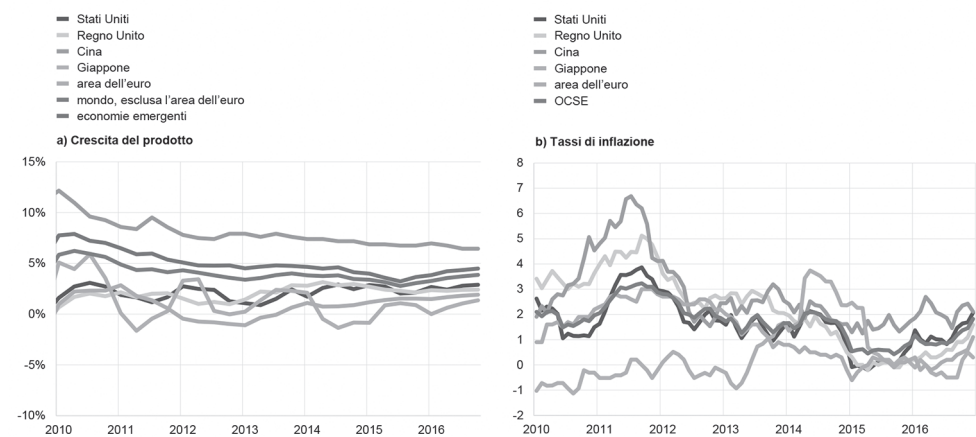
Il calo dei tassi di interesse reali a livello globale viene dalla BCE interpretato secondo il modello standard di crescita (Modello di Solow), secondo cui le determinanti della crescita sono l'andamento della produttività e quello del risparmio. L'assunto di base è che questi due elementi influenzano gli investimenti, cioè la domanda di risorse finanziarie, che si deve a sua volta confrontare con l'offerta di risparmio. La produttività, stimata mediante due indicatori (variazione della produttività totale dei fattori e della popolazione) segue una traiettoria declinante da decenni, ma è anche "possibile che sia aumentata la propensione mondiale al risparmio" (p. 22).

Naturalmente la tendenza relativa ai tassi di interesse reali è stata anche influenzata da fattori inerenti alla sfera finanziaria, alle manovre messe in atto per contenere e ridurre gli eccessi di indebitamento pubblico nei vari Paesi, alle dinamiche odierne di domanda e offerta mondiali di asset più sicuri. In sostanza, quindi, secondo le analisi delle massime autorità europee il contesto di bassi tassi di interesse costituisce un riflesso delle condizioni macroeconomiche e strutturali correnti: la remunerazione ridotta del risparmio (BCE; 2016, 22-24) incide in direzioni opposte sulla redditività delle banche e sui comportamenti dei consumatori.

Il trend generale descritto non è stato certo modificato da impulsi congiunturali favorevoli nel periodo più recente (fine 2016-primo quadrimestre 2017) (Fig. 6).

Fig. 6. *Principali andamenti in alcune economie*

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; dati mensili)



Fonti: Eurostat e dati nazionali.

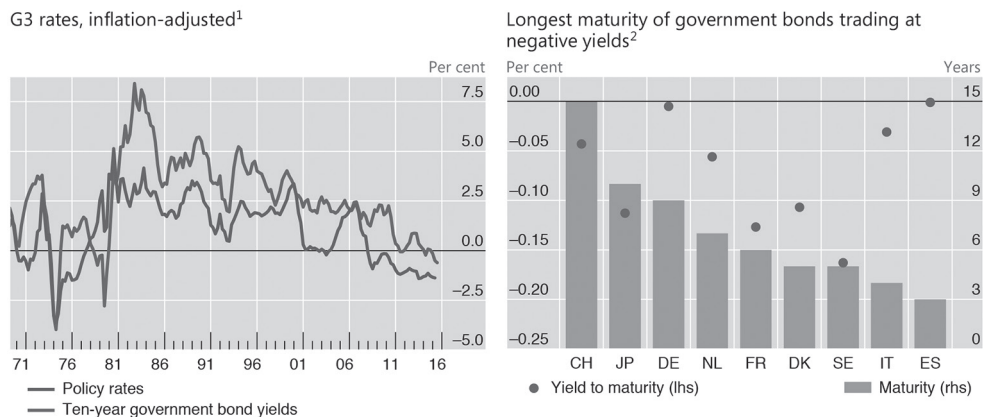
Note: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati. L'inflazione è misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito e sull'IPC per gli Stati Uniti, la Cina e il Giappone.

Fonte: BCE, 2017, Grafico 1

L'attività economica negli USA e nell'area dell'euro rimane nel complesso a livelli moderatamente positivi, con una crescita annua meno accentuata nel 2016 (+1,5%, 2,6% nel 2015), una significativa crescita dei consumi privati e degli investimenti, favoriti dall'abbondante liquidità e dai bassi tassi di interesse. Al tempo stesso vi è stato un miglioramento della situazione sul Mercato del Lavoro con un incremento dell'occupazione e "l'aumento dei redditi da lavoro. A tale riguardo è stata soprattutto la crescita dell'occupazione, non delle retribuzioni, che ha contribuito all'aumento dei redditi nominali da lavoro" (BCE, 2017: 20). Alla luce di tali indicatori positivi desta qualche sorpresa che non emergano tensioni inflattive, dal momento che la variazione dei prezzi è sempre intorno all'1%, grazie all'apprezzamento dell'euro e al basso costo delle materie prime, nonostante il recente aumento del prezzo del petrolio, salito da 33 a 50 dollari al barile. Se il rapporto Debito/PIL nell'area dell'euro ha iniziato a diminuire, ma non in tutti i Paesi (tra cui il nostro, dove rimane tra i più

elevati), i segnali di rivitalizzazione delle economie avanzate (USA, EU) non sembrano modificare il trend decrescente. Siamo dunque entrati nel "mondo dei bassi tassi di interesse" (*low rates world*, The Economist, 24-9-2016), che sono a livelli prossimi allo zero e in qualche caso negativi: Giappone, Svezia, Danimarca, Svizzera. In tale scenario i tassi di rendimento aggiustati per l'inflazione continuano un lungo trend discendente, in atto da più di 30 anni (Fig. 7)

Fig. 7 – Tassi di interesse aggiustati per l'inflazione. Rendimenti di titoli pubblici a lungo termine



<sup>1</sup> Weighted averages based on rolling GDP and PPP exchange rates; nominal policy rate (yield) less consumer price inflation excluding food and energy. <sup>2</sup> Bloomberg generic bonds; as at 27 May 2016.

Sources: Bloomberg; national data.

Fonte: BIS, 2016, Graph, 1.12

La Relazione della BCE per il 2016 (BCE, 2017: 8), oltre a ritenere che la crescita mondiale sia positiva ma con basi ancora tutte da consolidare, evidenzia come, per quanto concerne la crescita dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi a lungo termine, "non sia chiaro se questo rifletta aspettative di un aumento della crescita e dell'inflazione o piuttosto un picco dei premi per il rischio su tali titoli". Uno degli aspetti più rilevanti è però costituito dal fatto che l'inflazione mondiale, nonostante il balzo verso l'alto del prezzo del petrolio da 33 (gennaio 2016) a 55 dollari al barile a fine 2016, è contenuta soprattutto per "l'ampio margine di capacità inutilizzata". Questo *activity gap* permane, anche se continua l'aumento dell'occupazione e la diminuzione della disoccupazione, che negli USA ha ormai raggiunto livelli tradizionalmente ritenuti di piena occupazione (4,7%)<sup>4</sup>.

Dall'analisi appena svolta emergono due punti essenziali: 1) l'era dei bassi tassi di interesse e della crescita moderata sembra destinata a continuare. 2) Nonostante

<sup>4</sup> L'*activity gap*, esistente a livello internazionale, è stato uno dei temi centrali della relazione svolta da Draghi nel corso dell'annuale incontro agostano tra banchieri centrali ed economisti, svoltosi come sempre a Jackson Hole, nel Wyoming. Si veda Draghi (2017).

gli incrementi occupazionali e la situazione prossima al pieno impiego, l'inflazione rimane bassa, pur in presenza di un rilevante volume di liquidità.

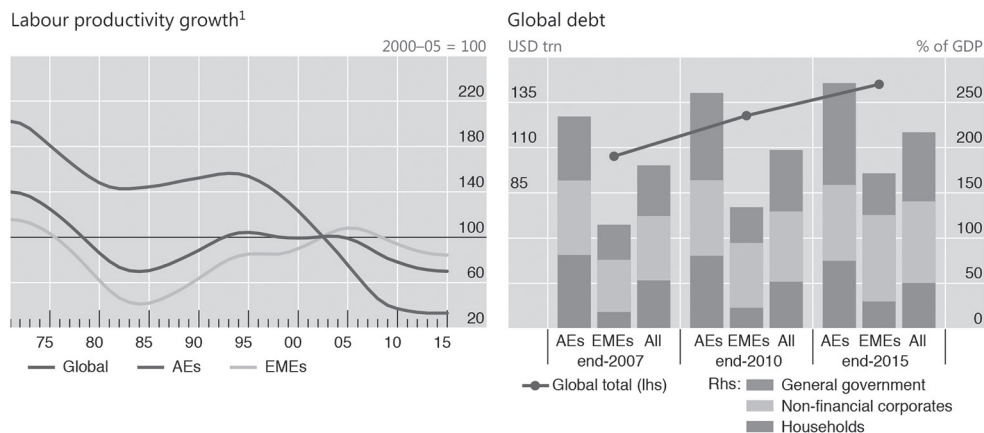
A ciò bisogna aggiungere un ulteriore elemento: i tassi di interesse prossimi allo zero influiscono negativamente sulla redditività bancaria, perché riducono drasticamente i margini di intermediazione nel processo di trasformazione delle scadenze, cioè acqui-sto di attività a lungo termine con l'emissione di passività a breve. Conseguentemente il tradizionale modello operativo è messo in discussione e -come vedremo tra breve- può essere alterato da spinte verso comportamenti anomali nel suggerire impieghi im-propri del risparmio privato. Al tempo stesso, però, i programmi di accomodamento monetario possono agire positivamente, in quanto con il sostegno dell'attività econo-mica si generano "effetti positivi sui bilanci delle banche attraverso un pronunciato miglioramento della qualità degli attivi e una diminuzione del fabbisogno di accantonamenti" (BCE, 2016: 24). La Relazione BCE per il 2016 (BCE, 2017) descrive con precisione come la redditività e la solvibilità di Istituti creditizi, assicurazioni e pensionistici siano soggette a pressioni alla lunga non sostenibili. Nel tentativo di ripristinare la redditività stanno facendo ricorso a differenti modelli operativi, maggiormente orientati su attività che generano commissioni e provvigioni (BCE, 2017: 18).

Bisogna anche tenere presente, per contro, che i bassi tassi di interesse condizionano la propensione al Risparmio, perché da un lato la bassa remunerazione dei depositi potrebbe incentivare investimenti in attività rischiose, ma se volatilità e incertezza sono sentimenti prevalenti sui mercati, comportamenti precauzionali e spinte alla tesaurizzazione da parte di famiglie e individui possono spingere in senso opposto, cioè verso l'aumento dei depositi come riserva di valore più sicura per far fronte ad evenienze future e a periodi di inattività, volontaria o forzata, specialmente in regime di inflazione vicina allo zero -. Per questa via è però possibile che si moltiplichino i tentativi di istituzioni finanziarie e banche di orientare proprio la raccolta bancaria in direzioni differenti e con strumenti non ortodossi.

Il QE attuato dalla Federal Reserve, Bank of Japan, BCE ha stimolato un ampio dibattito sugli effetti delle grandi iniezioni di liquidità sui mercati finanziari globali. In realtà le difficoltà e la sorta di *impasse* delle economie mondiali hanno un'origine lontana nel tempo, fin dagli anni '70, quando la produttività del lavoro ha iniziato il trend discendente e il debito a crescere a livello mondiale (Fig. 8).

Le analisi empiriche convergono nel mettere in luce che la crescita successiva alla crisi potrebbe raggiungere il ritmo mostrato prima della crisi, ma il livello dell'output precedente resta lontano: "un divario permanente si è aperto tra il livello dell'output pre- e post-crisi" (BIS, 2016: 11). Date l'ampiezza e l'intensità senza precedenti della crisi, almeno nel secondo dopoguerra, non è realistico ipotizzare che si possa in breve tempo recuperare la traiettoria interrotta. In altri termini, l'evento catastrofico sembra aver ridotto per un certo tempo l'output potenziale. Le principali economie del mondo e quelle emergenti sono state interessate da una serie di "*financial booms and busts*", aumentando la propensione a investimenti in asset ad alto rischio, mentre alcune economie emergenti (tra cui la Cina) hanno mostrato un periodo di forte

Fig. 8: Andamento della produttività del lavoro e del debito globale



<sup>1</sup> Hodrick-Prescott filter applied to the logarithm of annual labour productivity per person employed.

Sources: IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; The Conference Board, *Total Economy Database*; national data; BIS; BIS calculations.

Fonte: BIS, 2016, Graph 1.13

crescita, seguito da un progressivo rallentamento. Tutto ciò, insieme agli andamenti dei prezzi del petrolio e di molte materie prime, ha determinato un quadro dinamico, caratterizzato da esigenze di riallineamento su scala globale e locale di molte grandezze macroeconomiche, fattori strutturali e processi.

Dal quadro tratteggiato, sia pure in termini essenziali, emergono due elementi di fondo: "il debito e l'impatto cumulativo delle passate decisioni". Il credito erogato in eccesso in molte economie (*unchecked credit booms*) da potente meccanismo propulsivo si è trasformato in fattore dirompente. Lo scoppio della crisi ha indebolito la crescita già declinante della produttività e depresso gli investimenti a causa del conseguente emergere di un eccessivo indebitamento, indebolendo ulteriormente la produttività. Il cerchio si è chiuso e l'impatto cumulato delle decisioni passate, soprattutto in merito alle strategie di indebitamento e di erogazione dei flussi di credito, riduce i margini per disegni di *policy* orientati al riallineamento.

Il punto di arrivo della sintetica analisi è il seguente: gli anni successivi al *crash* economico-finanziario del 2007-2008 sono contraddistinti da un chiaro rallentamento dei tassi di crescita, che comunque prosegue lungo un trend in atto da decenni, anche se con intervallo negli anni '90. In realtà, come la stessa Relazione BIS mette in evidenza, tale rallentamento viene interpretato diversamente dalle analisi che si incentrano sull'ipotesi della *secular stagnation*, riproposta da Larry Summers (ex Segretario del Tesoro Usa) nel corso di un Forum di discussione presso il Fondo Monetario Internazionale e ribadito in successivi interventi (Summers, 2014; 2015). L'ipotesi può essere così sintetizzata. Il protrarsi di un trend di bassa crescita non indica una fase all'interno di un processo ciclico che tende al riequilibrio, bensì un carattere permanente degli Usa e delle altre economie industriali, per una ragione

fondamentale: sembra molto difficile perseguire simultaneamente tre obiettivi quali una crescita adeguata, un soddisfacente utilizzo della capacità produttiva e la stabilità finanziaria nello scenario odierno, contraddistinto da un pluridecennale rallentamento della produttività, in particolare negli USA, dove nel quindicennio pre-crisi è stato sostanzialmente mascherato da processi di indebitamento pubblici e privati, quindi da una serie di bolle speculative (*junk bonds*, crisi delle “Tigri Asiatiche”, Internet, *New Economy*, bolla immobiliare). Una dinamica analoga ha interessato l’EU, dove l’unificazione monetaria ha consentito flussi finanziari tali da alimentare processi di investimento pubblici e privati alla lunga insostenibili - specie per alcune economie dell’Europa meridionale - alla luce delle performances economiche reali. Non è quindi arbitrario ipotizzare che almeno da un paio di decenni le economie avanzate abbiano effettuato scelte i cui effetti hanno gettato ombre sullo sviluppo futuro delle attività, perché lo scoppio delle bolle speculative sta mostrando in tutta evidenza non solo l’incapacità delle economie di raggiungere il livello di output potenziale, ma anche un abbassamento di quest’ultimo con il rallentamento della produttività e la connessa riduzione dell’investimento e dell’input di lavoro. Secondo Summers le cause dei fenomeni indicati sono innanzitutto da individuare nei cambiamenti strutturali intervenuti, che hanno spostato in misura consistente le funzioni del Risparmio e dell’Investimento, fino al punto da indurre un declino del tasso di interesse di equilibrio tra domanda e offerta di risorse finanziarie, o tasso naturale di interesse di equilibrio si basa su cinque fattori esplicativi: 1) riduzione dell’investimento finanziato con debito, in conseguenza della crisi e della “Grande Recessione” che ne è seguita; 2) declino del tasso di crescita della popolazione, che è storicamente associato ad una diminuzione del tasso naturale di interesse; 3) cambiamenti nella distribuzione della ricchezza tra redditi da lavoro in diminuzione e redditi da capitale, e, all’interno di questi ultimi, tra coloro che sono più ricchi e coloro che hanno meno (Fig. 9); 4) un sostanziale abbassamento del costo dei beni capitali (Fig. 10), che ha comportato una minore spesa per investimenti, dal momento che i relativi beni possono essere ottenuti con minori risorse finanziarie; 5) le aspettative di bassa inflazione hanno generato interessi reali pre-tassazione più bassi; 6) vi è sta-

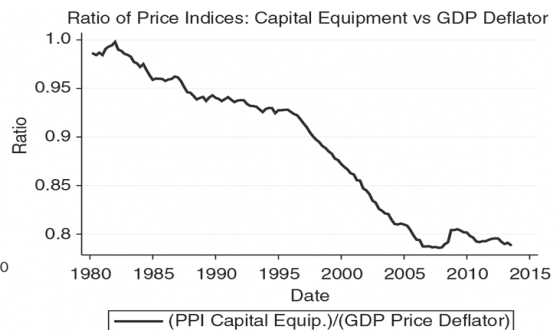
Fig. 9 – La distribuzione asimmetrica del reddito



Source: World Top Incomes Databases.

Fonte: Summers, 2014, Fig 10

Fig. 10 – Evoluzione dei prezzi dei beni capitali



Fonte: Summers, 2014, Fig 11

ta un'ampia accumulazione di riserve presso le Banche Centrali delle Economie emergenti, investite soprattutto in asset ritenuti in generale sicuri, specie titoli pubblici USA.

Siamo dunque entrati nell'era della "stagnazione secolare", con un debito pubblico USA salito dal 47% al 74% del PIL negli anni 2008-2016 e tassi di interesse ancora vicini allo zero. Le aspettative non sono di ripristino a breve di "normal conditions" (Summers, 2016). Le economie industriali mostrano un evidente divario tra la crescente propensione al Risparmio e una decrescente propensione ad investire. Il risultato è un contenimento della crescita e dell'inflazione, mentre il mercato dinamico dell'economia USA durante gli anni 2003-2007 è stata chiaramente alimentata da una nuova ondata di investimenti a livelli scarsamente sostenibili, una sorta di nuova bolla immobiliare (Summers, 2014; De Long e Summers, 2012). Se l'ipotesi (controversa) della stagnazione secolare è sostenibile, le strategie monetarie messe in atto come il QE e il TARP (*Troubled Asset Relief Program*, adottato negli Usa), pur molto efficaci nel contenere la crisi e riavviare un itinerario di crescita, vanno incontro a rendimenti decrescenti, dando peraltro origine a fenomeni patologici, in quanto tassi di rendimento così bassi incoraggiano la propensione al rischio e quindi la produzione di "effetti tossici". Saremmo in presenza di una possibile stagnazione secolare o di lungo periodo, determinata dal lato della domanda, perché il deficit di quest'ultima induce la riduzione dell'attività economica potenziale, in conseguenza della ridotta propensione a investire. In definitiva, quindi, tassi di interesse prossimi allo zero costituiscono un vincolo che prima o poi blocca il processo economico. Da questa diagnosi Summers (2016) deduce che non è supportata dall'evidenza teorica ed empirica la tesi secondo cui le riforme strutturali, come le misure dirette a promuovere la flessibilità, costituiscano un rimedio efficace alla stagnazione secolare. Sarebbero invece più efficaci riforme delle regole di funzionamento dei mercati e del sistema fiscale, insieme ad interventi diretti a sostenere investimenti in energie rinnovabili e ad aumentare il reddito di coloro che hanno maggiore propensione al consumo, insieme al sostegno alla sindacalizzazione e l'innalzamento del salario minimo.

L'ipotesi della stagnazione secolare è motivata anche da una differente prospettiva di analisi, cioè quella esposta da Gordon (2012, 2014, 2015, 2016). La tesi di fondo argomentata da Gordon è che la crescita USA è rallentata negli ultimi decenni per ragioni attinenti alla lenta crescita dell'output potenziale. È probabile che ciò duri a lungo nel prossimo futuro, perché alcuni fattori contrastano la tendenza opposta:

- 1) evoluzione demografica, che porta con sé una diminuzione della forza lavoro;
- 2) declino del tasso di partecipazione della forza lavoro, che rende problematica la crescita della produttività;
- 3) livelli di scolarità in rallentamento a causa dell'invecchiamento della popolazione e degli oneri fiscali e debitori gravanti sui giovani, ai quali sono offerte posizioni lavorative con retribuzioni sempre più basse, fino al punto di "spawning a new generation of indebted baristas and taxi drivers" (Gordon,



2014)<sup>5</sup>. Gordon sottolinea anche che la disuguaglianza, crescente fin dagli anni '70, costringe quote crescenti di popolazione ad avere una sempre minore capacità di spesa, deprimendo in tal modo la crescita del PIL. In alcuni dei suoi contributi Gordon ha anche indicato l'intreccio tra globalizzazione e ICT (*Information and Communication Technologies*) come generatore di elementi frenanti, data la scomposizione dei cicli economico-produttivi a livello internazionale attraverso processi di *outsourcing*, che consentono di combinare bassi costi di lavoro in Paesi emergenti con lo sviluppo di capacità tecnologiche negli USA. Al tempo stesso l'insieme degli elementi ostativi appena descritti si aggiungono a due componenti di importanza fondamentale ai fini dell'abbassamento del tasso di crescita potenziale: 1) l'aumento del rapporto Debito/PIL, che può spingere verso una maggiore imposizione fiscale e una minore spesa pubblica, quindi con minori trasferimenti e riduzione del reddito disponibile. 2) La terza rivoluzione industriale, il cui motore industriale sono le ICT, è basata su innovazioni che hanno una minore capacità di impatto, cioè di cambiare profondamente le condizioni di vita e di lavoro rispetto agli effetti dirompenti della Prima e della Seconda Rivoluzione Industriale: sostituzione della forza motrice meccanica a quella animale, elettricità, motorizzazione e sistemi di trasporto, sviluppo e organizzazione delle città, acqua corrente nelle case e sistemi di trasporto più moderni. Il trend generale di rallentamento del tasso di crescita potenziale è analizzato da Gordon in relazione agli USA, ma è ritenuto comune alle Grandi Economie industriali, in ciascuna delle quali agiscono fattori ostativi alla crescita di natura specifica, che impediscono la ripresa di ritmi dinamici analoghi a quelli dei decenni trascorsi<sup>6</sup>.

In sostanza, quindi, l'ipotesi della stagnazione secolare è sostanzialmente condivisa, sia pure con motivazioni molto differenti, da autorevoli analisti, che in qualche modo concentrano la loro riflessione sui punti nodali delle traiettorie intraprese dalle economie industriali e quelle emergenti.

Un elemento generale, al centro di tutti gli studi e le interpretazioni, è comunque il fatto che le economie di tutto il mondo sono interconnesse, mentre soprattutto quelle di più antica industrializzazione sono interessate da processi di crescita rallentata di lungo periodo, intervallati da brevi periodi di intenso dinamismo, a loro volta innescati da impulsi economico-finanziari. Le connessioni globali producono la generalizzazione e l'amplificazione di tali impulsi, rendendo non controllabili le variabili macro-economiche a livello nazionale. Un secondo aspetto abbastanza condiviso da studiosi e analisti, è che i mercati finanziari mondiali sono attraversati da fasi evolutive con "*a number of risks between uneasy calm and turbulence*" (BIS, 2016: 16), in un'era di bassi tassi di interesse destinati a durare ancora per un lungo arco di tempo.

---

<sup>5</sup> I tassisti sono peraltro attualmente minacciati dal diffondersi di piattaforme tecnologiche che ampliano a dismisura l'offerta di prestazioni analoghe. Il riferimento è alle note vicende relative al fenomeno Uber, che sta suscitando vivaci proteste in numerosi Paesi (USA e EU).

<sup>6</sup> Le tesi argomentate nel libro di Gordon sono state al centro di interventi di autorevoli economisti (Taylor, Friedman, Crafts, Acemoglu, Clark) sull'*American Economic Review* (2016).

Di recente anche l'OECD (2016a,b) ha delineato uno scenario non molto dissimile, definito "*low growth trap*", da cui uscire con misure fiscali espansive, tra cui investimenti pubblici e misure per la riduzione delle disuguaglianze.

Il dibattito è ancora molto vivace e le analisi si moltiplicano. Ai fini del nostro contributo dobbiamo affrontare due interrogativi fondamentali: 1) come si sviluppano i processi decisionali in un'era di bassi tassi di interesse? 2) È possibile avanzare un'interpretazione che sistematizzi gli elementi salienti delle analisi finora esposte in un orizzonte che incorpori basilari processi tecnico-produttivi, i quali costituiscono un motore propulsivo essenziale della dinamica capitalistica?

Nei paragrafi successivi svilupperemo tentativi di dare risposte soddisfacenti a queste due domande.

### *1.3. Gli agenti nel "the low rates world": emergere di comportamenti destabilizzanti*

In un mondo caratterizzato da bassi tassi di interesse gli agenti socio-economici sono costretti a cambiare strategie e regole di comportamento, le cui ripercussioni sono molto più ampie e sistematiche di quanto si possa ritenere a prima vista. Il primo punto da sottolineare è il rischio di un'alterazione profonda dei piani pensionistici e più in generale assicurativi, dal momento che le aspettative di rendimenti sono disattese, per di più in un lungo arco di tempo. È dunque consistente la probabilità di avere tra qualche decennio una quota crescente di popolazione con trattamenti pensionistici molto bassi, se non addirittura negativi, anche perché non sono rari i casi di politiche assicurative poste in essere dagli organismi privati, che per le modalità di formulazione degli schemi proposti e gli effetti dell'evoluzione dei tassi di interesse sono destinati a erodere il capitale investito<sup>7</sup>. Tutto ciò è peraltro puntualmente avvenuto, secondo i dati elaborati dall'Ufficio studi di Mediobanca (Dati di 1003 Fondi e SICAV italiani, edito nel 2016) riguardo alle performance dei Fondi comuni e Fondi pensione. I risultati, calcolati su trenta anni (1984-2015), sono un po' deludenti: i rendimenti sono mediamente molto inferiori a quelli dei titoli di Stato; i costi sono più elevati, non di rado emergono perdite in conto capi-tale nel lungo periodo. Lo studio in questione non ha avuto sulla stampa il rilievo che meriterebbe.

Un ulteriore aspetto, già brevemente introdotto nella pagine precedenti, è che i

---

<sup>7</sup>Un matematico e analista finanziario, docente dell'Università di Torino, Beppe Scienza (<http://www.bepescienza.eu/>), da tempo mette in evidenza -in una serie di libri, interviste, articoli su giornali e riviste- un insieme molto variegato di comportamenti di enti e istituzioni finanziarie, bancarie e assicurative allo scopo di orientare i flussi di risparmio di famiglie e individui verso impieghi erosivi, se non addirittura distruttivi, del risparmio stesso. Ciò avviene sia sfruttando le asimmetrie informative tra risparmiatori e consulenti gestori, sia con vere e proprie tattiche truffaldine, come si evince da eclatanti episodi di cronaca nel nostro Paese.

bassi tassi di interesse alterano la funzione dell'investimento, perché l'ampia disponibilità di credito e i rendimenti così modesti inducono una maggiore propensione ad investire in attività a rischio più elevato, al tempo stesso riducendo la tendenza ad investimenti reali, dati i modesti tassi di crescita delle economie.

Se a tutto questo si aggiungono poi fattori specifici a livello nazionale, come regolamentazioni inadeguate e comportamenti strategico-operativi disinvolti sia degli operatori finanziari che degli organismi di controllo, si comprende come all'interno delle economie possano consolidarsi potenti generatori di instabilità del sistema.

Bisogna inoltre considerare un potenziale effetto aggiuntivo, le cui conseguenze sono incalcolabili: le risorse destinate agli investimenti reali, cioè quelli che concorrono a definire le direttrici di evoluzione strutturale, sono meno consistenti, perché l'incertezza e la variabilità che dominano lo scenario generale, insieme alla crescente propensione al rischio, sposta in misura significativa l'orizzonte strategico e decisionale verso il breve termine, anziché guardare ad un arco temporale prolungato.

Un fattore importante da considerare è il ruolo svolto, sia nel processo che ha portato alla crisi che nella fase successiva, da quelli che James Crotty (2009, 2013) chiama "*rainmakers*": convenzionalmente il termine è riferito a coloro che generano alte vendite per le imprese, ma Crotty lo impiega "*to denote all key people in financial firms who are responsible for generating high revenue and profit*". I *rainmakers* godono di una "perversa struttura di incentivi", che prevede bonus sia quando i mercati finanziari seguono trend crescenti, rafforzando in tal modo la propensione a comportamenti sempre più rischiosi, sia dopo eventi catastrofici e fasi di crolli prolungati, unite a rilevanti perdite<sup>8</sup>.

Comportamenti e strategie dei *rainmakers* sono alla lunga evidentemente destabilizzanti. In tale quadro cambiano anche le attitudini dei risparmiatori, il cui comportamento può essere influenzato dai seguenti fattori: 1) persistente assenza di inflazione, contesto di incertezza e bassi livelli di attività economica e del tasso di crescita; 2) invecchiamento della popolazione, allungamento della vita lavorativa, diminuzione relativa (talvolta assoluta) delle retribuzioni<sup>9</sup> e trattamenti pensionistici incerti o comunque in riduzione; 3) necessità di ridurre i debiti

<sup>8</sup> Tutto ciò è emerso dall'inchiesta del General Attorney dello Stato di New York Andy Cuomo: grandi istituti finanziari con perdite colossali dopo il 2008 hanno assegnato bonus ricchissimi ai loro *rainmakers*, nella terminologia di Crotty. Trend retributivi analoghi si riscontrano in tutti i Paesi: si pensi, nel caso dell'Italia, al fatto che le banche al centro dei progetti salvataggio discussi in questi mesi, perché sull'orlo del fallimento, attuano ricambi dei vertici per realizzare discontinuità, ma i compensi per nuovi amministratori sono spesso così elevati da essere chiaramente incompatibili con i bilanci degli istituti che li nominano.

<sup>9</sup> Si vedano a proposito i termini dell'accordo sindacale siglato a Detroit tra FCA e Sindacato (UAW): drastica riduzione delle retribuzioni per i nuovi assunti e progressioni di carriera indefinite a fronte di mantenimenti dell'occupazione. <http://www.detroitnews.com/story/business/autos/chrysler/2015/10/13/different-pay-new-hires-latest-uaw-fca-deal/73905502/>; [http://www.repubblica.it/economia/2015/09/16/news/usa\\_il\\_sindacato\\_uaw\\_annuncia\\_un\\_accordo\\_di\\_principio\\_con\\_fca-122970838/](http://www.repubblica.it/economia/2015/09/16/news/usa_il_sindacato_uaw_annuncia_un_accordo_di_principio_con_fca-122970838/). Che si tratti di una tendenza emergente appare evidente da ricognizioni in molti Paesi: <http://www.tele-graph.co.uk/finance/personalfinance/5836105/Take-a-pay-cut-or-a-P45-what-are-your-rights.html>.

i debiti accumulati (cosiddetto *dele-veraging*) per gli oneri debitori connessi a mutui o a eccessivo credito al consumo; 4) Prospettive non solide di mantenimento dell'occupazione, in conseguenza della crisi e dei cambiamenti normativi, come è evidente nel caso delle riforme del mercato del lavoro verso una maggiore libertà di licenziare, in presenza di più o meno efficaci sistemi di protezione per coloro che hanno perso il lavoro; 5) Prolungarsi della crisi economica, che innalza la percezione di instabilità del sistema, quindi rafforza e tende a generalizzare le visioni basate su incertezza e paura del futuro.

I fattori indicati creano circuiti di feedback cumulativi di segno negativo con le tendenze descritte nei paragrafi precedenti, soprattutto con il trend decrescente dei tassi di interesse, generando l'effetto di rafforzare il declino della crescita potenziale. Essi inoltre esercitano un'azione convergente nel determinare atteggiamenti precauzionali, deprimendo la domanda per consumi attraverso la spinta a differire nel tempo la spesa. Va peraltro osservato che per questa via si innescano meccanismi di feedback fortemente involutivi: più elevata è l'asimmetria nella distribuzione del reddito e della ricchezza, meno consistente è la "riserva di valore" a cui possono attingere fasce crescenti di popolazione, maggiore diventa la propensione di queste ultime ad assumere atteggiamenti prudentiali. La conseguenza di ciò è la generazione di spinte involutive endogene al sistema economico, perché in questo modo si auto-alimentano pressioni che deprimono componenti centrali della crescita: spesa per consumi e per investimenti. Non bisogna dimenticare, infatti, che minori rendimenti attuali e attesi alimentano la tendenza ad accumulare riserve addizionali sia per il presente che per il futuro, onde fronteggiare le necessità ordinarie ed eventuali esigenze impreviste, specie se emergono tendenze deflative. Tenendo anche presente che l'accentuazione delle disuguaglianze retributive e reddituali agisce paradossalmente nella stessa direzione per fasce sociali ai due estremi della piramide distributiva. L'aumento del reddito e dei compensi per la quota di popolazione più ricca aumenta al tempo stesso la propensione al risparmio e ad investire in attività rischiose. La stagnazione di salari e redditi per la classe media e le fasce meno abbienti alimenta, invece, i meccanismi di aumento del risparmio già descritti. Sui mercati finanziari emergono così comportamenti apparentemente contraddittori: da un lato l'abbondante liquidità prodotta dalle strategie monetarie accomodanti e le disuguaglianze nella distribuzione del reddito creano le condizioni per atteggiamenti più propensi al rischio; dall'altro l'incertezza crescente e il rallentamento dei ritmi di crescita, unitamente alla stagnazione o regresso, favoriscono la ricerca di asset più sicuri, spesso ritenuti tali se anche liquidi, cioè tali da consentire rapidi aggiustamenti di portafoglio. L'aumento della domanda di asset sicuri e liquidi ha peraltro ulteriormente depresso i rendimenti, dal momento che la loro offerta è diminuita a livello globale per la crisi dei debiti sovrani (Ball et al., Geneva Report, 2016).

A tutto questo occorre aggiungere alcune considerazioni in merito alla redditività degli organismi finanziari, innanzitutto banche e assicurazioni, riprendendo un punto già precedentemente accennato. È logico che in un'era di prolungata permanenza di bassi tassi di interesse e di liquidità abbondante, insieme a livelli di attività

economica stagnanti oppure non brillanti, le performance di società assicurative, bancarie e finanziarie in genere stiano sensibilmente peggiorando in molti Paesi, naturalmente con specificità nazionali. Mantenendosi su un piano più generale, lo scenario di probabile stagnazione economica e finanziaria, unita all'incertezza sulle politiche da adottare e alle non tranquillizzanti vicende internazionali, incide profondamente sulla profittabilità del sistema finanziario a tutti i livelli. Perdurando nel medio termine i trend descritti, la resilienza delle società che operano sulla base di costi definiti e strutture consolidate da anni vanno chiaramente incontro a rischi crescenti, ancora più pericolosi se le entità in questione hanno portafogli con quote non irrilevanti di titoli tossici (per es. le strutture piramidali di derivati, esposizioni su debiti sovrani oggetto di ondate speculative). Gli squilibri economico-finanziari, a partire da quelli di alcune entità cosiddette "sistemiche", possono di conseguenza generalizzarsi con un'amplificazione esponenziale sia in ambito nazionale che a livello internazionale<sup>10</sup>.

L'analisi dell'IMF a riguardo non lascia spazio a dubbi: c'è un problema diffuso di profittabilità, nonostante gli equilibri di bilancio siano nell'insieme più solidi, con robusti stati patrimoniali, dotazioni di capitali di migliore qualità e profili di liquidità più consistenti (IMF, 2016: 10-11). Quasi un terzo delle banche europee rimangono però deboli, ad indicare che il sistema finanziario globale deve affrontare alcune sfide importanti per ricostruire una traiettoria di redditività positiva: 1) introdurre cambiamenti fondamentali nel modello di business, 2) trasformare la struttura stessa del sistema con un significativo sviluppo degli organismi e un riassetto delle funzioni. 3) Nell'ultimo *Stability Report* dell'IMF si sostiene che per ottenere il ripristino della profittabilità e di condizioni di stabilità nel medio termine potrebbe non essere sufficiente una ripresa ciclica, ma occorre un "audace programma di riforme strutturali", basato su tre direttrici: i) risolvere il problema dei NPL e le questioni relative alle insolvenze; ii) innalzare l'efficienza operativa; iii) consolidare il sistema anche mediante la riduzione della capacità in eccesso.

### **Coordinate di fondo dello scenario odierno**

- 1) *bassi tassi di interesse*, destinati a durare ancora per un ampio arco di tempo.
- 2) *Rallentamento di lungo periodo della produttività e dei tassi di crescita*, nonostante brevi intervalli di dinamismo economico-produttivo, che poi si sono conclusi con crisi economiche e finanziarie di durata crescente e differenziata tra Paesi. Di conseguenza potremmo essere in presenza di una diminuzione dell'output potenziale di economie fondamentali dell'Occidente.

---

<sup>10</sup> Si pensi alle analisi sul rischio sistemico che secondo il IMF può essere rappresentato dalle esposizioni in derivati della Deutsche Bank (IMF, Germany Report, June 2016, punto 26, p. 29: "*Deutsche Bank appears to be the most important net contributor to systemic risks, followed by HSBC and Credit Suisse*"). Su questo problema si veda anche quanto scrive James Shotter sul *Financial Times*, June 30, 2016.

- 3) Inefficacia (rendimenti decrescenti) delle strategie monetarie accomodanti fondamentali per evitare l'approfondimento della crisi, ma di parziale efficacia nell'innescare processi duraturi di crescita.
- 4) *Crisi di profittabilità* di una parte considerevole del sistema finanziario, data la rarefazione delle fonti di profitto, a sua volta alimentata da feedback cumulativi tra i processi segnalati nei punti 1,2, e 3.

È allora legittimo porsi ulteriori interrogativi: 1) Siamo di fronte ad una *impasse* senza precedenti nella dinamica capitalistica? 2) Quali sono i meccanismi generatori dell'instabilità ed è possibile intravedere vie di uscita?

Dalla risposta alla prima domanda dipende la capacità di formulare ipotesi sulle traiettorie verso un assetto economico-produttivo più dinamico e stabile.

#### 1.4. Pattern ricorrenti negli ultimi due secoli: sequenze di fasi analoghe, ma differenti

Per tentare di comprendere aspetti essenziali della crisi odierna bisogna innanzitutto delineare un insieme integrato di variabili economico-finanziarie e tecnico-produttive. Solo con un'analisi multi-dimensionale, in grado di racchiudere un set significativo di dimensioni che caratterizzano la dinamica economica, si possono individuare traiettorie di crescita con le loro determinanti, i fattori propulsivi e i meccanismi di funzionamento tali da alimentare un'evoluzione che periodicamente si interrompe bruscamente, per poi riprendere su nuove basi. Impiegheremo a tale scopo il concetto di paradigma tecno-economico, così definito da Carlota Perez: an "*ideal type of productive organization, which defines the contours of the most efficient and 'least cost' combinations for a given period. It thus serves as a general 'rule-of-thumb' guide for investment and technological decisions. That general guiding model is the 'techno-economic paradigm'. As it generalizes, it introduces a strong bias in both technical and organizational innovation.*" (Perez, 1985: 450).

Perez ha sviluppato un'analisi molto interessante della crisi del 2007-2008 mostrando come essa non sia un "cigno nero", ovvero un evento inatteso e imprevedibile come quello descritto dalla suggestiva metafora di Taleb.<sup>11</sup> Al contrario, gli ultimi due secoli sono stati contraddistinti da pattern ricorrenti di bolle e crisi di differente intensità e ampiezza. In un mondo che ha visto progressivi ampliamenti delle aree geografiche coinvolte, la crescita economica è stata costellata da sequenze ripetute di fasi, ogni volta sulla base di un paradigma tecno-economico innovativo, il quale cambiava profondamente le caratteristiche basilari dello sviluppo successivo fino al

---


<sup>11</sup> La metafora del "cigno nero" è impiegata da Taleb (2008) per rappresentare gli eventi imprevedibili che si verificano quando siamo abituati a pensare, come spesso accade, secondo schemi concettuali unicamente basati sull'esperienza passata e ancorandosi a bias cognitivi.

prodursi di una nuova discontinuità. Il XIX e il XX secolo presentano un susseguirsi di fasi, interrotte da bruschi salti di paradigmi tecno-economici, il cui profilo evolutivo e successiva sostituzione ha presentato una fenomenologia peculiare: vi è un *pattern* ricorrente nell'intreccio evolutivo ciclico tra componenti finanziarie e reali. I meccanismi finanziari e speculativi esercitano una funzione essenziale nel sostenere i processi innovativi, ma al tempo stesso producono spinte endogene al “*breaking loose*”, cioè a liberarsi da vincoli e regole di comportamento stabilizzatrici. L'esito è stato ed ancora è attualmente il prodursi di feedback cumulativi tra pressioni destabilizzanti, con lo scoppio di crisi più o meno devastanti dagli anni '40 dell'800 ad oggi.

Gli studi di Freeman (1991), Freeman e Louça (2001), Perez (1983, 1985, 2011, 2013) hanno mostrato in modo sistematico come dalla Prima Rivoluzione industriale in poi il mondo abbia conosciuto cinque rivoluzioni industriali (Fig. 11)

Fig. 11 – Sequenze delle cinque rivoluzioni tecno-economiche

GREAT SURGE	Date Technologies Core country	INSTALLATION PERIOD	TURNING POINT	DEPLOYMENT PERIOD
		Bubble prosperity	Recessions	“Golden Age” prosperity
1 <sup>st</sup>	1771 The Industrial Revolution Britain	Canal mania	1793–97	Great British leap
2 <sup>nd</sup>	1829 Age of Steam and Railways Britain	Railway mania	1848–50	The Victorian Boom
3 <sup>rd</sup>	1875 Age of Steel and heavy Engineering Britain / USA Germany	London funded global market infrastructure build-up (Argentina, Australia, USA)	1890–95	Belle Époque (Europe) “Progressive Era” (USA)
4 <sup>th</sup>	1908 Age of Oil, Autos and Mass Production / USA	The roaring twenties in USA Autos, housing, radio, aviation, electricity	Europe 1929–33 USA 1929–43	Post-war Golden age
5 <sup>th</sup>	1971 The ICT Revolution USA	Emerging markets dotcom and Internet mania real estate and financial casino	2000 & 2007-08 -???	Sustainable global Golden Age?

  
 We are here

Fonte: Perez, 2013, Fig. 1

Ogni rivoluzione comporta discontinuità tecnico-scientifiche ed economico-produttive: emerge e si afferma un insieme di tecnologie “chiave” interdipendenti (Fig. 9) che sono meccanismi propulsivi di nuove attività economiche, le quali divengono centrali nell'evoluzione della società. Tecnologie e apparati di produzione innovativi portano con sé lo sviluppo di nuove infrastrutture ed un nuovo *frame* tecnico-innovativo, cioè un insieme di principi conoscitivi nella visione dei problemi e nella ricerca di soluzioni. In sostanza uno “stile”, un paradigma dominante, ovvero un paradigma tecno-economico come “*systemic relationship among products, processes, organizations, and institutions that coordinate activity*” (Lipsey e Bekar, 2005: 372).

Il susseguirsi di paradigmi tecno-economici ha appunto mostrato pattern ricor-

renti di fasi all'interno di una morfologia ciclica ricorrente: 1) *installation*, ovvero l'inizio del processo di adozione di un nuovo paradigma tecno-economico; 2) *Golden Age*, cioè il periodo di pieno dispiegamento ed espansione dopo una crisi di *mid-surge*; 3) *Crash*, la catastrofe finale, con lo scoppio della bolla speculativa e l'insorgere di una fase recessiva, variabile per intensità e durata.

Il periodo di "installazione" di un nuovo paradigma è contraddistinto da un'ondata innovativa, durante la quale sono progressivamente introdotte tecnologie innovative, processi e beni non esistenti prima, oppure del tutto trasformati. Tutto ciò può accadere perché l'apparato finanziario fornisce gli strumenti per l'introduzione delle innovazioni, mentre la prosperità crescente e diffusa crea l'ambiente favorevole sia alla dinamica innovativa sia alla propensione ad investimenti economico-finanziari sempre più rischiosi. Si producono quindi le condizioni affinché vere e propri moti di psicologia collettiva, descritti molto bene da Galbraith (1990) portino alla generazione di bolle speculative, nel corso delle quali i valori nominali degli asset diventano disconnessi da quelli reali. I saggi di Perez mettono in luce la dinamica ciclica propria dello sviluppo capitalistico degli ultimi due secoli, nel corso dei quali si è presentata una ricorrente morfologia, composta da alcune fasi ben precise.

Il periodo di introduzione ed espansione di un nuovo paradigma tecno-economico, incentrato su un nucleo di nuove tecnologie, le quali creano le basi per uno sviluppo del tutto differente da quelle del passato. Nell'ordine durante il XIX e il XX secolo: rivoluzione industriale e infrastrutture d'acqua nei primi dell'800; ferrovie e macchine a vapore a metà '800; elettricità, auto, radio, frigoriferi nei primi decenni del '900; ICT, globalizzazione e Paesi emergenti, Internet, flussi finanziari internazionali.

La fase di "espansione" tecno-economica è alimentata da erogazioni generose di crediti e dalla creazione di organismi e strumenti finanziari, i quali favoriscono il gonfiarsi di vere e proprie bolle speculative che si auto-alimentano: il successo e la redditività in aumento esercitano forza attrattiva, causando una dilatazione dei valori nominali fino a livelli molto distanti da quelli reali, creando le premesse per un "crash" intermedio (*mid-surge*) all'interno del completo processo espansivo del nuovo paradigma tecno-economico<sup>12</sup>.

I "collapsi" seguenti all'eccessiva amplificazione del capitale finanziario rispetto a quello reale (ad es. le capitalizzazioni di borsa con scarsa corrispondenza rispetto ai valori reali di beni e servizi) è causata in primis dalla capacità del primo di riuscire a liberarsi di ogni regolamentazione e dai tentativi istituzionali di imbrigliare l'azione di sostegno alle iniziative economiche dirette ad introdurre nuove tecnologie e nuovi protagonisti: imprese, settori produttivi, sistemi economici. In questo senso, dunque, la dilatazione dello "spazio economico-finanziario" è funzionale allo sviluppo di un nuovo "spazio economico-produttivo", ma al tempo stesso attiva meccanismi di

---

<sup>12</sup> Nella Fig. 11 sono indicati gli "scoppi" delle bolle speculative a fine '700, metà '800, agli inizi del '900 e gli anni '30 e quella scoppiata nel 2007-2008.



feedback cumulativi tali da causare la dissociazione crescente tra i valori monetari e quelli reali, di entità tale da creare le basi di innesco di una prima crisi. Quest'ultima segna una battuta d'arresto nel processo di espansione, determinando l'insorgere della consapevolezza che è necessario introdurre regole di comportamento idonee ad evitare eccessi speculativi e al tempo stesso tenere sotto controllo il funzionamento di organismi cruciali così importanti per lo sviluppo economico come le banche e gli istituti finanziari. Si afferma così l'esigenza di riordino del sistema di regole, mentre il crash impone una sorta di *reset* di strategie e comportamenti degli operatori, at-traverso un vero e proprio processo di selezione ed espulsione dal mercato di alcune delle entità più esposte agli eccessi speculativi.

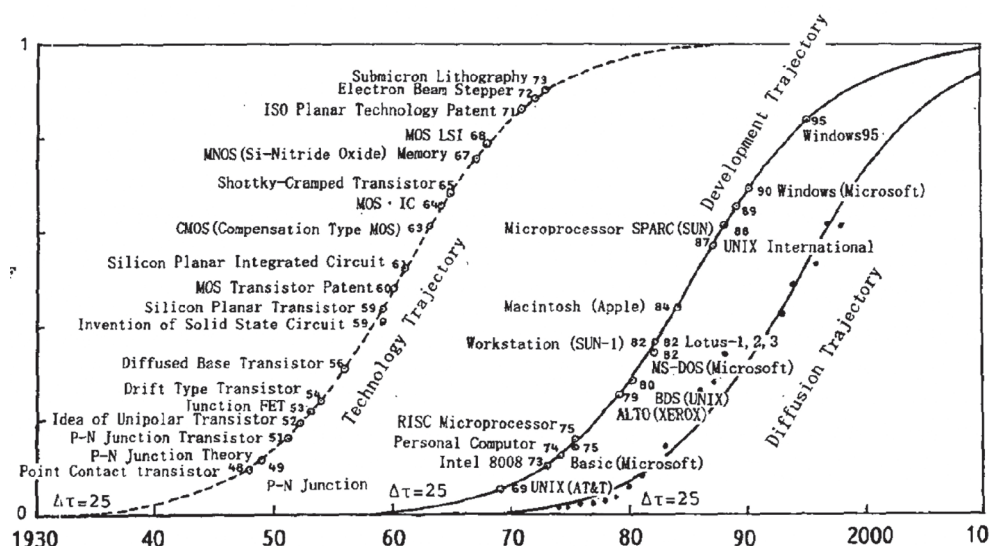
I tentativi senza successo di reintrodurre regole per contenere i movimenti incontrollati di volumi crescenti di risorse finanziarie sono diretti a depurare il sistema dalle componenti più indebolite e compromesse. Per contro il crash di *mid-surge* attua un processo selettivo che consente al paradigma tecno-economico di riprendere quasi nell'immediato la dinamica espansiva con il consolidamento e il definitivo affermarsi del paradigma emergente. La successiva *Golden Age* è caratterizzata dal pieno dispiegamento di tutte le potenzialità tecno-economiche, con benefici diffusi sul piano economico-sociale, ma anche costi per coloro che (individui, imprese, sistemi sociali) rimangono attardati o non riescono ad adattarsi a necessari cambiamenti significativi di competenze, strategie, culturali e manageriali. In questa *Golden Age* il capitale finanziario prende definitivamente il sopravvento e sfugge ad ogni tentativo di controllo, anzi diventa esso stesso quasi "centrale di comando" nell'allocazione delle risorse tra settori e imprese, non di rado attraverso connubi e intrecci economico-finanziari, che nel gergo della finanza d'impresa sono denominati "*interlocking directorates*". La dissociazione tra valori nominali e valori reali della ricchezza raggiunge livelli elevati e incontrollabili, date anche le relazioni di potere che si strutturano nei processi descritti. Ne consegue il *crash* finale, la cui intensità, durata ed estensione geografico-spaziale segnano l'innesco di una dolorosa e spesso costosissima transizione ad un nuovo paradigma tecno-economico. La sequenza descritta seguendo l'analisi di Perez si è ripetuta puntualmente come si evince dalla Fig. 11, ma non è mai uguale a se stessa nei contenuti per quanto attiene alle tecnologie e alle aree del mondo coinvolte. Ogni ondata ciclica secondo lo schema ripetuto di successione delle fasi, avviate e concluse con rilevanti discontinuità strutturali, porta con sé una vera e propria esplosione di nuove tecnologie, modelli di imprese, modelli strategici e mutamenti politico-istituzionali.

### 1.5. *La Rivoluzione delle ICT*

Ai nostri fini è opportuno descrivere sinteticamente l'ultimo processo ciclico fino al grande crash del 2007-2008, successivo al collasso del NASDAQ del 2000-2001. Il periodo di introduzione ed espansione dagli anni '70 in poi si è incentrato sulle

ICT, la cui crescita e diffusione, insieme a una serie di tecnologie complementari, sono stati i meccanismi propulsori alimentati dalla bolla speculativa denominata "Net-mania", il cui nucleo dinamico è ben rappresentato in una serie di sistematiche analisi, svolte da Hirooka (2001, 2003) (Fig. 12)

Fig. 12 – Innovation Paradigms in Electronics



Fonte: Hirooka, 2001, Fig. 3

Successivamente al primo crollo del 2000-2001 si è verificata l'ulteriore diffusione di altre tecnologie: processori sempre più potenti e quindi crescita esponenziale della potenza computazionale, sviluppi dell'Intelligenza Artificiale e del *Quantum Computing*, nanotecnologie, nuovi materiali, inizio della traiettoria verso "Industria 4.0"<sup>13</sup>. Parallelamente si sono realizzati una serie di circuiti di feedback auto-rinforzanti, grazie all'indebitamento di individui, famiglie, imprese e Stati sovrani, con la conseguenza dell'aumento esponenziale di flussi finanziari globali fino all'esplosione finale della bolla, seguita da interventi pubblici e processi che hanno portato all'attuale *low rates world*, da cui siamo partiti in questo contributo.

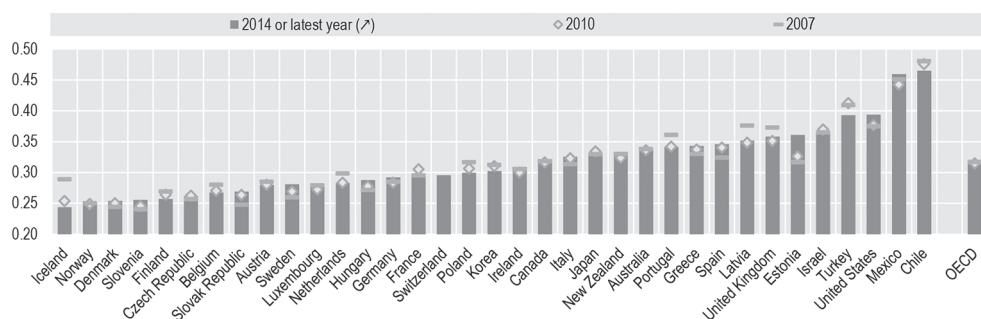
Un aspetto su cui fermare l'attenzione è il seguente: nello spazio connettivo globale una serie di meccanismi hanno agito in modo convergente nel potenziare la traiettoria complessiva: la dinamica tecnico-scientifica e la creazione di *hypernetwork* (economico-produttivi e finanziari) hanno creato nuove condizioni per il *breaking loose* del capitale finanziario. È infatti diventato dominante il *mindset* orientato alla sistematica de-regolamentazione dei mercati, le cui tappe fondamentali possono essere individuate in una sequenza di step: 1) la fine dell'inconvertibilità del dollaro

<sup>13</sup> Su questi temi si veda Lombardi (2017)

(1971) e le crisi petrolifere hanno prodotto un vero e proprio *break* strutturale nella dinamica economico-produttiva internazionale. 2) La dinamica tecnologica e i processi innovativi avviati negli anni '80 (diffusione dei PC e delle emergenti ICT) hanno avuto bisogno di circuiti finanziari meno soggetti alle regole stabilite dopo la crisi degli anni '30. Di qui le pressioni per la progressiva liberazione delle forze di mercato dal controllo pubblico. Nel 1986 viene eliminato definitivamente negli USA il tetto alla remunerazione dei depositi vincolati e a tempo, contenuta dalla *Regulation Q*, introdotta nella *Glass Steagall-Act* del 1933 a fini di controllo dei flussi finanziari, separando l'attività bancaria ordinaria da quella di investimento. La *Regulation Q* è stata poi eliminata del tutto nel 2011 insieme alla cancellazione dell'altro vincolo, cioè la proibizione per le banche di pagare tassi di interesse sui depositi a vista. Il completamento della *deregulation* è avvenuto con l'abrogazione della *Glass-Steagall Act* nel 1999 durante la Presidenza Clinton, ma l'iniziativa era del Partito Repubblicano. Il modello concettuale basato sulla deregolamentazione si è poi diffuso a livello internazionale, arrivando anche in Italia, con la riforma del Legge Bancaria del 1936 mediante il Testo Unico Bancario del 1993.

Possiamo quindi rappresentare la dinamica ciclica, basata sulla diffusione del paradigma delle ICT, mediante questa sintetica periodizzazione, che replica il pattern ricorrente negli ultimi due secoli con le specificazioni relative al paradigma ora dominante: 1) Negli anni '80-'90 si ha la fase di introduzione progressiva delle ICT, quella che Schumpeter definisce "distruzione creatrice" per indicare un cluster di nuove tecnologie, sostitutive delle tecnologie sino ad allora prevalenti. 2) Fino al 2000 si sviluppa una divaricazione crescente tra le attività reali e quelle finanziarie, con la prima bolla e l'espansione della sfera economico-finanziaria attraverso *casino-type activities*. E' anche l'era in cui incominciano ad emergere asimmetrie crescenti di competenze e di potere economico, insieme a fenomeni di polarizzazione socio-economica, cioè inizia ad accelerare una traiettoria di lungo periodo nelle disuguaglianze di reddito e di ricchezza, che si amplificano via via e durano fino ai giorni nostri, nonostante l'interruzione nel biennio post-crisi (Fig. 13).

Fig. 13 – La crisi non ha ridotto la disuguaglianza

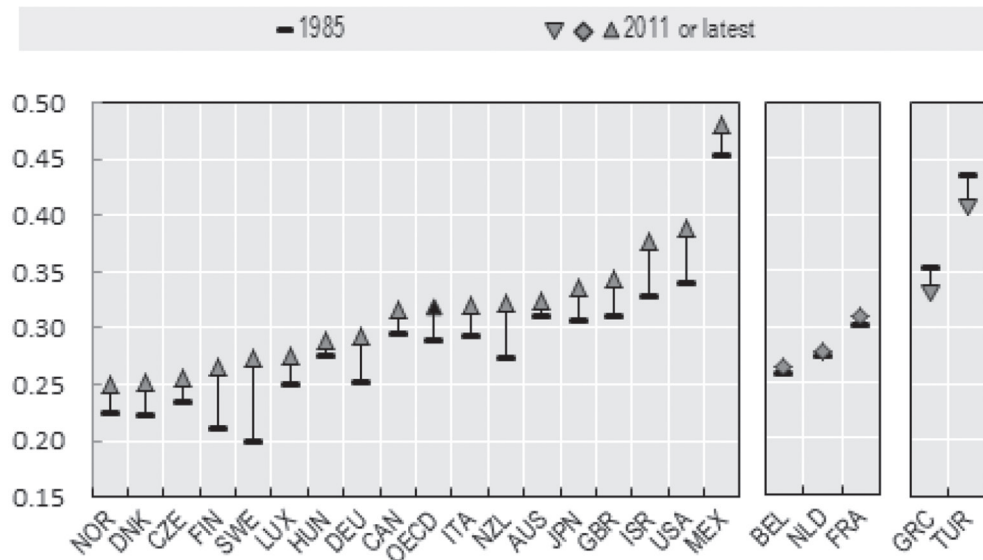


Fonte: OECD, 2016, Fig. 1.

NB. Nella Figura è rappresentato come indicatore delle disuguaglianze il coefficiente di Gini, i cui valori variano nel range 0-1. Prossimità vicina allo zero indica distribuzione più equa e viceversa per valori prossimi a 1.

La disuguaglianza è aumentata in quasi tutti i Paesi OECD, nonostante lo stallo nei primi anni post crisi (Fig. 14)

Fig. 14 – La disuguaglianza è aumentata nella maggior parte dei Paesi OECD



Fonte: Cingano, 2014, Fig. 1

In questi decenni l'entusiasmo per le nuove tecnologie e i progetti tecno-economici ad esse collegati alimentano quella che Galbraith (1990)<sup>14</sup> denomina "euforia finanziaria", favorita dal un allentamento delle funzioni di controllo e sorveglianza, ma soprattutto dall'espansione apparentemente senza limiti di nuovi strumenti di credito, fino a configurare un vero e proprio "sistema bancario ombra" (*shadow banking system*) a livello nazionale e internazionale. Tutto ciò è reso possibile dal diffondersi di un panorama economico-finanziario caratterizzato da tre elementi prevalenti: 1) progressivo deterioramento delle regole di gestione degli affidamenti, sia nell'apparato finanziario non bancario che nelle stesse banche, con circuiti di feedback auto-rinforzanti e chiaramente destabilizzanti nel lungo periodo. 2) Ge-

<sup>14</sup> Nella sua *Brief History of Financial Euphoria* (Cap. 1) Galbraith individua alcuni denominatori comuni delle crisi finanziarie degli ultimi cinque secoli: 1) estrema brevità della memoria finanziaria, che porta gli individui a dimenticare rapidamente i disastri. 2) Pretestuosa associazione tra denaro e intelligenza: maggiore è la quantità denaro che uno possiede, più elevata è la sua reputazione. Deve essere per forza intelligente! 3) I possessori di denaro da prendere a prestito -per la forza dell'abitudine, tradizione o più specificamente per la necessità di quelli che ne hanno bisogno- godono della deferenza da parte dei richiedenti prestiti, che spesso si trasforma nell'auto-convincimento -da parte dei prestatori- della propria superiorità mentale. Su questo si fonda poi la tendenza a pensare che si sviluppi l'innovazione finanziaria, la quale non è altro che una leva basata sulla creazione di debiti in forma cumulativa, fino al crash finale.

neralizzata e sistematica perdita di percezione del rischio, quindi della capacità di gestirlo, data la proliferazione di flussi e strumenti finanziari a scala globale, gestiti sempre più di frequente da organismi ed entità con capacità di *risk management* progressivamente ridotta per il grado di sofisticazione raggiunto dagli asset creati. Si pensi all'enorme espansione dei derivati e alla cosiddetta innovazione finanziaria, che richiede tipologie di competenze ignote a molti agenti e investitori: pubblici e privati, enti gestori del risparmio, soggetti emittenti dei titoli. Su tutto questo si innestano, poi, le specificità nazionali, ovvero i livelli differenziati di arretratezza e il grado di apertura mentale, oltre che la propensione al cambiamento culturale e manageriale, presente nelle varie realtà nazionali. 3) La dinamica dei flussi finanziari a livello internazionale è stata enormemente potenziata dall'incremento delle fonti di investimento richiesto per lo sviluppo di Paesi e imprese fino ad allora esclusi dalla crescita mondiale.

Su queste basi si comprende come si sia progressivamente configurato, di fronte a operatori pubblici e privati di tutto il mondo, un insieme apparentemente senza limiti di opportunità di impiego delle risorse. Lo scoppio della bolla incentrata sulla *New Economy* e la crisi del 2000-2001 hanno costituito, per così dire, l'interludio del processo selettivo tra impieghi esagerati e fuori controllo, alimentati dall'euforia contagiosa à la Galbraith della prima fase espansiva. Depurato da alcuni eccessi, si è negli anni successivi avuto il pieno dispiegamento del paradigma tecno-economico delle ICT, che ha potuto realizzarsi anche grazie a due importanti fattori propulsivi negli USA e in molte altre economie: crescente polarizzazione sociale nella corsa all'arricchimento verso l'*Eldorado della New Economy* e l'indebitamento di ampie fasce di popolazioni e di Stati. In sostanza, quindi, la bolla immobiliare si è diffusa in numerose aree del mondo ed ha costituito la forma fenomenica peculiare di questo pattern evolutivo ricorrente: spesa per consumi e investimenti basata sul debito, concesso con estrema facilità grazie agli aspetti prima descritti, ovvero deregolamentazione dei mercati, perdita generalizzata della percezione del rischio, innovazione finanziaria per un'apparente diluizione del rischio, che in effetti aumentava per una serie di ragioni.

Tra queste vi è innanzitutto il fatto che le economie capitalistiche, a partire dagli USA, si sono essenzialmente trasformate in *spending machines*, basate sul debito privato e pubblico. Come hanno riconosciuto autorevoli studiosi, tra cui Dahrendorf (2015), il capitalismo da debito è diventato un motore fondamentale della dinamica economica per più di un ventennio. Un secondo elemento su cui concentrare l'attenzione è dato dal progressivo consolidarsi negli anni 2000, dopo l'entrata della Cina nel WTO (2001), di flussi economico-produttivi a livello globale, uniti a complementarità e interdipendenze tra Paesi, apparati produttivi e imprese a varia scala, grazie ai *Global Production Network* e alle *Global Value Chain*. In questo orizzonte i processi e i circuiti cumulativi hanno assunto una portata globale, con effetti amplificati in direzione sia espansiva che recessiva, dopo il crash finale del 2007-2008, quando la caduta della Lehman-Brothers ha innescato spinte involutive che, in forza delle strutture connettive globali (*hypernetwork* economico-finanziari) e alla

superfetazione di meccanismi di finanziamento ad essi collegati, hanno accelerato la propagazione degli impulsi negativi. Per dare un'idea dell'ampiezza della leva creatasi nel sistema finanziario globale, alcuni dati sono emblematici:

1. negli Usa le cinque banche di investimento avevano una "leva finanziaria" pari a 88 volte il capitale alla fine del 2007 (Sheng, 2011: 4);
2. il totale degli *asset* finanziari (tutti gli *asset* esclusi i derivati), sono cresciuti ad un tasso maggiore del prodotto mondiale: dal 108% del PIL nel 1980 al 400% nel 2009 (555% per l'EU);
3. sommando al totale degli *asset* il valore totale dei derivati (615trn di dollari nel 2009, pari a 10,6 volte il PIL) la dimensione del sistema finanziario e il suo *leverage ratio* sarebbe stato 5 volte il PIL (Sheng, 2011: 3).

In breve quindi, nei primi anni '2000, durante la *Golden Age* del paradigma tecno-economico, indebitamento e ingegneria finanziaria sono diventati leve fondamentali dell'economia mondiale, mentre l'interconnettività tra soggetti attivi a livello globale si è sviluppata senza limiti, in assenza di efficaci poteri di regolamentazione e di supervisione. Basti pensare al fatto che nel 2008 le 25 banche più grandi hanno *asset* per 44,7 trn di dollari, pari al 73% del PIL (2008) e 42,7% del sistema bancario.

Nel 1990 nessuna delle 25 aveva *asset* più ampi del PIL nazionale. Nel 2010 sono 7 quelle che posseggono *asset* di valore superiore al PIL nazionale, come ad esempio l'UBS (376% PIL della Svizzera), RBS (131% rispetto al PIL dell'Inghilterra).

L'intero mercato mondiale è in realtà diventato un insieme di *hypernetwork* di reti locali ad elevata concentrazione oligopolistica. Si pensi alle attività economiche fondamentali nel pieno dispiegamento delle ICT, quali la produzione di microprocessori, *smartphone* e nuovi strumenti di connessioni, motori di ricerca, dispositivi per la produzione di energia e sviluppi dell'Intelligenza Artificiale.

Nel 2008 si generalizzano a velocità impressionante nello spazio connettivo globale gli effetti del brusco arresto del motore fondamentale dell'economia mondiale: la *spending machine* USA si arresta. In primavera Martin Feldstein (Harvard University) parla di *black hole* stimando una distruzione di valore, in conseguenza della caduta dei valori mobiliari e dei prezzi delle case Usa, equivalente al 75% del PIL (Feldstein, 2009a,b), con una caduta della domanda -rispetto a quella corrispondente al livello di piena occupazione- pari a 750mila miliardi di dollari. Il *black hole* della spesa americana in realtà si aggiunge ad una serie di altri fattori che generano squilibri di fondo del sistema finanziario globale.

Ripercorriamo allora sinteticamente le fasi evolutive della crisi odierna: 1) scoppio della bolla "*subprime mortgage*", 2) *credit crunch*, 3) crisi finanziaria globale, 4) crisi economica globale.

Il dato da tenere presente è che soprattutto negli ultimi due decenni si è sviluppato un "capitalismo finanziario" con determinate peculiarità: 1) espansione della liquidità globale, 2) enorme incremento di "derivati" finanziari, 3) crescita di un sistema bancario "ombra" (Kim, 2009). All'interno di tale tipologia di capitalismo

la funzione di intermediazione finanziaria per far fronte ai costi di transazione e alle inevitabili asimmetrie informative tra gli agenti è stata del tutto sovrastata dalla tendenza inarrestabile ad ampliare a dismisura il profilo del rischio e quindi il risk management. Ciò ha comportato un ampliamento dell'offerta di innovazioni finanziarie: sono emerse senza sosta nuove tipologie di asset, che si sono progressivamente accumulate su se stesse grazie alla creazione di prodotti "annidati", ovvero che al proprio interno racchiudono pacchetti di titoli, di cui dopo qualche passaggio si perde il fondamento reale in termini di ricchezza effettiva. Una delle conseguenze più rilevanti di questo processo è stata una profonda alterazione dei meccanismi decisionali, perché l'investimento di risorse è stato diretto alla ricerca di variazioni di valore a breve (redditività finanziaria in termini di prezzo delle azioni e degli asset) più che al perseguimento di redditività reale (progetti a medio-lungo termine, connessi a strategie d'impresa)<sup>15</sup>. Il passaggio dalla banca come agente di intermediazione alla "banca universale" (eliminazione dello Glass-Steagall Act) ha segnato la transizione verso la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la de-regolamentazione dei mercati finanziari, che hanno consentito tre processi convergenti: 1) alimentazione di flussi finanziari a livello internazionale, 2) incremento delle fonti di investimento per Paesi e imprese finora esclusi della crescita economica mondiale, 3) espansione apparentemente senza limiti delle opportunità di impiego degli attivi che si auto-alimentano presso gli operatori.

Il *braking loose* ha quindi spianato la strada al *meltdown* del 2007-2008 e alla successiva *Grande Recessione*.

### 1.6. *La Grande Recessione: le risposte efficaci delle autorità e i meccanismi generatori di instabilità*

Se la Grande Recessione è stata maggiore di quella del '29 sia per intensità che per estensione settoriale e geografica, molto differente è stata la capacità reattiva delle autorità preposte alla politica economica. In estrema sintesi, tre sono le principali traiettorie di azione intraprese dalle autorità statali e dagli organismi di governo monetario: 1) intervento pubblico a sostegno dei vari sotto-sistemi componenti del sistema finanziario globale, a partire da quello USA. L'effetto è stato la forte crescita del debito pubblico in molte realtà, con l'innesto di una crisi dei debiti sovrani sul crollo dei valori immobiliari, chiaramente originato da ingenti risorse finanziarie alla ricerca di squilibri da sfruttare per recuperare perdite e sfruttare insperate opportunità speculative. Anche quest'ultima fenomenologia della dinamica involutiva mondiale ha assunto configurazioni specifiche con livelli di criticità peculiari, per es.

<sup>15</sup> Questa che viene descritta come alterazione si è per così dire innestata su una caratteristica fondamentale che differenzia intrinsecamente il modello di business anglosassone da quello europeo (un tema discusso da Hutton, 2003).

nei Paesi dell'Europa mediterranea, che hanno mostrato differenti capacità di reazione, espresse in strategie e comportamenti talvolta atipici. 2) La "sovranità", intesa come potere decisionale sovraordinato, cioè che definisce gli ancoraggi di fondo dei sistemi economici, sembra assegnata a soggetti privi di legittimazione. Quest'ultima sembra anzi derivare dal possesso di competenze auto-fondate nel governo della crisi attraverso l'esercizio di strumenti non disponibili per altri. Si pensi al ruolo assunto dalle agenzie di *rating* nella valutazione delle grandi imprese oligopolistiche e di Stati sovrani, quindi alle successive attività di intermediazione finanziaria<sup>16</sup>. 3) Il sistema economico-finanziario e i mercati in genere hanno mostrato una crescente "opacità", dal momento che vere e proprie "potenze" economico-produttive sono state e sono in grado di condizionare i comportamenti statuali, sfuggendo a meccanismi di controllo oppure influenzando le politiche condotte a livello nazionale. Si pensi a questo proposito al fatto che frequentemente istituzioni pubbliche, anche in Italia, hanno sottoscritto accordi su derivati con istituti finanziari internazionali senza avere una cognizione adeguata dei rischi cui andavano incontro. Il risultato è un probabile debito pubblico "nascosto", che potrebbe venire alla luce qualora venissero effettuata un'analisi sistematica delle esposizioni di tutti gli Enti Locali del nostro Paese. Un aspetto complementare a quello indicato è la pervasività dei conflitti di interesse, la cui espressione è un continuum fino ai giorni nostri<sup>17</sup>.

Con la crisi del 2007-2008 si è quindi realizzato il passaggio dall'"era della prosperità" (*Golden Age*) all'era dell'incertezza e della volatilità. Questa volta però, a differenza di quanto accaduto durante la Grande Crisi degli anni '30, le autorità monetarie hanno risposto prontamente, mettendo in atto misure di politica monetaria come il *Quantitative Easing* (QE), cioè immissione di enormi volumi di moneta per l'acquisto di titoli pubblici e privati. Dal Giappone, in sostanziale deflazione fin dagli anni '90, il QE è stato progressivamente adottato dalla Federal Reserve (fino al 2011) e dalla BCE, che ha di recente prolungato questa cosiddetta "politica di accomodamento monetario". È così iniziata l'era dei *low rates*, da cui siamo partiti nella nostra analisi, e soprattutto è stato generato un volume enorme di liquidità a livello mondiale, pari a 294 trilioni di dollari (Fig. 15)

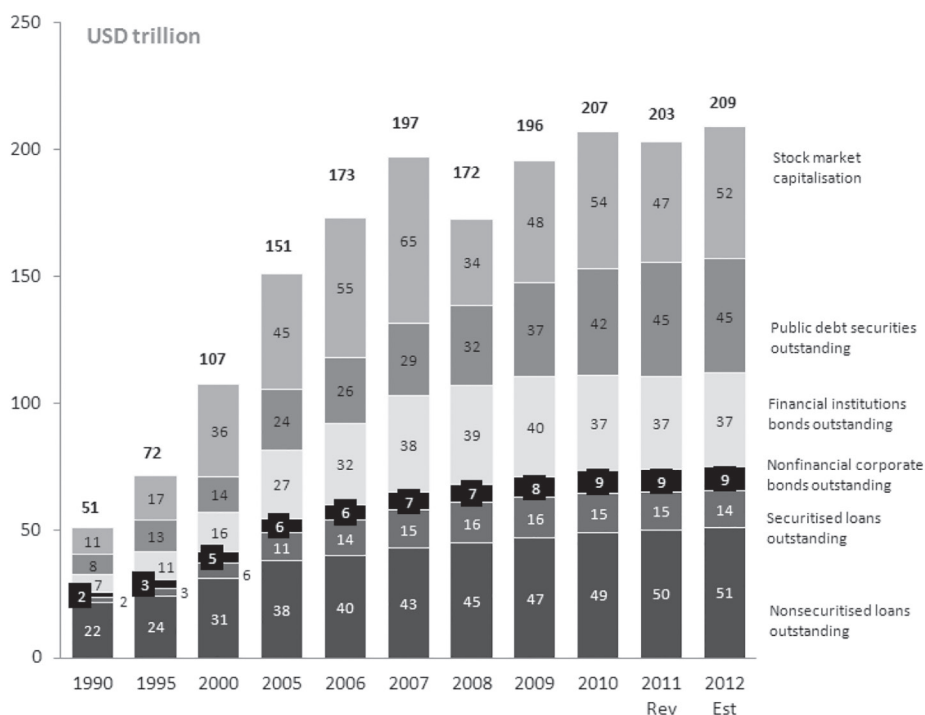
---

<sup>16</sup> Su questo tema si veda Crotty (2009). La Bertelsman Foundation (organizzazione no profit) e numerosi paper accademici da anni sostengono una disputa economica e culturale sulle anomalie delle CRA (Credit Rating Agencies, Standard & Poor's, Moody's, Fitch), le cui valutazioni sono soggette a *bias*, errori e eccessiva indulgenza verso le entità valutate. Sotto accusa è l'intero modello di *business issuer-paid*, che può indurre bias di varia natura. Per un'analisi del problema e della letteratura in merito si veda Bongaaerts (2014). Recentemente (Gennaio 2017) Moody's ha raggiunto un accordo con il Dipartimento della Giustizia e 21 Stati USA per il pagamento di una multa di 864 milioni di dollari per i rating assegnati ai mutui subprime (Scully e McLaughlin, 2017).

<sup>17</sup> La pervasività dei conflitti di interesse trova una delle massime espressioni nello scandalo relativo alla manipolazione del LIBOR, tasso di interesse a cui le banche si scambiano fondi sul mercato interbancario di Londra. Un panel di banche internazionali si unisce quotidianamente e stabilisce il LIBOR, che è poi il tasso di riferimento per i prestiti a imprese e consumatori. Barclays e altre 11 banche sono sotto inchiesta per la manipolazione del LIBOR (McBride, 2016; Jenkins, 2017).



Fig. 15 – Stock degli asset finanziari mondiali



Source: McKinsey Global Institute, Haver, BIS, DB estimates

Fonte: Deutsche Bank Research, 2014, Fig. 1

La Grande Recessione è stata pertanto contrastata con una certa efficacia e si è sviluppato il tentativo di rilanciare le economie con manovre monetarie denominate “non convenzionali”, ma la *low growth era* sembra tormentare le riflessioni di studiosi e attori politico-istituzionali in quasi tutti i Paesi. È finita ufficialmente nel 2009, dopo 18 mesi, la più lunga recessione del dopoguerra negli USA; uno dei motori dell’economia mondiale. Dopo 7 anni di eccezionale immissione di liquidità e di espansione economica a ritmi più blandi di quelli dei decenni passati, come abbiamo prima visto, ferve il dibattito sulla *secular stagnation* e sulla parziale efficacia della stimolazione monetaria.

È allora opportuno porsi interrogativi in merito ad alcuni aspetti profondi della crisi odierna, connessi agli elementi illustrati nell’analisi svolta. A tale scopo definiamo le coordinate generali che adottiamo per mettere a fuoco i cambiamenti intervenuti in meccanismi fondamentali delle società capitalistiche. Una premessa logica è doverosa: l’illustrazione di questi aspetti avviene prendendo in considerazione in primo luogo l’economia USA, successivamente sono trattate le componenti peculiari di realtà nazionali, in primis l’Italia.

Il quadro fondamentale dell’economia mondiale nell’ultimo trentennio è definito dall’importanza assunta da tre processi: neo-liberismo, globalizzazione, privatizzazioni (Epstein, 2005: 5). La stretta interdipendenza tra di essi ha portato alla luce

trasformazioni strutturali latenti e al tempo stesso innescato cambiamenti sostanziali di fattori propulsivi della dinamica capitalistica.

Il sociologo Daniel Bell (1978) ha messo in luce ingredienti essenziali dell'affermarsi di una proprietà basilare del capitalismo, incentrato fin dall'inizio della sua formazione sull'idea dell'*endless frontier* e sull'intrinseco dinamismo, alimentato dall'idea complementare dell'assenza di limiti. Al tempo stesso, però, la società capitalistica ha posto essa stessa dei limiti morali, filosofici, politici grazie a tre componenti fondamentali, ciascuna delle quali governata da principi, la cui combinazione ha dato origine ad un insieme propulsivo: 1) struttura tecno-economica, governata dal principio della razionalità funzionale e dalle regole dell'efficienza in assetti gerarchico-burocratici. In un simile contesto gli individui divengono "oggetti", indentificati con la funzione e il task svolti. 2) La politica, intesa come arte della giustizia o del potere e fondata su principi formali di eguaglianza e legittimazione, spesso sollevati da coloro che ritengono di esserne privati. 3) La Cultura, che è il regno delle forme simboliche, le quali cambiano continuamente a seconda delle interazioni tra gli esseri umani e i contesti cangianti in cui vivono e operano.

Bell individua negli anni '70 le contraddizioni culturali emergenti nella dinamica capitalistica: la dissociazione crescente tra queste tre componenti, in particolare tra norme e modelli organizzativi della sfera tecno-economica e quelli della sfera culturale, con inevitabili effetti anche nel campo politico. In particolare egli individua un meccanismo distruttore dello stesso capitalismo: l'equilibrio tra desiderio privato (*private appetite*) e responsabilità pubbliche. L'erosione avviene gradualmente e in misura significativa attraverso lo sviluppo di una vera e propria "ingegneria del desiderio", cioè l'invenzione di strumenti che favoriscono l'inseguimento di standard di vita sempre mutevoli e ampliati. La combinazione di ingegneria finanziaria e ingegneria del desiderio hanno costituito una macchina spinta oltre il limite, potremmo dire, verso una *endless frontier*, che gli individui sono stimolati a perseguire con l'invenzione dell'acquisto rateale, delle carte di credito e degli strumenti finanziari incentivanti. Questi mutamenti culturali e dello stile di vita non sono in sintonia con i principi e le norme basilari della sfera tecno-economica, dove non tutte le funzioni e i task hanno status retributivi tali da poter aspirare all'evoluzione senza limiti degli stili di vita e di consumo, all'accrescimento continuo dei desideri, al tempo stesso modificando una delle idee chiave del capitalismo originario: il consumo differito, il risparmio, come accumulazione di risorse da investire per il futuro<sup>18</sup>.

In questo scenario generale ha subito un'accelerazione il passaggio dalle contraddizioni culturali di fondo alla realizzazione di un nuovo modello di funzionamento del capitalismo; in altri termini si è realizzato quello che Dahren-

<sup>18</sup> È opportuno precisare, come fa lo stesso Dahrendorf (2015: 8), che non si intende identificare il capitalismo con l'etica protestante, come ha in sostanza fatto Weber, criticato da studiosi a partire da Tawney (*La religione e la genesi del capitalismo. Studio storico*, Feltrinelli, 1967). In realtà viene qui ribadito un principio per così dire alla base dell'evoluzione in natura: accumulazione di risorse per fronteggiare avversità e incrementare le possibilità in un futuro più o meno prossimo.

dorf (2015) ha in uno dei suoi ultimi scritti definito “passaggio dal capitalismo di risparmio al capitalismo di debito”, sintesi dell’esito del processo di sviluppo delle contraddizioni tra principi e regole della struttura del mondo del lavoro e quelle che fondano il mondo culturale, prevalentemente orientato al consumo. In estrema sintesi, siamo di fronte al consolidarsi della divergenza tra sfera tecno-economica e fondamenti culturali dell’economia di un mondo sempre più caratterizzato da una connettività globale. *L’endless frontier* della dinamica tecnologica durante gli ultimi decenni, in particolare quella delle già menzionate ICT, ha contemporaneamente creato le condizioni per la globalizzazione dei processi produttivi e dei mercati, a loro volta dinamizzati da flussi finanziari a scala globale. Si sono in tal modo pienamente dispiegati alcuni cambiamenti strutturali di grande portata: capitalismo di debito (Dahrendorf), globalizzazione e disuguaglianza (Lazonick, 2013; Dore, 2008), finanziarizzazione esponenziale dell’economia mondiale (Krippner, 2005).

Ai fini del presente contributo è importante riprendere il divario e la contraddizione tra la sfera tecno-economica e quella del consumo, perché tale divario da motore del capitalismo contemporaneo si è trasformato in generatore di instabilità: *l’enjoy know, pay later* è diventato regola di condotta pervasiva dell’intera società, generando effetti sempre più amplificati. È infatti accaduto che, contemporaneamente, le modalità con cui è stata realizzata la globalizzazione hanno favorito l’aumento di scala dei flussi finanziari, indotti dall’espansione senza limiti del mercato dei derivati e degli asset OTC (*Over the Counter*), il cui ammontare complessivo nel Giugno 2004 è pari a 234.000 miliardi di dollari, mentre nel Giugno 2007 i contratti OTC da soli ammontano a 516.000 miliardi, e il PIL mondiale è pari a 66.000 miliardi. L’eccezionale “innovazione finanziaria” alla base di un processo di espansione così esplosiva consiste nell’invenzione di nuovi strumenti, organizzati attraverso una struttura piramidale basata sulla cartolarizzazione di attività, passività, beni, debiti e crediti privati e pubblici. A tale fine la creazione di sequenze stratificate di titoli, costruiti in pacchetti allo scopo di diluire il rischio e distribuire, ha prodotto in realtà l’effetto di potenziarlo enormemente per due ragioni essenziali: 1) emerge una perdita generalizzata della percezione del rischio, 2) viene creata una leva finanziaria pronta a trasformarsi in dinamica involutiva con ripercussioni a catena e amplificate.

La tecnica innovativa per la creazione di nuovi strumenti finanziari non è affatto nuova e risale a circa 4 secoli or sono, mentre è originale e più moderno il grado di sofisticazione e di elaborazione formale degli strumenti: sono sviluppati modelli matematici estremamente complessi di management del rischio, proprio mentre la piramide della leva finanziaria induce progressivamente una percezione indebolita del rischio stesso.

Abbiamo così il rafforzamento della dissociazione tra leva finanziaria e ancoraggio reale della ricchezza effettivamente prodotta. La complessità della cosiddetta in-

<sup>19</sup> Ad esempio: CDS (*certificates of deposit*), CDO (*Collateralised Debt Obligations*), MBS (*mortga-*

novazione finanziaria, che appare sotto numerose forme e sigle<sup>19</sup> non sono altro che le manifestazioni esteriori di un insieme di mutamenti strutturali, ovvero i circuiti di feedback cumulativi precedentemente introdotti, i quali hanno alimentato l'espansione apparentemente illimitata del capitalismo di debito. Intendiamo riferirci alla peculiare struttura di crescita dell'economia mondiale, cioè alla creazione di una struttura finanziaria, divenuta leva per lo sviluppo tecno-economico e al tempo stesso fattore di produzione e distribuzione fortemente asimmetrica e sperequata della ricchezza.

Il processo di finanziarizzazione è definito in vari modi, discussi in Krippner (2005) e Epstein (2005); ai nostri fini adottiamo la definizione proposta da Epstein (2005: 3) "*the increasing role of financial motives, financial markets, financial sectors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*". Krippner analizza la finanziarizzazione attraverso l'espansione delle fonti del profitto nell'economia USA partendo dal riconoscimento che esiste un approccio *activity-centred* nell'analisi empirica della finanziarizzazione, il quale mette al centro la crescita del settore dei servizi nelle economie post-industriali. Egli adotta, invece, un approccio *accumulation-based*, ovvero un punto di vista che privilegia l'accumulazione dei profitti, per cui si finanziarizzazione è "*a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production*" (Krippner, 2005: 174). Proprio tale modello di finanziarizzazione costituisce una discontinuità nelle modalità di funzionamento fisiologico del sistema economico: la leva finanziaria da leva necessaria per la dinamica innovativa diviene fattore scatenante della crisi, creando al contempo peculiari condizioni di instabilità e stagnazione, come cercheremo di mostrare nel paragrafo seguente, con particolare riferimento all'Italia.

### 1.7. *La trasformazione del risparmio in potenziale di instabilità endogena*

L'analisi sviluppata nei paragrafi precedenti ha messo in luce alcuni aspetti fondamentali, che inducono a concentrare l'attenzione sul Risparmio come sorgente di un potenziale di instabilità endogena ai sistemi economici. Abbiamo visto che sia istituzioni finanziarie come la *Bank of International Settlements* sia autorevoli studiosi concentrano l'attenzione su un fatto rilevante: la dinamica post-recessiva mostra una riduzione non transitoria dell'output potenziale a livello internazionale, mentre il rallentamento del tasso di crescita, nonostante il *low rates world*, e l'andamento con-tenuto della spesa per consumi e investimenti sono interpretati come cambiamenti profondi delle funzioni del Risparmio e dell'Investimento in un mondo in cui le interconnessioni generalizzano e amplificano impulsi positivi e negativi. Riprendiamo l'affermazione contenuta in BIS (2016: 22): «È possibile *ge-backed securities*), ABS (*asset-backed securities*, sostanzialmente simili agli MBS), OTC derivatives (varie tipologie di derivati scambiati *over the counter*, cioè su mercati non regolamentati).

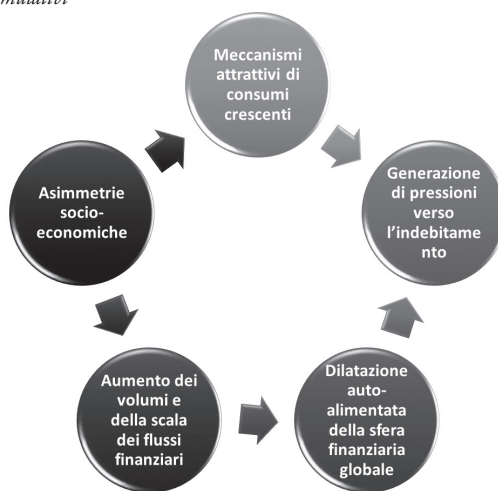
che sia aumentata la propensione mondiale al risparmio”. Tale incremento potrebbe essere collegato ad alcuni mutamenti importanti, che hanno modificato le variabili decisionali degli individui e delle famiglie, fino a influire significativamente sull’emergere del fenomeno in questione<sup>20</sup>.

Riflettiamo innanzitutto su un dato: l’aumento della propensione al risparmio è avvenuto non solo durante la fase di sviluppo delle Economie Emergenti e di crescita delle Economie Avanzate, bensì anche durante la Grande Recessione. Ciò significa che la ricerca delle cause deve essere effettuata attraverso l’individuazione di particolari fattori determinanti dei processi decisionali. Osserviamo a questo proposito che un tratto generalizzato in quasi tutte le economie OECD è l’incremento pluridecennale di reddito e retribuzioni, a cui si sono uniti sottili e generalizzati meccanismi di attrazione per profondi mutamenti del modello di consumo.

A tutto ciò si è poi aggiunto il processo di espansione dei flussi finanziari a livello internazionale, che ha generato movimenti alterni in un trend generale verso l’alto tramite bolle speculative. In questo scenario espansione del debito e movimenti speculativi si sono reciprocamente stimolati, fino a che non sono avvenuti i *crash* (intermedio e finale), che hanno segnato la dinamica tecno-economica ciclica.

E ai nostri fini interessante il circuito di feedback esplosivo che si è sviluppato in questo modo (Fig. 16).

Fig. 16 – *Cicli di feedback cumulativi*



<sup>20</sup> La DBR (2016) così descrive la situazione paradossale delle banche europee: “European banks face a conundrum: their customers are taking out few loans but depositing lots of cash, despite unprecedented low interest rates. In the euro area, lending to the private sector is at the same level as in 2009, while deposit volumes are up almost a quarter. Traditionally, banks in Europe lend significantly more to households and firms than they fund through deposits. Now, the surplus of loans over deposits has fallen to its lowest level – just EUR 770 bn – since the start of the monetary union in 1999..... The “deposit glut” is also a Europe-wide phenomenon and not just confined to countries with strong growth and income dynamics: deposit expansion in Italy, Spain and Portugal is very solid, too.”

Il ciclo espansivo a livello internazionale sul piano economico-finanziario ha provocato una serie di mutamenti di grande portata.

Nello spazio connettivo globale si sono create nuove e distorcenti asimmetrie tra varie tipologie di agenti, dotati di differenti capacità di elaborare sia informazioni che appropriate strategie (network finanziari globali, *global player* industriali, Piccole e medie imprese, Istituzioni a vari livelli), con un sostanziale indebolimento delle funzioni statuali di controllo del funzionamento dei mercati e dell'osservanza delle regole.

Strettamente connesso alla proliferazione di asimmetrie informative e di potere è stato il mutamento di due elementi centrali del capitalismo del XIX e del XX secolo: la finanziarizzazione e il capitalismo di debito hanno modificato profondamente "il rapporto col tempo" (Dahrendorf, 2015: 22). "Il respiro straordinariamente corto del capitalismo avanzato del debito" ha fatto sì che l'orizzonte decisionale diventasse necessariamente a breve. La centralità assunta dal "consuma oggi, pagherai con calma" e soprattutto dall'investimento diretto a impieghi, che avrebbero dovuto consentire guadagni da variazioni di valore a breve, ha radicalmente cambiato i processi decisionali pubblici e privati, alterandone il senso e la finalità. In un orizzonte espansivo apparentemente senza limiti, infatti, l'imperativo sembra diventato l'ampliamento accelerato delle potenzialità, fino a perdere del tutto il contatto con la dotazione di risorse reali, "nocciolo duro" dei processi economico-finanziari. La crisi di *mid-surge* del 2000-2001 ha calmato momentaneamente gli eccessi su tutti i fronti, ma le politiche di accomodamento monetario hanno poi prodotto nuove, potenzialmente dirompenti, asimmetrie. L'enorme immissione di liquidità e il *low rates world* hanno alimentato ulteriori ondate speculative fino al crash finale.

L'evento catastrofico del 2007-2008 ha generato nella sfera del consumo qualcosa di profondamente diverso dal passato, in conseguenza dell'azione di alcuni fattori: 1) la ripresa non esaltante e molto differenziata nei vari Paesi. 2) La necessità di ridurre il peso dei debiti privati e pubblici (*deleveraging*). 3) Alti livelli di disoccupazione e –anche nei casi in cui la disoccupazione sembra tornata a livelli "fisiologici" (USA)– propensione al consumo molto contenuta. 4) Pressioni politico-istituzionali e paradigma culturale prevalente nella "scienza economica" verso politiche di austerità e di riforme strutturali, in primis quella del mercato del lavoro con una maggiore libertà di licenziamento. 5) Volatilità e incertezza a livello internazionale, a cui si è unita una persistente e aggravata polarizzazione retributiva e reddituale, che hanno reso meno efficaci gli strumenti attrattivi di ampliamento senza limiti dei bisogni da soddisfare. 6) Propensione all'accantonamento monetario, dovuto al rafforzamento di aspettative pessimistiche, in conseguenza della crescita moderata e dei timori di perdita del posto di lavoro, anche in relazione alla maggiore facilità di licenziamento. 7) Ulteriore senso di incertezza e precarietà, alimentato dalla ristrutturazione dell'apparato produttivo, come effetto della recessione e dell'innovazione tecnologica, che ormai sta modificando anche settori importanti del terziario. 8) Tendenza alla tesaurizzazione delle risorse finanziarie in varie forme: depositi bancari, cassette di sicurezza,

materiali preziosi, questi ultimi peraltro soggetti a ondate speculative in mercati di fatto oligopolistici a livello internazionale.

I fattori indicati costituiscono un potenziale di instabilità endogeno al sistema economico, perché stanno influenzando profondamente i processi decisionali, che tendono ad essere improntati a precisi orientativi di fondo: 1) minore propensione al rischio, per non dire estrema diffidenza rispetto a qualsiasi forma di impiego delle modeste risorse accumulate, data la volatilità e l'incertezza. 2) Accentuazione, specie nel nostro Paese, del movente della tesaurizzazione per finalità di protezione intergenerazionale, visto che le forme alternative di investimento tendono ad avere rendimenti molto bassi e aleatori. 3) Comportamenti precauzionali, nel timore che accadano eventi sfavorevoli di natura economica come la perdita del posto di lavoro e probabili decurtazioni retributive. 4) Tendenze in fasce minoritarie di popolazione meno informate e scarsamente attente al rischio, ad accettare suggerimenti relativi a schemi assicurativi, finanziari e pensionistici con profili di accentuati di rischiosità, opacizzati da formulari complessi, estremamente articolati e non del tutto comprensibili per non esperti. Conseguentemente in Paesi come l'Italia, l'incremento della propensione al Risparmio, ipotizzato in BIS (2016) può essere particolarmente accentuato, come del resto si evince dai dati resi noti dall'ABI (2017: 2): "In Italia i depositi (in conto corrente, certificati di deposito, pronti contro termine) sono aumentati, a fine dicembre 2016, di circa 54,6 miliardi di euro rispetto a un anno prima (variazione pari a +4,2% su base annuale), mentre si conferma la diminuzione della raccolta a medio e lungo termine, cioè tramite obbligazioni, per quasi 77 miliardi di euro in valore assoluto negli ultimi 12 mesi (pari a -19,9%)", mentre dal 2007 al 2016 l'ammontare complessivo è salito da 1000 a 1367 miliardi.

### 1.8. *È possibile uscire dalla situazione esistente?*

A questo punto possiamo cercare di rispondere al secondo interrogativo, posto alla fine del paragrafo precedente.

Sarebbe inutile, oltre che dannoso, aggirare il quesito, perché è essenziale non sfuggire alla consapevolezza di un elemento di fondo: la situazione dell'economia mondiale è simile a quella di un "buco nero, da cui nulla può uscire, nemmeno la luce" (Das, 2016). Il QE non è il rimedio e il *low rates world* è ormai una trappola duratura, una sorta di "morfina monetaria" che non intacca i fattori critici del sistema. Finita l'illusione di una crescita economica senza fine e i problemi che sono alla base del meccanismo infernale del capitalismo di debito non sono facilmente risolvibili: 1) il rapporto debito/PIL è aumentato in quasi tutti i Paesi del mondo, tranne cinque; 2) la ristrutturazione del debito rischierebbe di essere il fattore scatenante di una crisi generalizzata del sistema bancario; 3) la crisi finanziaria e la perdurante bassa crescita, se non stagnazione, unite all'estrema difficoltà di elaborare strategie condivise ed efficaci a livello internazionale, mettono in crisi un elemento fondante

delle società capitalistiche: la fiducia, che è ulteriormente indebolita dalle tendenze emergenti circa la struttura delle economie, cioè i mutamenti tecnologici, la bassa crescita, i livelli occupazionali incerti; 4) le asimmetrie distributive e gli squilibri strutturali delle economie aumentano il senso di vulnerabilità sistemica, inducendo comportamenti di contenimento dei consumi e aumento di forme molto tradizionali del risparmio, che di fatto costituiscono forme di auto-tutela individualizzata, ma con effetti destabilizzanti sul piano sistemico per le ragioni che abbiamo cercato di illustrare.

È finita l'era delle illusioni: imperativo fondamentale è il ripristino della fiducia mediante uno sforzo collettivo di ripensare i fondamenti del vivere sociale e della dinamica tecno-economica odierna. Questo non è il proverbiale "vasto programma" che l'aneddotica attribuisce a De Gaulle, è solo l'esortazione a riflettere in modo approfondito per individuare vie di uscita collettive, magari partendo dalla saggezza di Seneca: "Non esiste vento favorevole per il marinaio che non sa dove andare". L'alternativa è la probabilità di trovarsi in tempeste incontrollabili.

## *Bibliografia*

- ABI (Associazione Bancaria Italiana), *Monthly Outlook*, Gennaio 2017.
- Acemoglu D.-Moscona J.-Robinson J.A., *State Capacity and American Technology: Evidence from the Nineteenth Century*, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 61–67.
- Ball L.-Gagnon J.-Honohan P.-Krogstrup S., *Geneva Reports on the World Economy*, ICMB-CEPR, 2016.
- BCE, *Rapporto Annuale 2015*, 2016.
- BCE, *Rapporto Annuale 2016*, 2017.
- Bell D., *The Cultural Contradictions of Capitalism*, New York, 1978.
- BIS, *Annual Report*, June 2016.
- Blackrock Viewpoint, *Digital Investment Advice: Robo advisers come of Age*, September 2016.
- Bongaerts D., *Alternatives for Issue-paid Credit Rating Agencies*, European Central Bank, Working Papers Series, 1703, August 2014.
- Cingano F., *Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth*, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 163, 2014 in <<http://dx.doi.org/10.1787/5jxjncwxv6j-en>>.
- Clark G., *Winter Is Coming: Robert Gordon and the Future of Economic Growth*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 68–71.
- Crafts N., *The Rise and Fall of American Growth: Exploring the Numbers*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 57–60.
- Crotty J., 2009, "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, 33, 563–580.
- Crotty J., *How Bonus Driven "Rainmaker" Financial Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability*, in Cynamon B.Z.-



- Fazzari S.M.-Setterfield M.(eds), *After the Great Recession: Keynesian Perspectives on Prospects for Recovery and Growth*, New York, 133-158.
- Dahrendorf R., *Dopo la crisi. Torniamo all'etica protestante?*, Roma-Bari, 2015.
- Das S., *The Age of Stagnation*, New York, 2016.
- Deloitte, *Robo-Advisors Capitalising on a Growing Opportunity*, 2015.
- Delong J.B.-Summers L.H., *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012, 233-297.
- US Department of Treasury, *A Financial System that Creates Economic Opportunities. Banks and Credit Unions-Report to President Donald J. Trump*, June 2017.
- DBR (Deutsche Bank Research), *The Random Walk. Mapping the World's Financial Markets*, 2014 April 1<sup>st</sup>.
- DBR (Deutsche Bank Research), *European bank performance: The deposit conundrum*, 2016 November 18<sup>th</sup>.
- Dore, R., *Financialisation and the global economy, Industrial and Corporate Change*, 17(6), 2008, 1097–1112.
- Draghi M., *Sustaining openness in a dynamic global economy*, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Economic Policy Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 25 August 2017.
- Epstein G.A., *Introduction: Financialization and the World Economy*, in Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Northampton, 2005.
- Feldstein M., *The Black Hole in America's GDP*, Project-Syndicate, 2009a April 4<sup>th</sup>.
- Feldstein M., *The Global Impact of America's Housing Crisis*, Project-Syndicate, 2009b August.
- Freeman C., *Innovation, Changes of Techno-Economic Paradigm and Biological Analogies in Economics*, in *Revue Economique*, 3, 1991, 211-231.
- Freeman C.-Louça, *As Time Goes By*, Oxford, 2002.
- Friedman B.M., *A century of Growth and improvement*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 52–56.
- Galbraith J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, London, 1990.
- Gordon R.J., *Is US Economic Growth over? Faltering Innovation confronts six headwinds*, NBER Working Papers Series, Working Paper 18315, 2012.
- Gordon R.J., *The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds*, Vox CEPR Portal, 2014 August 15<sup>th</sup>.
- Gordon R.J., *Secular Stagnation: A Supply-Side View*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5), 2015, 54–59.
- Gordon R.J., *Perspectives on The Rise and Fall of American Growth*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 72–76.
- Hirooka M., *Logistic dynamism of technological innovation and role of government in the case of electronics*, Proceedings for IEEE EMS Conference, Albany, NY, 2001 October 7<sup>th</sup>.
- Hirooka M., *Nonlinear dynamism of innovation and business cycles*, in *Journal of Evolutionary Economics*, 13, 5, 2003, 549-576.
- Hutton W., *Europa vs Usa*, Roma, 2003.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2016.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2017.

- Jenkins P., *Libor's lost: inside the scandal that shook the City*, *Financial Times*, 2017 January 20<sup>th</sup>.
- Kim K.W.-Kim H.N., *Global Financial Crisis Overview*, SERI Quarterly, 2009.
- Krippner G.R., *The financialization of the American economy*, in *Socio Economic Review*, May, 3, 2, 2005 173-208.
- Lazonick, W., *The financialization of the US corporation: what has been lost, and how it can be regained*, in *Seattle University Law Review*, 36(2), 2013857–909.
- Lipsey R.G.-Bekar-C. T., *Economic Transformations. General Purpose Technologies and Long-Term Economic Growth*, New York, 2005.
- Lombardi M., *Fabbrica 4.0: i processi innovativi nel "multiverso" fisico-digitale*, 2017.
- McBride J., *Understanding the LIBOR scandal*, in *Council on Foreign Relations*, 2016 October 14.
- OECD, *Income inequality remains high in face of weak recovery*, in *Income Inequality Update*, November 2016a.
- OECD, *Escaping the Low-Growth Trap? Effective Fiscal Initiatives, Avoiding Trade Pitfalls*, November 2016b.
- Perez C., *Structural change and the assimilation of new technologies in the economic and social systems*, in *Futures*, 15, 5, 1983, 357–75.
- Perez C., *Microelectronics, long waves and world structural change: new perspectives for developing countries*, in *World Development*, 13, 3, 1985, 441–63.
- Perez C., *The advance of technology and major bubble collapses*, in Linklater A. (ed.), *On Capitalism*, Stockholm, 2011, 103-114.
- Perez C., *Unleashing a golden age after the financial collapse: Drawing lessons from history*, in *Environmental Innovation and Societal Transitions*, 6, 2013, 9-23.
- Sheng A., *Too Big to Fail, Too Big to Jail*, Institute for New Economic Thinking, Session: Can Sovereignty and Effective International Supervision be Reconciled? The Challenge of Large Complex Financial Institutions, Bretton Woods, 9 April 2011.
- Summers L.H., *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, in *Business Economics*, 49, 2, 2014, 65-73.
- Summers L.H., *Demand Side Secular Stagnation*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5), 2015, 60–65.
- Summers L.H., *The Age of Secular Stagnation*, in *Foreign Affairs*, 2016 March/April, 2-9.
- Taleb M.N., *Il cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Milano, 2008.
- Taylor J.B., *Can We Restart the Recovery All Over Again?*, in *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 2016, 48–51.
- US Department of Treasury, 2017.

# LA FUNZIONE SOCIALE DEL RISPARMIO NELL'ERA DELLA FINANZA GLOBALE

*Ugo Biggeri*

SOMMARIO: 1.1. La funzione sociale del risparmio oggi. – 1.2. I macro cambiamenti del sistema finanziario che influiscono sul risparmio popolare. – 1.2.1. È cambiata la definizione di denaro. – 1.2.2. La mobilità del denaro. – 1.3. La struttura dei mercati finanziari. – 1.3.1. L'appiattimento normativo: “*one side fit all*”. – 1.3.2. Il rischio sistemico: “*too big to fail or too big to jail*”. – 1.3.3. L'opacità resistente della finanza globale. – 1.4. Le innovazioni concernenti direttamente il risparmio popolare – 1.4.1. Confine tra risparmio e investimento – 1.4.2. Risparmio ancora come bene comune? – 1.4.3. Rivoluzione digitale – 1.4.4. Finanza etica – 1.5. Le normative MiFID: tutelano il risparmio e ne garantiscono la funzione sociale? – 1.6. Quali norme sarebbero opportune oggi? – 1.6.1. Visibilità – 1.6.2. Misurabilità – 1.6.3. Incentivazione – 1.6.4. Riscoprire la mutualità – 1.6.5. Controlli – 1.6.6. Limiti – 1.7. La finanza etica e sostenibile nel t.u.b. – 1.8. Conclusioni.

## 1.1. *La funzione sociale del risparmio oggi*

È opportuna una breve introduzione per chiarire cosa si intenda per funzione sociale del risparmio.

Il risparmio popolare è tutelato dalla Costituzione italiana all'art. 47 che occorre leggere assieme agli altri articoli “economici” della Carta ed in particolare con gli articoli 41 e 42 che definiscono l'iniziativa economica privata e la proprietà privata con i loro limiti. In particolare, in tali articoli si fa riferimento ai fini sociali dell'iniziativa economica privata e alla funzione sociale della proprietà privata.

La tutela del risparmio va letta, quindi, in senso ampio comprendendo sia la libertà di risparmiare sia dell'uso che si vuole fare del proprio risparmio<sup>1</sup>.

La funzione sociale si delinea, dunque, sia nell'accezione della opportunità di crescita individuale data a tutti, sia nella funzione propria del risparmio di contribuire in maniera determinante alla stabilità finanziaria ed alla crescita dell'economia del paese Italia.

---

<sup>1</sup> Cfr. M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1994, p. 260.

Infine, il risparmio deve essere inteso in senso ampio coinvolgendo il concetto di investimento finanziario.

Come scrive Guizzi il valore tutelato nel risparmio non è solo il risparmio in sè: «Obiettivo autentico essendo piuttosto, attraverso il governo e il controllo del binomio risparmio-credito, la difesa del valore e della stabilità della moneta, e il governo e l'indirizzo del sistema economico nel suo complesso [...]. In una parola, quella formula consente di ritenere che oggetto di tutela non è, ancora oggi, il risparmio come tale quanto, piuttosto, quello che grazie all'esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in "investimento finanziario". Nella rinnovata convinzione che promuovendo e tutelando quest'ultimo e le aspettative di redditività dell'investitore, oltre che l'interesse individuale, si soddisfi anche un interesse collettivo alla ottimale ed equilibrata distribuzione delle risorse e all'efficienza dell'intero sistema economico»<sup>2</sup>.

In linea generale, si può affermare che il finanziamento e la dinamizzazione dell'economia reale e del tessuto produttivo e dei servizi del Paese rappresentino la funzione sociale del dettato costituzionale.

Inoltre, l'attenzione che la Costituzione ha nei confronti della solidarietà e, quindi, anche della forma cooperativa, ha trovato applicazione nelle forme mutualistiche del circuito risparmio-credito che ha caratterizzato l'azione delle banche cooperative ed in particolare delle banche di credito cooperativo in cui la funzione sociale del risparmio dovrebbe avvenire attraverso la particolare attenzione alle categorie meno abbienti o comunque allo sviluppo economico della comunità locale.

Oggi, la sensibilità dei cittadini e delle norme sul tema delle funzioni sociali del risparmio si è evoluta in modo significativo. I confini delle attività finanziate dalle banche hanno da tempo superato i confini geografici di una Nazione e le attività oggetto di finanziamento si sono sempre più allontanate dagli investimenti direttamente produttivi. Il concetto di "stabilità finanziaria" ha cambiato i parametri di riferimento sia per l'essere mutata la definizione stessa di denaro sia per aversi oggi enti sovranazionali che la governano. A livello dei cittadini, si è evoluta l'idea di funzione sociale e anche di solidarietà allargando l'attenzione agli impatti sociali sia in termini geografici sia in termini generazionali. Infatti, dal punto di vista geografico i concetti di solidarietà e mutualità riguardano oggi anche comunità tra loro distanti: si pensi ad esempio ai diritti dei lavoratori o dei popoli indigeni o alle necessarie attenzioni allo sviluppo economico dei Paesi da cui iniziano i processi migratori verso le economie OCSE. Da un punto di vista generazionale, in particolare, i temi ambientali, quali, a titolo esemplificativo, i cambiamenti climatici, stanno facendo maturare un'idea di solidarietà e mutualità che riguarda in modo significativo le generazioni future.

Di fatto la funzione sociale del risparmio è sempre presente ma sta cambiando e coinvolge il modo di intendere e di operare della finanza.

---

<sup>2</sup> Si v. F. GUZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in Il Filangieri, 2-4. 2005, 171 ss.

## 1.2. *I macro cambiamenti del sistema finanziario che influiscono sul risparmio popolare*

Analizzando i cambiamenti avvenuti ed in atto nel campo finanziario e i riflessi che hanno avuto ed hanno sul risparmio popolare e sulla sua funzione sociale vi sono almeno tre punti che merita qui sottolineare: la definizione di denaro, la sua mobilità ed infine la struttura dei mercati finanziari.

### 1.2.1. *È cambiata la definizione di denaro*

La definizione di denaro (e quindi il suo “valore” stesso) si è definitivamente allontanata dall’idea di un corrispettivo reale (le riserve auree): la circolazione forzata non ha più una convertibilità ma tale situazione in atto ormai definitivamente da quasi mezzo secolo non è ancora stata recepita a livello della cultura popolare. Ai fini pratici del risparmio questo fatto non parrebbe avere di per sé un effetto significativo. In realtà la definizione del denaro è oggi legata alle masse monetarie ed in vario grado alla loro liquidità. I soldi quindi non sono più legati a qualcosa di concreto di “solidus” (la convertibilità) ma liquidi. Questo fatto non è solo un cambiamento epistemologico. Ha un preciso risvolto sulla valutazione degli impieghi delle istituzioni finanziarie: sempre più la liquidità degli impieghi o la loro liquidabilità è un valore. In sé questo ragionevolmente favorisce l’equilibrio finanziario ossia la ricerca di durate non troppo difformi tra la raccolta di risparmio con orizzonti temporali mediamente brevi e gli impieghi creditizi tendenzialmente di medio lungo periodo. Ma d’altra parte la ricerca di liquidabilità favorisce il proliferare di veicoli finanziari complessi e l’allontanamento della finanza dalle attività dell’economia reale. Entrambi i fattori hanno influenza sia sulla funzione sociale del risparmio sia sulla tutela dei risparmiatori come la crisi finanziaria del 2008 e le precedenti crisi finanziarie hanno dimostrato.

### 1.2.2. *La mobilità del denaro*

La grande mobilità del denaro nelle istituzioni finanziarie, e non, è ormai un dato globale acquisito: le risorse finanziarie si possono muovere con gran facilità e con una velocità che deve essere paragonata più ai fenomeni di trasmissione elettromagnetica che non al trasporto fisico o al “commercio” (gli scambi avvengono, infatti, alla velocità della luce e non con certo con la lentezza di qualunque mezzo di trasporto). Questa mobilità ha due effetti: rende sempre più lunghe le catene di impiego del denaro e complessa la comprensione, anche ad investitori esperti, degli impieghi finali perfino dei prodotti più semplici di risparmio; inoltre la ricerca della velocità negli scambi è divenuto fattore competitivo favorendo l’*“algorithmic decision making”* e la *“fast trading finance”* di tipo speculativo: in pratica, una gestione dei mercati in assenza di operatori e in cui le scelte sono dominate dalla tecnocrazia del profitto e non certo dalla ricerca di una funzione sociale degli investimenti.

### 1.3. *La struttura dei mercati finanziari*

Il tipo di mercato finanziario globale che si è andato costituendo ha delle forti criticità sia dal punto di vista dell'astrazione del libero mercato sia per alcuni rischi che comporta. I mercati finanziari sono cresciuti enormemente: i volumi degli scambi finanziari annuali sono ormai decine di volte il valore del PIL mondiale, ma a fronte di un tale enorme potere questi mercati sono controllati da poche decine di *player*: ha senso parlare di libero mercato?

Le evidenze empiriche legittimano forti dubbi. In ogni caso, vi sono almeno tre tendenze del mercato finanziario globale che stanno mettendo a rischio l'economia e la società globale e, quindi, la tutela del risparmio e la sua funzione sociale.

#### 1.3.1. *L'appiattimento normativo: "one size fit all"*

Questa perdita di "biodiversità" nell'intermediazione finanziaria espone il mercato ad un rischio rilevante. Si sta assistendo alla progressiva scomparsa degli operatori finanziari locali e/o mutualistici con obiettivi "aggiuntivi" a quelli del profitto dell'impresa finanziaria e quindi con perdita di una chiara capacità di indirizzo della funzione sociale del risparmio. Nonostante le evidenze abbiano mostrato come le banche locali o cooperative abbiano servito meglio l'economia durante la crisi finanziaria, le normative continuano a spingere verso modelli di banche orientate al solo profitto e sempre più grandi, rinunciando a porre in atto azioni di governo per un indirizzo di interesse pubblico delle attività finanziarie <sup>3</sup>.

#### 1.3.2. *Il rischio sistemico: "too big to fail or too big to jail"*

La relativa scarsità di operatori "sistemici" e la loro incredibile importanza nell'economia mondiale determina un rischio rilevante per la finanza e l'economia mondiale. Un rischio che oltretutto minaccia direttamente il risparmio popolare e che, quindi, non lo tutela determinando un forte condizionamento politico. Da anni, infatti, si continua ad assistere a comportamenti fraudolenti impressionanti per la loro gravità ed a fortissimi condizionamenti dei governi.

A titolo di mero esempio, si osservi che in soli tre anni, tra gennaio 2012 e dicembre 2014, le istituzioni finanziarie hanno dovuto pagare 139 miliardi di dollari di sanzioni alle autorità statunitensi <sup>4</sup> per comportamenti fraudolenti nei confronti dei mercati, riciclaggio di denaro da attività illegali, manipolazione del Libor e

---

<sup>3</sup> A livello europeo è significativa la vicenda del *Rapporto Liikanen*.

<sup>4</sup> Cfr. M. WOLF, «Houston abbiamo un problema»: c'è troppa finanza nell'economia, in *Il Sole 24 Ore*, 27 maggio 2015.

dell'Euribor, manipolazione del mercato dei cambi, gestione dei mutui *subprime* e loro ricaduta sui risparmiatori...

In merito all'influenza politica basti citare, a titolo di esempio il rapporto «*The Fire Power of the Financial Lobby*» in cui si rende conto di un fatturato delle lobby finanziarie presso la Commissione Europea di 120 milioni di euro/anno per 1700 addetti a fronte dell'assenza di lobby a favore dei cittadini risparmiatori<sup>5</sup>.

### 1.3.3. *L'opacità resistente della finanza globale*

Nonostante viviamo nell'epoca della tracciabilità digitale, soprattutto in campo finanziario, la finanza continua ad essere "opaca". In finanza si parla apertamente di "*shadow banking sistem*", "*dark pools*", paradisi fiscali. Non sono solo espressioni gergali, sono pratiche che hanno assunto volumi enormi e paragonabili al PIL mondiale<sup>6</sup>.

Ma anche nella finanza sottoposta a vigilanza l'enorme mole di informazioni che gli intermediari finanziari producono per la vigilanza, per l'antiriciclaggio, per monitorare la qualità del credito e le performance dei debitori non riguardano, se non su base volontaria, il dettaglio degli "utilizzatori finali" del credito, e, ancor meno, la finalità degli investimenti. Non è dato sapere, neanche sotto forma di dati aggregati, a quali settori economici o finanziari si fa credito ed in quale regione geografica.

Questa opacità rende decisamente difficile il controllo della funzione sociale del risparmio e anche la stessa tutela dei risparmiatori.

## 1.4. *Le innovazioni concernenti direttamente il risparmio popolare*

Per quanto concerne i cambiamenti di questi ultimi decenni che concernono direttamente i risparmiatori, si evidenziano quattro punti di attenzione.

### 1.4.1. *Confine tra risparmio e investimento*

Il confine tra risparmio e investimento è reso sempre meno chiaro proprio dagli operatori finanziari determinando generalmente una sottostima del rischio e della sua differenziazione a favore della ricerca di un ipotetico rendimento. Le normative si stanno indirizzando nel definire in modo graduale la differenza tra risparmio ed investimento attraverso un approccio *risk based*. La scala di grigi varia da atteggia-

---

<sup>5</sup> Cfr. M. WOLF-K. HAAR-O. HOEDEMAN, *The Fire Power of the Financial Lobby*, published by Corporate Europe Observatory (CEO), The Austrian Federal Chamber of Labour (Arbeiterkammer) and The Austrian Trade Union-Federation (ÖGB), April 2014.

<sup>6</sup> Si cfr. il *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014* del Financial Stability Board; si v. <<http://www.taxjustice.net/topics/finance-sector/tax-havens-financial-crisis>>; e il *Rapporto Oxfam 2016: The Hidden Billions How Tax Havens Impact Lives At Home And Abroad*.

menti decisamente conservativi sul mantenimento del capitale – che oggi possono prevedere (novità incredibile) dei tassi di interesse negativi – fino alla propensione agli investimenti speculativi o, addirittura, definibili come gioco d'azzardo<sup>7</sup>. In questo scenario, si genera un'ambiguità intrinseca per il risparmiatore che è continuamente sollecitato ad attuare scelte anche speculative solo sulla base di ipotetici rendimenti e senza attenta valutazione del rischio connesso e dei settori verso cui si indirizza il risparmio/investimento. Su qualunque sito online aperto a pubblicità senza particolari filtri le proposte di investimenti nel settore del *trading* o del FOREX sono decisamente troppo frequenti e rappresentano la punta di un *iceberg* del condizionamento culturale.

#### 1.4.2. *Risparmio ancora come bene comune?*

Tra le funzioni sociali del risparmio è ancora preminente quella di fornire “materia prima” alle istituzioni finanziarie per promuovere la crescita economica attraverso i prestiti e gli investimenti. Ebbene, questa funzione sociale del risparmio, così importante, al punto che oggi potremmo reinterpretare il risparmio come un bene comune, è ignorata dalla maggior parte dei cittadini e ormai rappresenta una parte residuale rispetto ai volumi delle transazioni finanziarie internazionali. Infatti, le attività degli intermediari finanziari si orientano sempre più a strumenti di finanza strutturata che allontanano l'impiego del risparmio dalle economie produttive locali a favore di strumenti complessi e tendenzialmente più “liquidi”. Nell'epoca in cui si parla della “*sharing economy*” come una novità, il risparmio rappresenta da anni ciò che condividiamo di più con gli altri: è privato, ma attraverso le istituzioni finanziarie è continuamente usato da altri rispetto ai depositanti ed a livello internazionale. Questo aspetto “*sharing*” o di condivisione collettiva del risparmio non è percepito nella sua enorme valenza. Se si vuole continuare a parlare della funzione sociale del risparmio occorre recuperarne consapevolezza.

#### 1.4.3. *Rivoluzione digitale*

La rivoluzione digitale sta cambiando radicalmente il modo con cui si erogheranno i servizi finanziari in futuro e, quindi, il modo di raccogliere e gestire il risparmio.

Non sono solo i servizi di pagamento ad essere innovati (i Google o Facebook wallet) ma si assiste anche alla comparsa di nuove forme di investimenti per che per la loro semplicità e per gli importi ridotti in gioco si situano in una via di mezzo tra risparmio ed investimento. A titolo di esempio possiamo citare il p2p (*peer to peer*) *lending* una via di mezzo tra microcredito e *social network*. Si tratta di prestiti tra persone

---

<sup>7</sup> Esempi ne sono il FOREX o i CDO: rispettivamente il mercato degli scambi valutari e le obbligazioni a garantite da un debito.



mediati da una piattaforma web *ad hoc* che in Italia sono normati come istituti di pagamento. Altro fronte interessante è il b2b (*business to business*) che si sta sviluppando in varie forme. In Italia è interessante il caso del Sardex una moneta complementare in parte assimilabile ad un b2b e ad un b2c (“c” sta per *customer*, cliente) che riesce a stimolare la circolazione monetaria attraverso un circuito complementare di scambi di beni e servizi creando e controllando un mercato fortemente regolamentato.

Infine, la CONSOB ha recentemente “normato” le piattaforme di *crowdfunding equity* difficilmente classificabili seguendo letteralmente il dettato costituzionale come soggetti del risparmio popolare ma di sicura rilevanza sociale nell’attuale mondo del lavoro <sup>8</sup>.

#### 1.4.4. *Finanza etica*

È evidente che oggi esiste una tipologia di cittadino che non era definita ai tempi di scrittura della Costituzione: la figura del cittadino-risparmiatore/investitore-responsabile. Questo fatto, inizialmente di nicchia, ha determinato la creazione, su spinta dei risparmiatori, di strumenti di finanza etica a partire dagli anni settanta in Europa del Nord: piccole, ma significative esperienze che hanno aumentato notevolmente la loro reputazione ed influenza culturale negli anni duemila.

Si tratta di intermediari finanziari, banche e fondi di investimento, che hanno un’alto livello di trasparenza dei settori di impiego, monitorano l’impatto dei loro investimenti; sono solidamente nel mercato e stanno registrando una crescita costante dei propri volumi <sup>9</sup>.

La finanza etica moderna si definisce quindi in epoca recente a partire da una domanda dei risparmiatori che vivono nei mercati finanziari maturi (i paesi OCSE). La domanda è la seguente: come vengono impiegati i miei risparmi dall’istituzione finanziaria a cui li affido? È una domanda non retorica e addirittura che ha una risposta complessa o più spesso una non risposta. È una domanda che aiuta a capire come sia oggi importante ristabilire un legame tra il risparmio, le persone che risparmiano e l’uso che viene fatto dalle istituzioni finanziarie del denaro che hanno avuto in gestione.

#### 1.5. *Le normative MiFID: tutelano il risparmio e ne garantiscono la funzione sociale?*

Questo scenario complesso necessita una riflessione profonda sul senso del risparmio popolare e su cosa significhi tutelarlo oggi.

<sup>8</sup> Si v. l’art.50 *quinquies* «Gestione di portali per la raccolta di capitale per le start-up innovative» e l’art.100 *ter* «Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali» del t.u.f.

<sup>9</sup> V. [www.febea.org](http://www.febea.org) e [www.gabv.org](http://www.gabv.org).

Le normative si concentrano da anni soprattutto nel definire regole per tutelare gli investitori cercando di ridurre l'asimmetria informativa tra risparmiatore ed intermediari finanziari. In attesa della MiFID II, in vigore dal 3 gennaio 2018, la struttura portante dell'architettura istituzionale posta a tutela del risparmiatore si ritrova nelle norme del t.u.f. che recepiscono nell'ordinamento interno quelle della Direttiva 2004/39/CE conosciuta semplicemente come MiFID.

La legislazione risulta, alla prova dei fatti, non molto efficace, come risulta evidente dalle cronache degli ultimi anni inerenti la vendita di strumenti finanziari ai propri clienti da parte di banche in difficoltà. Nonostante che tali norme abbiano un obiettivo decisamente condivisibile vi sono alcuni punti critici che si possono evidenziare sia dal punto di vista della funzione sociale del risparmio sia da quello della tutela del risparmio popolare. Vediamoli nel dettaglio. Innanzitutto, la classificazione della clientela e degli strumenti finanziari prescinde dall'obiettivo e dall'importo dell'investimento. La propensione al rischio delle persone, delle imprese e delle istituzioni dovrebbe essere valutata anche in funzione dell'obiettivo non puramente finanziario dell'investimento e della relatività dell'importo investito rispetto al totale della propria disponibilità finanziaria. Per alcuni investitori (che sono in deciso aumento) investire in microcredito, nelle imprese giovanili, nell'ambiente, in imprese responsabili può essere più appetibile, a parità di rischio, rispetto ad analoghe tipologie di strumenti finanziari che non investono con obiettivi sociali o ambientali. Analogamente, la profilazione della propensione al rischio cambia in funzione dell'importo investito. Un investitore estremamente prudente nella gestione complessiva del proprio portafoglio può decidere di assumere dei rischi significativi a fronte di importi limitati ed obiettivi che sono di particolare interesse. Ignorare questi aspetti è un grave errore e spinge ad escludere meccanismi mutualistici o solidali dalle scelte dei risparmiatori e degli investitori. Non tiene quindi in nessun conto una scelta ed una propensione al rischio che prenda in considerazione la funzione sociale del risparmio.

Il meccanismo dell'informativa all'investitore nasconde insidie significative. Ovviamente è molto opportuno, ma non può "scaricare" la responsabilità di chi costruisce, gestisce e vende dei prodotti finanziari dato che neanche gli investitori professionali possono realmente annullare l'asimmetria informativa. Le norme sul "bail-in" riflettono questa idea nella scelta della banca a cui affidare il risparmio. È un'idea teoricamente corretta, ma solo se il gioco è leale. Se le informazioni date al risparmiatore contengono false comunicazione dei dati sociali o di bilancio allora non c'è competenza, consenso informato o propensione al rischio che tenga.

Purtroppo, ancora oggi, le normative italiane rispetto al "falso in bilancio" o alle false comunicazioni sociali, non danno assolutamente garanzia di tutela per chi decide un investimento a fronte di informazioni distorte o errate.

Possiamo fare un paragone con le norme di igiene per le produzioni alimentari: la tutela del consumatore prevede che sia il fornaio che deve avere la "patente" sulla capacità di rispetto delle norme igieniche e che ci siano degli enti preposti al controllo. Per comprare il pane, i cittadini devono avere il buonsenso di andare da un buon pa-

nettiere non devono avere una patente. Neanche se comprano un prodotto più strutturato e complesso come una torta che debba essere conservata in un frigorifero. La responsabilità del cittadino è nella scelta e, quindi, nell'uso successivo. Assumiamo, ad esempio, che sia stato acquistato un prodotto di risparmio: se si è acquistato un prodotto con scadenze lunghe e poi si è costretti a venderlo per necessità di liquidità la responsabilità di un eventuale perdita è chiaramente di chi ha sbagliato l'acquisto. Ma se accade che ciò che è stato comprato non corrisponde al dichiarato e quindi "si deteriora", allora la responsabilità è di qualcun altro. In definitiva la tutela del risparmio deve essere costruita su un sistema di controlli e di capacità di intervento garantito dallo Stato (come chiede la Costituzione) e in cui la consapevolezza e la responsabilità del cittadino giocano un ruolo da "utente finale".

Le norme stimolano una politica delle retribuzioni nelle istituzioni finanziarie che sia composta da una parte "variabile": le incentivazioni consentono un miglior controllo del raggiungimento degli obiettivi di gestione, rendono più efficiente il lavoro e, quindi, il raggiungimento dei risultati. Però, anche in questo caso, tale principio viene applicato diffusamente, a dir poco, in modo distorto: sia in termini di livelli retributivi per i dirigenti e *manager*<sup>10</sup> sia per quanto riguarda la tutela dei risparmiatori/investitori dato che è possibile stimolare la vendita dei prodotti a loro destinati non in funzione del loro interesse e neanche in funzione dell'utilità sociale che generano bensì in funzione degli obiettivi di profitto dell'intermediario finanziario e dei suoi collaboratori. Di fatto il combinato disposto di incentivi alla vendita del singolo prodotto ed asimmetria informativa tra venditore ed investitore è la principale causa del deterioramento nell'immagine popolare dell'onestà delle banche e della fiducia nei dipendenti bancari: i nostri nonni ritenevano il direttore di banca persona degna della massima fiducia, al pari del Parroco o del maresciallo dei Carabinieri. Oggi questa cosa non è sicuramente più vera.

### 1.6. *Quali norme sarebbero opportune oggi?*

Come abbiamo visto, le evoluzioni dei mercati e della regolamentazione finanziaria rendono ardua l'operazione di delineare la funzione sociale del risparmio e minano l'effettività delle norme poste dall'ordinamento a tutela dei risparmiatori. È possibile uscire da questo trend involutivo?

I criteri principali su cui si basano le idee esposte qui di seguito sono: la trasparenza, l'interazione positiva che si può generare sul fronte reputazionale con cittadini ed istituzioni e, infine, la limitazione degli eccessi oggi consentiti ai mercati finanziari.

---

<sup>10</sup> Si v. le interessanti analisi formulate, a tal proposito, da T. PİKЕТТУ, *Il capitale nel XXI secolo*, trad. it. di S. Arecco, Milano, 2014, 378 ss.

### 1.6.1. *Visibilità*

In considerazione di quanto detto (v. *supra* § 1.3) sarebbe sicuramente necessario avere norme che favoriscano la trasparenza e la chiarezza sulle modalità e sui settori di impiego del risparmio da parte degli operatori finanziari e dei singoli prodotti di investimento di risparmio. Una “*disclosure*” sulle policy di credito o di investimento che potrebbe avere vari livelli di “profondità” anche in funzione del tipo di funzione sociale cui si vuole dare risposta. Il fine è quello di poter verificare in modo semplice ove gli intermediari finanziari indirizzino le risorse raccolte tramite il risparmio e gli investimenti.

### 1.6.2. *Misurabilità*

In un'ottica di efficacia sarebbe utile avere un quadro di riferimento sugli indicatori di misura delle performance sociale (ed ambientali) e quindi sulle modalità di misura. Infatti, la trasparenza sui settori di intervento è utile soprattutto in una logica di selezione negativa: aiuta a verificare che alcuni settori controversi siano esclusi, ma potrebbe dare informazioni incomplete su settori che possono essere potenzialmente dannosi. Si pensi come esempio al settore dell'agricoltura in cui si può avere sfruttamento intensivo dell'ambiente o “*land grabbing*” o invece produzioni di qualità e pratiche eccellenti di sostenibilità. È così un tema di assoluto rilievo la misura dell'impatto a partire da indicatori chiari. A livello internazionale questa necessità di misurare si incrocia con percorsi di regolamentazione volontaria quali la *Global Reporting Initiative* promossa dalle Nazioni Unite sui criteri di redazione dei bilanci o i sistemi di certificazione ambientale e sociali. Le iniziative che si susseguono sull'impatto “*investing*”<sup>11</sup> hanno il focus sugli investitori istituzionali e non hanno ancora prodotto uno standard anche se, almeno a livello di definizioni comuni, il *Global Impact Investing Network* ha avviato un lavoro importante per un set di definizioni comuni degli indicatori nell’ “*impact investing*”<sup>12</sup>.

In ogni caso, il dibattito internazionale testimonia di una consapevolezza e di un interesse crescenti verso la tracciabilità della funzione sociale delle attività finanziarie. Sarebbe utile favorire la diffusione della misura di impatto soprattutto tra gli operatori finanziari.

### 1.6.3. *Incentivazione*

Il mercato finanziario, nonostante le buone intenzioni, finisce per disincentivare impieghi stabili e con fini di utilità sociale ed ambientale. I risparmiatori sono chia-

---

<sup>11</sup> Si pensi anche in ambito del G8 alla *Task Force On Impact Investing*.

<sup>12</sup> Si v. <https://thegiin.org>.

mati a porre attenzione solo su aspetti puramente finanziari anche quando potrebbero avere sensibilità tali da allontanarli da determinati settori di investimento o, ancor di più, avere una propensione per investimenti connessi a chiari impatti sociali ed ambientali positivi. Se si vuole ridare fiducia alla funzione sociale del risparmio occorre incentivare sia i risparmiatori sia gli operatori totalmente dedicati a finanziamenti di utilità sociale o che almeno misurino e comunichino attivamente il proprio impatto sociale ed ambientale <sup>13</sup>.

Come detto, esistono già schemi di *reporting* (a partire dal *Global Reporting Initiative*) e buone pratiche che possono essere diffuse maggiormente. Gli incentivi potrebbero essere di tipo fiscale o di semplificazione normativa.

#### 1.6.4. *Riscoprire la mutualità*

Il tema della mutualità in finanza sembra essere oggi assolutamente in secondo piano. Eppure nello spirito della carta costituzionale era definito come una delle modalità di fare imprese a forte valenza sociale. In realtà la mutualità in finanza potrebbe avere oggi un valore non certo inferiore al passato e soprattutto attuarsi in forme nuove al momento non riconosciute come mutualistiche sia dal legislatore che dallo stesso movimento cooperativo. Si pensi, ad esempio, alla spinta innovatrice della cosiddetta “*sharing economy*” o alle interazioni collaborative che possono attuarsi sul web anche nel settore finanziario. Come detto, vi sono nuove frontiere di mutualità in finanza (i *social lending*, i *crowdfunding*, le monete complementari...) che avrebbero decisamente bisogno di essere riconosciute nel loro valore sociale per evitare derive esclusivamente legate alla logica del profitto che rischiano di annullarne la spinta di innovazione sociale.

#### 1.6.5. *Controlli*

Si necessita di norme che riportino chiaramente l'onere del controllo, della garanzia sulle veridicità delle comunicazioni sociali e, soprattutto, della garanzia del buon funzionamento dei mercati finanziari alle istituzioni preposte piuttosto che alla capacità di informazione dei singoli risparmiatori. Tali norme andrebbero accompagnate da una maggiore severità nelle pene in caso di colpevolezza, sia per le persone giuridiche che per i loro amministratori o funzionari. Si pensi, ad esempio, alla debolezza del contrasto del falso in bilancio anche dopo le recenti modifiche. Il rimando all'interpretazione giurisprudenziale per stabilire l'eventuale “danno” del falso in bilancio rende inefficace la tutela penale del risparmio di fronte a comporta-

---

<sup>13</sup> Lo fa in parte la legislazione francese con la *Loi n. 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique*.

menti fraudolenti come quelli visti nella cronaca italiana riguardante le banche degli ultimi anni <sup>14</sup>. Infine, sarebbe utile in termini di tutela del risparmio e di controlli considerare la fattibilità di una proposta che consentirebbe alla vigilanza di rendersi conto per tempo di comportamenti anomali in determinate aree geografiche o da parte di alcuni operatori finanziari: istituire una centrale unica per i questionari MiFID. In questo modo, una volta fatta la profilazione del cliente da parte di un operatore, questa sarebbe unica, utilizzabile da altri operatori (su richiesta del cliente) e consentirebbe verifiche massive o statistiche utilizzabili da parte degli organi di controllo.

#### 1.6.6. *Limiti*

Più in generale sono necessarie norme che consentano di limitare i volumi generali di transazioni finanziarie su strumenti complessi o speculativi e le pratiche eccessivamente opache. Tra le ipotesi su cui lavorare, la forte limitazione dei paradisi fiscali, l'introduzione nei principi contabili internazionali delle contabilità per paese, la riduzione dei volumi in essere nei mercati dei derivati senza sottostante e, in generale, degli strumenti speculativi, il rallentamento degli scambi finanziari attraverso una tassa sulle transazioni finanziarie (*Tobin Tax*), la limitazione delle remunerazioni dei *top manager*.

#### 1.7. *La finanza etica e sostenibile nel t.u.b.*

Le analisi ed il percorso delineati fin qui hanno trovato un parziale, ma molto significativo, riconoscimento legislativo per la prima volta in Italia e, probabilmente, nel mondo. Con l'approvazione della Legge di stabilità 2017 il Parlamento ha modificato il t.u.b. introducendo l'art. 111-bis <sup>15</sup>.

Tale articolo è nato grazie a due progetti di legge presentati alla Camera dei Deputati nella seconda metà del 2016 al fine di definire ed incentivare la finanza etica in Italia <sup>16</sup>.

L'art. 111-bis t.u.b. definisce operatori di finanza etica e sostenibile le banche che conformano la propria attività ai seguenti principi:

«a) valutano i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo standard di rating etico internazionalmente riconosciuti, con particolare attenzione all'impatto sociale e ambientale;

---

<sup>14</sup> Si rinvia per questi aspetti a G. MARTIELLO, *La tutela penale del "risparmio" tra effettività e simbolismo: la vicenda delle false comunicazioni sociali*, in questo Volume.

<sup>15</sup> Articolo inserito, appunto, dall'art. 1, comma 51, della l. 11 dicembre 2016 n. 232.

<sup>16</sup> Si tratta dell'A.C. n. 3985 presentato il 19 luglio 2016, primo firmatario l'on. Marcon e dell'A.C. n. 4051, primo firmatario l'on. Ginato.

b) danno evidenza pubblica, almeno annualmente, anche via web, dei finanziamenti erogati di cui alla lettera a), tenuto conto delle vigenti normative a tutela della riservatezza dei dati personali;

c) devolvono almeno il 20 per cento del proprio portafoglio di crediti a organizzazioni senza scopo di lucro o a imprese sociali con personalità giuridica, come definite dalla normativa vigente;

d) non distribuiscono profitti e li reinvestono nella propria attività;

e) adottano un sistema di governance e un modello organizzativo a forte orientamento democratico e partecipativo, caratterizzato da un azionariato diffuso;

f) adottano politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, il cui rapporto comunque non può superare il valore di 5»

Si tratta di una definizione stringente ed anche sfidante. Pur non richiamando il concetto costituzionale di funzione sociale del risparmio vengono chiaramente sottolineati gli obbiettivi sociali della finanza etica e la sua forma “popolare”. Occorrerà comunque attendere per capire come saranno costruite le norme attuative relativamente al comma a) in cui per gli standard di valutazione etica si dovranno dare delle indicazioni <sup>17</sup>.

Oltre alla definizione l'articolo determina quindi una misura incentivante per le banche etiche e sostenibili:

«2. Non concorre a formare il reddito imponibile ai sensi dell'articolo 81 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile una quota pari al 75 per cento delle somme destinate a incremento del capitale proprio.

3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, stabilisce, con proprio decreto, le norme di attuazione delle disposizioni del presente articolo, dalle quali non possono derivare oneri a carico della finanza pubblica superiori a 1 milione di euro in ragione annua a decorrere dall'anno 2017.

4. L'agevolazione di cui al presente articolo è riconosciuta nel rispetto dei limiti di cui al regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione, del 18 dicembre 2013, relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti “de minimis”».

Purtroppo il comma 4 riduce in maniera drastica l'efficacia dell'incentivo riducendolo a poche decine di migliaia di euro annue. A fronte delle ingentissime risorse pubbliche messe in campo per salvare le banche non virtuose, pare evidente che gli incentivi previsti dall'articolo 111-bis del t.u.b. sono assolutamente ininfluenti.

---

<sup>17</sup> Per altro possibili riprendendo la definizione degli indicatori “impact investing” elaborati per il settore ai quali abbiamo accennato *supra* § 1.5.

## 1.8. Conclusioni

Indubbiamente, la finanza e l'intermediazione finanziaria hanno subito cambiamenti fondamentali da quando la Costituzione italiana ha definito la funzione sociale del risparmio. Tali cambiamenti sono ancora fortemente in atto e stanno incidendo fortemente anche nel modo di fare banca. La finanza si è discostata sempre più dall'economia reale raggiungendo volumi di scambi annuali molto maggiori del PIL mondiale. Inoltre la complessità degli strumenti, la tendenza alla liquidabilità degli investimenti e l'opacità della finanza globale rendono particolarmente difficile definire oggi quando la finanza realizzi un impatto socialmente positivo. È altrettanto evidente, però, che può esistere una funzione sociale del risparmio anche nell'era della finanza globale e che tale funzione è ricercata da enti istituzionali e, soprattutto, da moltissimi cittadini. Le pratiche di finanza etica si richiamano fortemente all'idea di una funzione sociale del proprio operato, suscitano crescente interesse e dimostrano di poter stare in modo efficace sul mercato grazie anche alla buona reputazione di cui godono.

Nel t.u.b. è stato introdotto recentemente l'articolo 111-bis che da una definizione sfidante delle banche etiche e sostenibili. Pur con alcuni punti da chiarire, soprattutto sul fronte degli incentivi ininfluenti, tale norma rappresenta un riconoscimento di assoluto rilievo e probabilmente il primo intervento legislativo sulla finanza etica a livello internazionale.

## Bibliografia

- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*.
- GIANNINI M. S., *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1994.
- GUIZZI F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-4, 2005, 171ss.
- MARTIELLO G., *La tutela penale del "risparmio" tra effettività e simbolismo: la vicenda delle false comunicazioni sociali*, in questo Volume.
- Oxfam, *Rapporto 2016: The Hidden Billions How Tax Havens Impact Lives At Home And Abroad*.
- PIKETTY T., *Il capitale nel XXI secolo*, trad. it. di S. Arecco, Milano, 2014.
- WOLF M., «Houston abbiamo un problema»: c'è troppa finanza nell'economia, in *Il Sole 24 Ore*, 27 maggio 2015.
- WOLF M.-HAAR K.-HOEDEMAN O., *The Fire Power of the Financial Lobby*, published by Corporate Europe Observatory (CEO), The Austrian Federal Chamber of Labour (Arbeiterkammer) and The Austrian Trade Union-Federation, April 2014.



# VULNERABILITÀ DEL SISTEMA BANCARIO NAZIONALE E TUTELA DEL RISPARMIO

*Francesco Ciampi*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione e sintesi. – 1.2. La vulnerabilità del sistema bancario italiano: l'impatto attuale e latente del credito del credito anomalo. – 1.3. Le esigenze di tutela del risparmio impiegato in prodotti finanziari emessi dal sistema bancario: un possibile scenario ed una proposta.

## 1.1. *Introduzione e sintesi*

Il presente contributo propone alcune riflessioni circa l'adeguatezza delle modalità attuative dell'art. 47 della Costituzione, con particolare riferimento alle politiche destinate a tutelare e favorire il risparmio popolare impiegato in prodotti finanziari emessi dal sistema bancario.

Il default di quattro banche popolari (Cassa di Risparmio di Ferrara, Banca Etruria, Banca Marche e Cassa di Risparmio di Chieti), avvenuto a novembre del 2015, ha avviato il dibattito sul tema della fiducia dei risparmiatori nei confronti del sistema bancario italiano e della tutela, nel senso indicato dall'art. 47 della Costituzione, del risparmio impiegato in prodotti finanziari emessi dalle banche italiane.

Si è trattato di un fenomeno limitato (il fallimento di quattro piccole banche locali), ma non può purtroppo escludersi che esso possa ripetersi nel futuro, più o meno prossimo, con dimensioni maggiori, anche di ordine "sistemico".

L'attuale stato di salute del sistema bancario italiano non è buono. L'incidenza del credito non performing sul totale degli impieghi continua a mantenersi a livelli elevati: al 31 marzo 2016 il credito deteriorato complessivo lordo (sofferenze, inadempienze probabili e finanziamenti scaduti/sconfinati) ammontava a 333,2 miliardi di euro, pari al 18,3% degli impieghi totali (percentuale quasi tripla rispetto al 2008), di cui 196 miliardi erano rappresentati da sofferenze (10,8% degli impieghi; più del triplo rispetto al 2008). Dal 2015 si sta progressivamente riducendo l'entità dei nuovi flussi di credito deteriorato: il che non significa che la qualità del credito bancario stia migliorando; più precisamente tale qualità sta peggiorando a ritmi meno elevati rispetto al passato. La situazione appare particolarmente delicata per le banche più piccole, che mostrano un "grado di copertura" del credito deteriorato più basso rispetto alla media del sistema. A fine 2015 le 32 banche appartenenti ai

primi 5 gruppi bancari italiani (UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare) avevano effettuato svalutazioni complessive dei crediti deteriorati mediamente pari al 46% (59% per le sole sofferenze), mentre “il resto del sistema bancario” (banche di credito cooperativo, altre banche popolari, ecc.) aveva in media svalutato tali crediti per circa il 40% (53% se guardiamo alle sole sofferenze). Se “il resto del sistema” adeguasse il proprio “grado di copertura” a quello dei primi 5 gruppi bancari dovrebbe imputare a conto economico circa 45 miliardi di Euro di ulteriori rettifiche su crediti.

I mercati sembrano percepire questi sintomi di vulnerabilità: nella prima metà del 2016 i titoli bancari quotati alla Borsa Italiana hanno perduto circa 50 miliardi di capitalizzazione. Il crollo dei titoli bancari avvenuto nel 2011 e nel 2012 fu motivato dalla crisi finanziaria globale ed amplificato dal “rischio-Italia”. Oggi il rischio sovrano è superato o quanto meno fortemente ridimensionato. È dunque verosimile che tra le cause di questo recente calo dei titoli azionari bancari vi siano proprio l'elevato peso del credito deteriorato e le perdite latenti (ovvero non ancora emerse contabilmente), che il mercato collega all'esistenza di una non adeguata “svalutazione” di tale credito.

Le nuove norme europee sul “bail in”, previste dalla *Bank Recovery and Resolution Directive*, in vigore dall'inizio dello scorso anno, prevedono il coinvolgimento, in caso di default di una banca, insieme agli azionisti ed agli obbligazionisti subordinati, anche degli obbligazionisti ordinari. La platea dei risparmiatori potenzialmente coinvolti si è dunque ampliata notevolmente: se infatti le obbligazioni subordinate sono oggi poco diffuse tra i risparmiatori italiani (rappresentano appena il 4% della raccolta bancaria totale), quelle ordinarie hanno un grado di diffusione pari a quello dei titoli di stato (e rappresentano circa il 25% della raccolta bancaria).

Un possibile scenario di breve e medio termine è dunque quello che vede il ripetersi su scala più ampia di fenomeni di crisi e fallimento di istituti bancari italiani, con coinvolgimento diretto, generato dalla normativa sul “bail in”, anche dei detentori delle obbligazioni ordinarie; e con conseguente rilevante estensione della platea dei risparmiatori coinvolti.

In questo contesto è naturale domandarsi se la tutela del risparmio impiegato in obbligazioni bancarie è oggi adeguata nel senso richiesto dall'Art. 47 della Costituzione. Il fallimento delle quattro banche popolari avvenuto alla fine del 2015 ha messo in discussione la fiducia dei risparmiatori italiani nei confronti delle piccole banche locali ed ha indotto molti di essi a spostare i propri risparmi verso banche di dimensioni maggiori, ritenute più solide e quindi più sicure. Tuttavia l'impressione è che si sia trattato di comportamenti generati da reazioni emotive del momento, più che da effettiva consapevolezza dei rischi finanziari che si stavano correndo e delle soluzioni possibili per limitarli. Queste vicende finanziarie ed i comportamenti dei risparmiatori che ad esse hanno fatto seguito hanno dunque paradossalmente fatto emergere l'inadeguato grado di consapevolezza dei detentori di obbligazioni bancarie circa i rischi che stavano correndo, facendo sorgere dubbi circa l'esistenza di un adeguato grado di tutela del risparmio nel senso richiesto dall'Art. 47 della Costituzione.

Nel nostro paese Banca d'Italia e Consob hanno tra i loro compiti quello della tutela dei risparmiatori, ma per nessuna delle due istituzioni tale tutela rappresenta l'unico, specifico obiettivo. Banca d'Italia ha come missione principale la «stabilità del sistema bancario». Consob ha come obiettivi principali la «tutela degli investitori» e la tutela della «stabilità e del buon funzionamento del sistema finanziario», due mandati che hanno mostrato di non essere perfettamente compatibili tra loro, con il secondo che ha spesso finito per prevalere sul primo.

L'istituzione di una authority specificamente preposta alla protezione ed alla tutela del risparmiatore potrebbe fornire un contributo fondamentale alla riduzione del gap di tutela sopra citato<sup>1</sup>. Con la missione specifica ed unica di proteggere e tutelare il risparmio l'azione di tale authority sarebbe certamente più efficace e, soprattutto, sarebbe più immediata e chiara la sua responsabilità politica, impedendo lo scaricabarile tra istituzioni cui si assiste quando le funzioni sono condivise o sovrapposte (Guiso e Zingales, 2016). La creazione di una authority italiana con la missione specifica di tutelare il risparmio popolare, oltre a rappresentare una via naturale per realizzare il dettato costituzionale, potrebbe contribuire in modo decisivo a ripristinare e mantenere la fiducia dei risparmiatori italiani nel sistema bancario ed in quello finanziario in generale.

### 1.2. *La vulnerabilità del sistema bancario italiano: l'impatto attuale e latente del credito del credito anomalo*

L'analisi dei dati ufficiali elaborati da Banca d'Italia relativi all'andamento dei valori assoluti e relativi dei crediti deteriorati del sistema bancario italiano, nel periodo che va dall'inizio della recessione economica (2008) alla fine del primo semestre del 2016 (Fig. 1), consente di rilevare che:

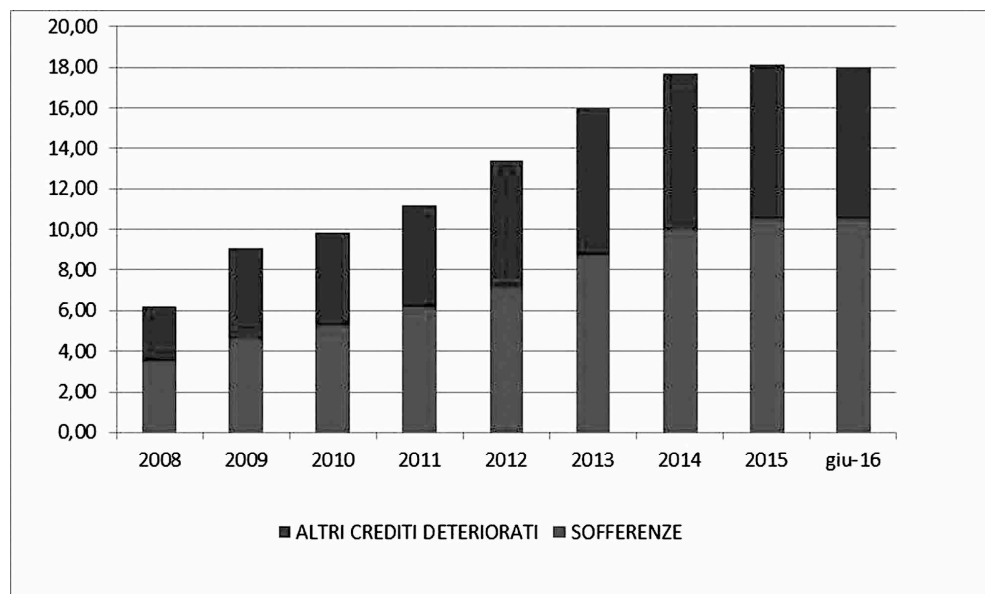
- a) il peso percentuale dei crediti non performing sul totale degli impieghi delle banche italiane è triplicato, passando dal 6% circa di fine 2008 al 18% di fine giugno 2016;
- b) il peso percentuale delle sole sofferenze (sempre sul totale degli impieghi) è cresciuto con ritmi analoghi, passando dal 3,5% circa di fine 2008 al 10,5% di fine giugno 2016;
- c) a giugno 2016, in valore assoluto, i crediti deteriorati hanno raggiunto 360 miliardi di Euro, di cui 210 miliardi di sofferenze.

---

<sup>1</sup> È questa la strada intrapresa negli Stati Uniti dopo la crisi del 2008, quando il paese dovette affrontare un crollo di fiducia molto simile a quello che l'Italia sta vivendo oggi. Fu creato il Consumer financial protection bureau (Cfpb), la cui funzione è specificamente quella di «rendere le regole più efficaci, farle rispettare in modo coerente ed equo, e... mettere i consumatori nelle condizioni di prendere un maggiore controllo sulla loro vita economica» (Guiso e Zingales, 2016).

Tali dati, pur evidenziando che la crescita del peso relativo dei crediti deteriorati sul totale degli impieghi bancari sta progressivamente rallentando, mostrano che tale peso ha raggiunto a fine giugno 2016 il valore più elevato dall'inizio della recessione. Non ha dunque ancora preso avvio alcun processo di riduzione dell'incidenza percentuale dei crediti non performing sul totale dei prestiti delle banche italiane.

Fig. 1 – Banche italiane: crediti deteriorati (valori percentuali sul totale dei prestiti alla clientela)

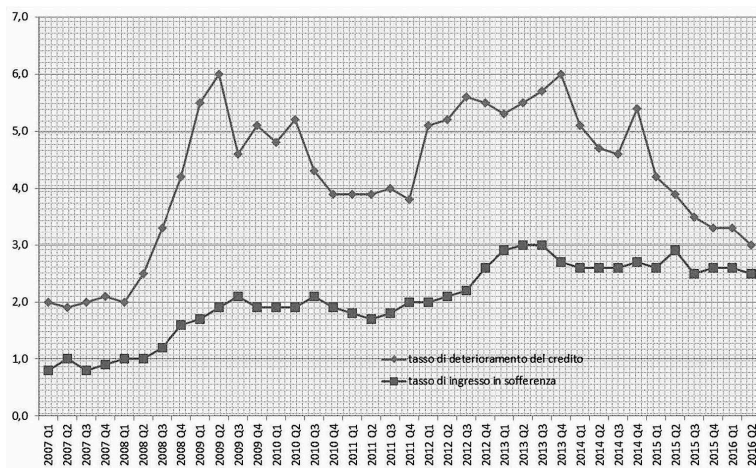


Fonte: Banca d'Italia, 2016

La Figura 2 evidenzia l'andamento "annualizzato", su base trimestrale, nel periodo primo trimestre 2007 – secondo trimestre 2016, del rapporto tra nuovi flussi di crediti deteriorati e totale dei crediti in bonis all'inizio di ciascun trimestre (linea azzurra) ed del rapporto tra nuovi flussi di sofferenze e totale dei crediti in bonis sempre all'inizio di ciascun trimestre (linea rossa). Le due linee misurano quindi l'intensità con la quale sono emersi, nel periodo considerato, nuovi crediti deteriorati e nuove sofferenze.

L'analisi del grafico consente di rilevare che nel 2016, rispetto al picco del 2013, l'entità dei nuovi flussi di crediti deteriorati si è ridotta (dal 6% al 3% per il totale dei crediti deteriorati; dal 3% al 2,5% per le sole sofferenze). Tuttavia i tassi di deterioramento del credito rimangono nel 2016 più elevati rispetto ai valori ante crisi (3% contro 2% per il totale crediti deteriorati; 2,5% contro 1% per le sole sofferenze). La qualità degli impieghi bancari italiani nel 2015 e nel 2016 non è dunque migliorata ma ha continuato a peggiorare, seppur a ritmi meno elevati rispetto al passato.

Fig. 2 – Tassi di deterioramento e di ingresso a sofferenza dei prestiti. Sistema Italia (dati trimestrali annualizzati; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, 2016

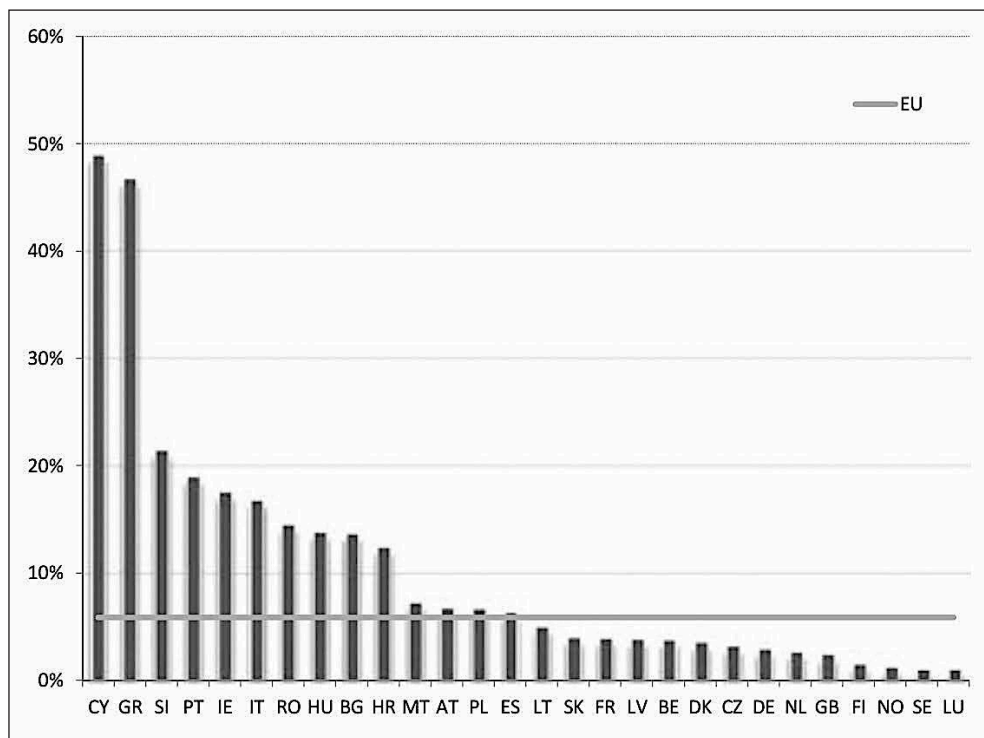
Confrontando i pesi percentuali sugli impieghi totali dei crediti deteriorati (al 31 dicembre 2015) nei sistemi bancari dei diversi paesi dell'Unione Europea (Figura 3) si evince che il peso dei crediti non performing del sistema bancario italiano (18%) è più che triplo rispetto a quello medio UE ed è superiore a quello di tutti gli altri paesi europei ad eccezione di Cipro, Grecia, Slovenia, Portogallo e Irlanda. Con specifico riferimento alla qualità degli attivi bancari, il posizionamento nell'ambito del contesto europeo del nostro sistema bancario appare dunque debole.

Il mercato sembra confermare queste valutazioni: nel primo semestre del 2016 i titoli bancari quotati alla Borsa Italiana hanno perduto circa 50 miliardi di capitalizzazione. Il crollo dei titoli bancari avvenuto nel 2011 e nel 2012 fu motivato dalla crisi finanziaria globale ed amplificato dal "rischio-Italia". Oggi il rischio sovrano è superato o quanto meno fortemente ridimensionato. È dunque verosimile che tra le cause del calo dei prezzi azionari verificatosi in questa prima metà del 2016 vi siano proprio l'elevato peso relativo del credito deteriorato e/o la presenza di perdite latenti (ovvero non ancora emerse contabilmente) che caratterizzano, rendendolo vulnerabile, il nostro sistema bancario.

Secondo la classificazione ufficiale Banca d'Italia (attuativa della normativa vigente a livello europeo) il credito deteriorato è formato da sofferenze, inadempienze probabili (ex incagli) ed esposizioni scadute e/o sconfinanti da oltre 90 giorni.

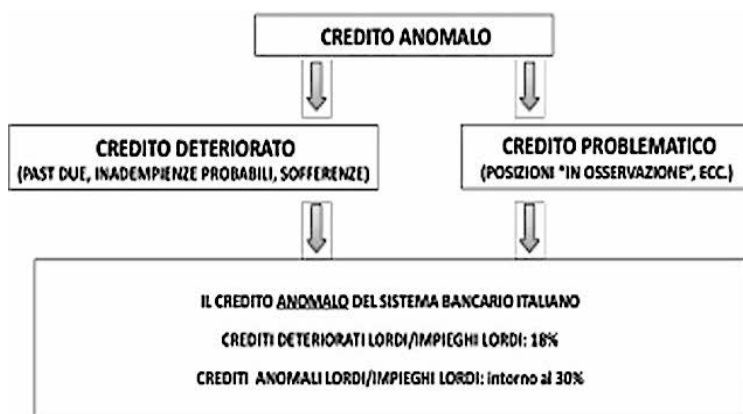
Definiamo credito "problematico" l'insieme di tutti i crediti bancari che presentano una qualche forma di anomalia (intesa quale sintomo di una qualche difficoltà da parte del debitore nella gestione regolare della relazione con la banca), che non si è ancora tradotta in inadempienze tali da far scattare i criteri di inclusione in una delle categorie di crediti deteriorati sopra individuate (es. presenza di scaduti

Fig. 3 – I crediti deteriorati nei sistemi bancari dei paesi UE (valori percentuali sul totale dei prestiti alla clientela al 31 dicembre 2015)



Fonte: European Banking Authority, 2016

Fig. 4 – Oltre il credito deteriorato: il credito anomalo



Fonte: nostra elaborazione

inferiori a 90 giorni, trascrizione di pregiudizievoli, forte indebolimento di alcuni indici di bilancio per i clienti imprese). Banca d'Italia diffonde periodicamente statistiche dettagliate su entità, peso, composizione, ecc. dei crediti deteriorati. Non esiste invece alcuna statistica ufficiale sull'entità dei crediti "problematici". Sulla base di alcune evidenze empiriche è tuttavia possibile stimare che almeno un terzo delle imprese italiane presentino squilibri economici e/o finanziari tali da renderle "vulnerabili" (cfr. ad esempio Cerved, 2016 e Banca d'Italia, 2016). Considerando che il valore assoluto dei prestiti delle banche italiane alle famiglie è pari a circa il 70% di quello alle imprese e che l'incidenza dei crediti deteriorati è per il "mondo imprese" in media pari al doppio rispetto a quella del "mondo famiglie", è possibile stimare che il peso complessivo di tale credito problematico si pari ad almeno il 12% degli impieghi bancari totali. Ne consegue che il rapporto tra credito bancario anomalo (credito deteriorato più credito problematico) e impieghi bancari totali può oggi essere stimato intorno al 30%. In altre parole è ragionevole ipotizzare che circa tre milioni di euro di impieghi bancari su dieci si trovino oggi nell'area della "anomalia", una area caratterizzata da una qualche difficoltà da parte della banca nel recuperare dal cliente la somma concessa in prestito.

Tab. 1 – Banche residenti in Italia: Conto Economico del Sistema esclusi i 5 maggiori gruppi. - Milioni di Euro

	2014	2015
Interessi Netti	18.141	17.484,0
Commissioni nette	10.794	11.259,0
Altri proventi di gestione	7.881	7.792,0
<b>PROVENTI OPERATIVI NETTI</b>	<b>36.816</b>	<b>36.535,0</b>
Spese per il personale	11.608	11.536,0
Altri oneri operativi (spese amministrative, ammort., ecc.)	10.219	11.192,0
<b>ONERI OPERATIVI</b>	<b>21.827</b>	<b>22.728,0</b>
<b>RISULTATO DELLA GESTIONE OPERATIVA</b>	<b>14.989</b>	<b>13.807,0</b>
Rettifiche di valore nette su crediti	12.677	11.153,0
Accantonamenti, Rettifiche di valore nette su altre attività ed Imposte	2.761	2.745,0
<b>RISULTATO NETTO NORMALIZZATO</b>	<b>-449</b>	<b>-91,0</b>
Proventi straordinari	625	882,0
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>176</b>	<b>791,0</b>
<b>ROE</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,8%</b>
<b>Nel 2015 le rettifiche su crediti sono pari all'80% del Risultato della Gestione Operativa (85% nel 2014)</b>		
<b>Nel 2015 il ROE è pari ad appena 0,8% (0,2% nel 2014)</b>		

Fonte: Banca d'Italia, 2016

La Tab. 1 espone in forma sintetica il conto economico aggregato relativo agli esercizi 2014 e 2015 del sistema bancario italiano, con esclusione delle 32 banche appartenenti ai primi 5 gruppi bancari italiani (UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca e Banco Popolare): si tratta quindi del conto economico aggregato del 96% delle 644 banche italiane. I dati esposti evidenziano il forte impatto che la bassa qualità degli impieghi ha determinato

sui conti economici: le rettifiche di valore su crediti sono state pari nel 2014 e nel 2015 rispettivamente all'85% ed all'80% del risultato della gestione operativa, contribuendo in maniera determinante ad azzerare o quasi la redditività del capitale proprio (Return on Equity inferiore all'1% in entrambi gli esercizi). Il risultato è che oggi i manager bancari sono stati costretti a ribaltare le logiche tradizionali di definizione degli obiettivi, di elaborazione dei budget e di controllo dei risultati economici. Prima della crisi l'obiettivo principale era stabilito in un certo livello di redditività del capitale proprio, che si traduceva in livelli ricercati di utile netto, da conseguire attraverso un adeguato differenziale tra ricavi e i costi operativi. Oggi il punto di partenza è rappresentato dalle previsioni di rettifiche su crediti che si prevede di dover subire (a fronte dei flussi attesi di nuovi crediti deteriorati), dalle quali conseguono obiettivi di flussi di proventi operativi (margini di interesse e commissioni) tali da consentire, al netto degli oneri operativi, di evitare o limitare perdite d'esercizio.

Ciò rende a nostro avviso non più rimandabile l'implementazione da parte delle banche italiane dei seguenti mutamenti gestionali ed organizzativi, idonei ad affrontare questo nuovo contesto operativo:

- a) superamento della separazione organizzativa tra gestione del credito anomalo e gestione del credito in bonis. Se prima le due attività erano diverse e come tali gestite con strumenti, tecniche, competenze e criteri diversi, oggi questa separazione appare superata: una quota rilevante delle posizioni creditizie si trova infatti in una zona "grigia", che si caratterizza per la presenza di una qualche gradazione di anomalia e che richiede approcci personalizzati e flessibili ed un utilizzo mixato di una ampia gamma di strumenti e competenze creditizie, relazionali, gestionali e legali;
- b) maggior tempestività nella percezione e gestione delle crisi aziendali. Per poter gestire efficacemente il risanamento delle situazioni di crisi delle imprese clienti la tempestività dell'azione (tale da consentire l'intervento prima che la crisi divenga irreversibile) rappresenta un fattore decisivo ai fini del successo del processo di turnaround. Diviene quindi essenziale che la banca sviluppi nuove capacità di cogliere in anticipo i segnali deboli del deterioramento degli equilibri aziendali della propria clientela e di percepire con tempestività le anomalie gestionali non conclamate, prima che la crisi si manifesti a livello contabile ed impatti in modo irreversibile sulla capacità del cliente di far fronte i propri impegni.

La Tabella 2 espone i valori degli importi, delle incidenze percentuali e dei tassi di copertura (ovvero delle percentuali di svalutazione cumulata a cui sono state assoggettate) delle diverse categorie di crediti (crediti in bonis, sofferenze, altri crediti deteriorati), per il sistema bancario italiano nel suo complesso e per ciascuna delle quattro classi dimensionali di imprese bancarie individuate da Banca d'Italia (i primi 5 gruppi bancari, ovvero UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, UBI Banca, Banco Popolare; le banche grandi, ovvero quelle con attivo mag-



Tab. 2 – *Qualità del credito: importi, incidenze dei crediti deteriorati e tassi di copertura. (miliardi di euro e valori percentuali; dicembre 2015)*

VOCI	Primi 5 gruppi			Banche grandi			Banche piccole			Banche minori			Totale		
	importo	composizione percentuale	tasso di copertura	importo	composizione percentuale	tasso di copertura	importo	composizione percentuale	tasso di copertura	importo	composizione percentuale	tasso di copertura	importo	composizione percentuale	tasso di copertura
<b>Crediti verso clientela:</b>	<b>1.232</b>	<b>100,0</b>	<b>9,0</b>	<b>430</b>	<b>100,0</b>	<b>8,2</b>	<b>148</b>	<b>100,0</b>	<b>8,8</b>	<b>180</b>	<b>100,0</b>	<b>8,2</b>	<b>1.990</b>	<b>100,0</b>	<b>8,8</b>
in bonis	1.007	81,7	0,7	354	82,3	0,6	123	82,9	0,8	147	81,3	0,7	1.630	81,9	0,7
deteriorati (2)	225	18,3	46,5	76	17,7	43,4	25	17,1	47,6	34	18,7	40,8	360	18,1	45,4
sofferenze (3)	135	11,0	58,9	41	9,5	58,6	15	10,4	61,5	19	10,5	55,3	210	10,6	58,7
deteriorati diversi da sofferenze	90	7,3	27,9	35	8,2	25,6	10	6,8	26,2	15	8,3	22,5	150	7,6	26,7

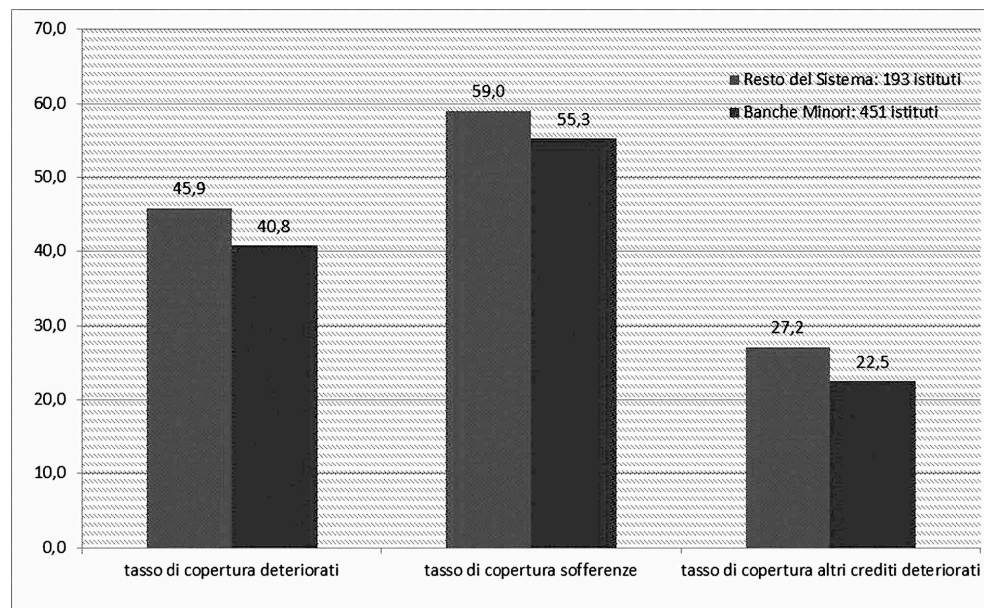
Fonte: Banca d'Italia, 2016

giore di 21,5 miliardi di euro; le banche piccole, quelle con attivo compreso tra 3,6 e 21,5 miliardi di euro; le banche minori, quelle con attivo inferiore a 3,6 miliardi di euro).

I dati esposti ci consentono di sviluppare una riflessione sul tema dell'impatto economico latente del credito anomalo; un impatto che non si è ancora manifestato ma che potrebbe nei prossimi semestri manifestarsi nell'ambito del "mondo delle banche di minori dimensioni". I valori relativi ai tassi di copertura delle diverse categorie di crediti evidenziano infatti che tutte le classi dimensionali sono sostanzialmente in linea con le medie di sistema ad eccezione delle "banche minori", che fanno rilevare percentuali di copertura molto al di sotto della media nazionale (40,8% contro 45,4% con riferimento al totale dei crediti deteriorati e 55,3% contro 58,7% con riferimento alle sole sofferenze).

In Fig. 5 sono esposti i valori percentuali dei tassi di copertura delle diverse categorie di crediti (in bonis, sofferenze, altri crediti deteriorati) per le banche minori e per il resto del sistema. I tassi medi di copertura dei crediti deteriorati delle banche minori sono molto al di sotto dei tassi medi del resto del sistema (40,8% contro 45,9% per il totale dei crediti deteriorati, 55,3% contro 59,0% per le sole sofferenze, 22,5% contro 27,2% per gli altri crediti deteriorati): il gap è di oltre 5 punti percentuali per il totale dei crediti deteriorati, di quasi 4 punti percentuali per le sofferenze e di quasi 5 punti percentuali per i crediti deteriorati diversi dalle sofferenze. Nella categoria delle banche minori (quelle con un attivo inferiore a 3,6 miliardi di euro) rientra il 70% delle banche italiane: 451 banche i cui impieghi sono complessivamente pari a oltre 180 miliardi di euro. L'ipotesi che i crediti deteriorati delle banche minori siano stati svalutati con minor intensità in quanto di miglior qualità e/o in quanto maggiormente presidiati da garanzie reali rispetto a quelli del resto del sistema non risulta dimostrata da nessuna evidenza ufficiale; tale ipotesi risulta invece smentita dalla forte svalutazione (pari a circa l'80% del valore lordo) subita dalle sofferenze di Cassa di Risparmio di Ferrara in occasione del piano di salvataggio deliberato da Banca d'Italia a novembre del 2015.

Fig. 5 – Tassi di copertura crediti deteriorati al 31 dicembre 2015. Banche minori vs Resto del Sistema (dati di fine periodo: valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, 2016

È dunque ragionevole ipotizzare la presenza di un certo grado di sopravvalutazione dei crediti deteriorati delle banche minori ovvero, detto in altri termini, la presenza di perdite latenti, non ancora emerse contabilmente. Il valore delle maggiori rettifiche su crediti che queste banche dovrebbero effettuare per adeguare i loro “gradi di copertura” dei crediti *non performing* a quelli medi del “resto del sistema bancario italiano” è pari a circa 1,5 miliardi di euro<sup>2</sup>. Considerando poi che, mediamente, nell’arco di 2 anni il 50% degli altri crediti deteriorati si trasforma in sofferenze e che quando ciò avviene occorre in media svalutare questi crediti di un ulteriore 30% (pari alla differenza tra tasso medio di copertura delle sofferenze e tasso medio di copertura degli altri crediti deteriorati), si può stimare che le banche minori dovranno far emergere nei prossimi 2-3 anni ulteriori rettifiche su crediti per circa 2,5 miliardi di euro.

Confrontando l’entità complessiva di tali “rettifiche latenti” con il patrimonio netto complessivo delle 451 banche minori italiane e considerando che tra le ban-

<sup>2</sup> Si noti che le banche minori italiane non sono ad oggi ma state sottoposte alle analisi della Bce (Stress test, asset quality review), che non detiene poteri di vigilanza diretta sulle banche con attivi inferiori a 30 miliardi di euro. Se tali test fossero estesi anche alle banche minori l’inadeguatezza dei tassi di svalutazione dei crediti deteriorati emergerebbe con immediatezza, così come emergerebbe la conseguente necessità di aumentare i mezzi propri di tali banche per poter assorbire tali svalutazioni senza finire in situazione di default.

che minori italiane vi sono banche molto più solide della media, ma vi sono anche banche molto meno solide della media, si può ragionevolmente ipotizzare che una quota non irrilevante delle 451 banche minori italiane si troverà a dover affrontare nel prossimo futuro situazioni di stress economico-finanziario.

### 1.3. *Le esigenze di tutela del risparmio impiegato in prodotti finanziari emessi dal sistema bancario: un possibile scenario ed una proposta*

Alla luce delle considerazioni esposte è lecito domandarsi quale potrebbe essere lo scenario dei prossimi due-tre anni.

Il piano di salvataggio di quattro banche (Banca Etruria, Cassa di Risparmio di Ferrara, Banca Marche e Cassa di Risparmio di Chieti), deliberato da Banca d'Italia a novembre del 2015, ha posto al centro del dibattito accademico e professionale il tema della fiducia dei risparmiatori nei confronti del sistema bancario italiano e quello della tutela, nel senso indicato dall'art. 47 della Costituzione, del risparmio impiegato in prodotti finanziari emessi da banche italiane.

Si è trattato di un fenomeno limitato (il default ed successivo piano di salvataggio ha riguardato solo quattro piccole banche); tuttavia le considerazioni svolte non ci consentono di escludersi il ripetersi di fenomeni di crisi e di default di altri istituti bancari, specie di quelli di dimensioni minori.

Le nuove norme europee sul "bail in", previste dalla *Bank Recovery and Resolution Directive*, in vigore dall'inizio del 2016, ampliano la platea dei risparmiatori potenzialmente coinvolti nel default di una banca rispetto al preesistente regime del c.d. *burden sharing* (quello applicato al caso delle 4 banche oggetto del piano di salvataggio deliberato da Banca d'Italia nel novembre del 2015): tale platea include ora non più esclusivamente gli azionisti e gli obbligazionisti subordinati (come è avvenuto nel caso del default delle 4 banche sopra citate), ma anche gli obbligazionisti ordinari. Le obbligazioni subordinate sono relativamente poco diffuse tra i risparmiatori italiani (che ne detengono oggi un controvalore pari a circa 30 miliardi di euro, pari ad appena l'1,7% del totale della raccolta bancaria), quelle ordinarie hanno invece un grado di diffusione pari a quello dei titoli di stato (i risparmiatori italiani ne detengono un controvalore pari a circa 200 miliardi di euro) e rappresentano circa il 12% della raccolta bancaria italiana, percentuale che sale ad oltre il 30% con riferimento al solo "mondo delle banche minori". Il numero di risparmiatori potenzialmente coinvolti nel default di una banca sarà dunque in futuro notevolmente più ampio.

Un scenario che non può essere escluso è dunque quello che vede il ripetersi, su scala più ampia, di fenomeni di crisi e default di istituti bancari italiani, con coinvolgimento diretto, generato dalla normativa sul "bail in", anche dei detentori delle obbligazioni ordinarie e con conseguente rilevante estensione della platea dei risparmiatori coinvolti.

Quanto affermato trova conferma in una analisi contenuta nell'ultimo staff re-report del Fondo Monetario Internazionale dedicato all'Italia (International Monetary Fund, 2016). Tale analisi:

- a) evidenza che in Italia quasi il 40% del valore delle obbligazioni bancarie detenute da investitori domestici è in mano alle famiglie, quando in tutti gli altri paesi tale percentuale non supera mai il 10% (10% in Germania, meno del 5% in Spagna, Portogallo, Francia ed Olanda);
- b) stima che in due banche italiane su tre, in caso di bail in, è prevedibile il coinvolgimento (totale o parziale) anche dei detentori di obbligazioni senior<sup>3</sup>.

Se aumentano i rischi corsi dai risparmiatori aumentano di conseguenza le esigenze di tutela del risparmio. La vicenda delle 4 banche italiane commissariate alla fine del 2015 ha messo in discussione la fiducia dei risparmiatori italiani nei confronti delle piccole banche locali ed ha indotto molti di essi a spostare i propri risparmi verso banche di dimensioni maggiori, ritenute più solide e quindi più sicure. Tuttavia l'impressione è che si sia trattato di comportamenti dettati dalla emotività del momento, più che da una effettiva consapevolezza dei rischi finanziari che si stavano correndo. Queste vicende finanziarie ed i comportamenti dei risparmiatori che ad esse hanno fatto seguito hanno paradossalmente fatto emergere l'esistenza di un non adeguato grado di consapevolezza dei risparmiatori circa i rischi che stavano correndo, confermando e rafforzando le esigenze di tutela sopra evidenziate.

Negli Stati Uniti nel 2010 fu istituito il *Consumer Financial Protection Bureau* (Cfpb)<sup>4</sup>, con lo scopo di far fronte al forte calo della fiducia dei risparmiatori nel sistema finanziario che fece seguito alla crisi finanziaria del 2008, un calo di fiducia per certi aspetti simile a quello che i risparmiatori italiani stanno vivendo oggi.

La istituzione anche nel nostro paese di una authority con la missione specifica ed unica di proteggere e tutelare il risparmiatore potrebbe rappresentare una scelta quanto mai opportuna nell'attuale contesto economico, finanziario, istituzionale e sociale italiano (Guiso e Zingales, 2016).

---

<sup>3</sup> Si tratta di una stima per difetto, in quanto effettuata su di un campione composto dalle 15 banche italiane di maggiori dimensioni. Visto la maggior vulnerabilità patrimoniale che caratterizza le banche di minori dimensioni è presumibile che se l'analisi fosse stata svolta prendendo in considerazione tutto il sistema bancario italiano la previsione relativa al coinvolgimento dei detentori di obbligazioni senior avrebbe fornito un risultato ancora più marcato.

<sup>4</sup> La funzione del Consumer financial protection bureau (Cfpb) è quella di «rendere le regole più efficaci, farle rispettare in modo coerente ed equo, e... mettere i consumatori nelle condizioni di prendere un maggiore controllo sulla loro vita economica». A tal fine il Cfpb fa sì che «i prezzi siano esibiti in modo cristallino, che i rischi siano ben visibili e che niente sia sepolto nelle postille di moduli e prospetti cosicché nessun venditore di prodotti finanziari possa usare pratiche abusive, scorrette o ingannevoli». L'obiettivo della semplicità e della comprensibilità di quanto comunicato al risparmiatore è nel patrimonio genetico di questa istituzione (Guiso e Zingales, 2016).

Innanzitutto essa consentirebbe di superare il dualismo Banca d'Italia-Consob. In Italia Banca d'Italia e Consob hanno tra i loro compiti quello della tutela dei risparmiatori; tuttavia per nessuna delle due istituzioni tale tutela rappresenta l'unico, specifico obiettivo. Banca d'Italia ha come missione principale la «stabilità del sistema bancario». Consob ha come obiettivi principali la «tutela degli investitori» e la «stabilità del sistema finanziario», due mandati che hanno mostrato di non essere perfettamente compatibili tra loro, con il secondo che ha spesso finito per prevalere sul primo. L'istituzione di una authority specificamente preposta alla protezione ed alla tutela del risparmiatore consentirebbe di superare il dualismo Banca d'Italia-Consob facendo corrispondere alla unicità costituzionale del bene pubblico da tutelare (il risparmio) l'unicità organica dell'Autorità che tale bene sarebbe preposta a tutelare.

Inoltre sarebbe molto più immediata e chiara la responsabilità politica di una tale authority rispetto a quanto lo è oggi quella di Consob e Banca d'Italia, riducendo così il rischio che una istituzione possa cadere nella tentazione di non assumersi le proprie responsabilità (tentazione in cui una istituzione finisce quasi inevitabilmente per cadere quando le sue funzioni sono condivise e sovrapposte con quelle di un'altra).

Infine un'authority con la missione specifica di tutelare il risparmio popolare, oltre a rappresentare una via naturale per realizzare a pieno il dettato costituzionale, potrebbe contribuire in modo decisivo al ripristino della fiducia dei risparmiatori nel sistema bancario e, più in generale, nel sistema finanziario italiano.

## *Bibliografia*

- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale anno 2011*, Roma, 2012.  
BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale anno 2012*, Roma, 2013.  
BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale anno 2013*, Roma, 2014.  
BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, Roma, 2014.  
BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale anno 2014*, Roma, 2015.  
BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale 2014*, Roma, 2015.  
BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, Roma, 2015.  
BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, Roma, 2015.  
BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2015*, Roma, 2016.  
BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale 2015*, Roma, 2016.  
BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, 1, Roma, 2016.  
BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, 2, Roma, 2016.

BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, Roma, 2016.

BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, Roma, 2016.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Data as of Q4 2015*, London, 2016.

GUISSO L.- ZINGALES L., *Perché è necessaria una agenzia a difesa dei risparmiatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 gennaio 2016.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *IMFC Country Report*, No. 16/222, Washington, 2016.

# IL RISCHIO BAIL-IN PER CORRENTISTI E OBBLIGAZIONISTI DELLE BANCHE ITALIANE

*Lorenzo Gai – Federica Ielasi\**

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. Il bail-in: profilo normativo – 1.3. La probabilità dell'evento bail-in. – 1.4. La perdita al manifestarsi del bail-in. – 1.5. Conclusioni.

## 1.1. *Introduzione*

Negli ultimi anni in Europa è stato intrapreso un percorso che ha condotto ad una profonda trasformazione dell'intero assetto giuridico-istituzionale del sistema bancario e finanziario e alla costituzione dell'Unione Bancaria Europea. Quest'ultima ha portato alla concentrazione in capo alla BCE delle competenze in materia di vigilanza, risanamento e risoluzione degli intermediari finanziari più rilevanti all'interno dell'Eurozona. L'Unione Bancaria infatti trae le sue origini dalla necessità di introdurre nuovi strumenti e meccanismi per prevenire ulteriori dissesti all'interno del sistema finanziario e fronteggiare in modo efficiente ed uniforme a livello europeo le eventuali crisi che dovessero comunque manifestarsi (Capriglione F., 2013; Allen F. et al., 2014; Dewatripont M., 2014; Capiello S., 2015; Gornicka L.A. and Zoican M.A., 2016; Wojcik K.P., 2016).

In particolare, uno dei pilastri su cui si fonda l'Unione Bancaria disciplina il meccanismo unico di risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento in crisi, che introduce nuove Autorità e nuove modalità di intervento per la gestione efficace dell'eventuale dissesto di intermediari finanziari europei. Tale disciplina è contenuta nel Regolamento SRM (Single Resolution Mechanism)<sup>1</sup>, basato a sua volta sulla Direttiva Europa BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive)<sup>2</sup>. La

---

\* I paragrafi 1.1 e 1.5 sono da attribuire a Lorenzo Gai; i paragrafi 1.3 e 1.4 a Federica Ielasi, il paragrafo 1.2 a Lorenzo Gai e Federica Ielasi.

<sup>1</sup> Regolamento (Ue) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014, apportante modifiche al Regolamento (Ue) n. 1093/2010. Tale regolamento fissa norme e procedure uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento, nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico.

<sup>2</sup> Direttiva n. 2014/59/Ue, emanata congiuntamente da Parlamento e Consiglio Europeo il 15 maggio 2014. Tale direttiva apporta modifiche a: Direttiva 82/891/Cee del Consiglio Europeo e le direttive 2001/24/Ce, 2002/47/Ce, 2004/25/Ce, 2005/56/Ce, 2007/36/Ce, 2011/35/Ue, 2012/30/Ue, 2013/36/Ue e i regolamenti (Ue) n. 1093/2010 e n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del

normativa in esame è stata recepita in Italia dai decreti attuativi del 16 novembre 2015, n.180 e n.181, che hanno modificato il Testo Unico Bancario <sup>3</sup>, il Testo Unico della Finanza, nonché alcuni articoli della legge fallimentare (Bernardi E., 2012; Brescia Morra C., 2015).

Obiettivo del presente contributo è fornire un approfondimento su uno dei principali strumenti di risoluzione introdotti da tale normativa, il bail-in, al fine di comprenderne i potenziali impatti su obbligazionisti e correntisti delle banche italiane.

Nel secondo paragrafo vengono delineati i profili normativi che regolano tale strumento, per verificarne obiettivi, potenziali destinatari e possibili effetti.

L'analisi prosegue con la verifica delle metodologie di individuazione e di misurazione del rischio bail-in per i creditori delle banche. In particolare, nel terzo paragrafo vengono presentati i risultati di una verifica empirica, condotta sulle banche commerciali italiane quotate in Borsa, volta a verificare i fattori che presentano una più elevata correlazione con la probabilità di un default bancario. Tale analisi può contribuire ad individuare gli indicatori che obbligazionisti e correntisti dovrebbero monitorare periodicamente per valutare la probabilità dell'evento bail-in per uno specifico intermediario. Nel quarto paragrafo vengono invece discussi gli indici più efficaci per misurare la perdita al verificarsi del bail-in per i diversi creditori della banca. La valutazione complessiva del rischio bail-in, infatti, deve tenere adeguatamente conto sia della probabilità dell'evento, sia del relativo impatto sui diversi attori coinvolti.

Nel paragrafo conclusivo vengono infine delineate le implicazioni dell'analisi condotta e forniti alcuni spunti per una migliore tutela del risparmio popolare.

## 1.2. *Il bail-in: profilo normativo*

La direttiva BRRD ha istituito un quadro completo di strumenti per il risanamento e la risoluzione delle aziende bancarie in crisi, volto a perseguire i seguenti obiettivi (European Parliament and European Council, 2014 a; 2014 b; Visco I., 2015):

- armonizzazione a livello europeo delle modalità di mitigazione e soluzione dei dissesti bancari;
- contrazione del rischio di instabilità del sistema finanziario nel suo complesso,

---

Consiglio. La direttiva istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Il quadro regolamentare europeo in materia si completa con le linee guida emanate dalla Commissione europea sul tema degli aiuti di Stato al settore bancario, in vigore dal 1° agosto 2013.

<sup>3</sup> In attuazione della BRRD, il Testo Unico Bancario è stato modificato per a) introdurre la disciplina dei piani di risanamento, del sostegno finanziario infragruppo, delle misure di intervento precoce, allineando l'amministrazione straordinaria delle banche alla disciplina europea; b) modificare la disciplina della liquidazione coatta amministrativa per adeguarla al nuovo quadro normativo previsto dalla BRRD e apportare alcune innovazioni alla luce della prassi applicativa.



mediante una gestione pronta e ordinata delle crisi, finalizzata a garantire la continuità dell'attività bancaria;

- forte limitazione del ricorso all'intervento pubblico e ad azioni che amplifichino gli effetti e i costi sociali degli squilibri delle aziende bancarie.

Al fine di raggiungere tali obiettivi, la nuova normativa ha introdotto (Querci F., 2014; European Commission, 2015; Presti G., 2015):

- strumenti di prevenzione, per risolvere crisi solo potenziali;
- strumenti di intervento precoce, per gestire i primi segnali di instabilità;
- strumenti di risoluzione delle crisi, al manifestarsi del dissesto vero e proprio.

In particolare, le procedure di risoluzione prevedono che le Autorità preposte<sup>4</sup> godano di una serie di poteri, al fine di “traghetare” la banca in dissesto fuori dalla crisi. Le autorità di risoluzione elaborano quindi piani di ristrutturazione volti a definire le strategie e le azioni fondamentali necessarie per raggiungere la migliore resolvability della banca, ossia la ricostruzione di un assetto di governo e di un patrimonio idoneo al mantenimento della continuità aziendale, evitando interruzioni nella prestazione dei servizi essenziali e ripristinando le condizioni di sostenibilità economica della parte sana della banca (Mayes D.G., 2014; Gai L., 2017).

Tra le misure di risoluzione che gli organi preposti possono attivare, cumulativamente o alternativamente, sono inclusi<sup>5</sup>:

- il trasferimento di tutto o parte del business bancario in dissesto ad un altro intermediario finanziario<sup>6</sup>. In questo caso le attività e le passività della banca sono scambiate contro un corrispettivo, che il terzo potrà corrispondere ai titolari delle azioni o partecipazioni oppure all'ente sottoposto a risoluzione;
- il trasferimento temporaneo delle attività e delle passività ad un “ente ponte”, il quale avrà il compito di proseguire le funzioni bancarie essenziali, nell'ottica di una successiva vendita della banca<sup>7</sup>. L'ente-ponte viene quindi 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. L'ente-ponte assolve quindi alla funzione di separare e distinguere l'originario ente sottoposto a risoluzione dal soggetto da cedere poi a terzi;

---

<sup>4</sup> *Single Resolution Board* e singole Banche Centrali Nazionali.

<sup>5</sup> Art. 39 d.lgs. n.180/2015.

<sup>6</sup> L'art. 40 d.lgs. n.180/2015 prevede “La cessione, in una o più soluzioni, a un soggetto terzo, diverso da un ente-ponte o da una società veicolo per la gestione delle attività, ha ad oggetto: a) tutte le azioni o le altre partecipazioni emesse da un ente sottoposto a risoluzione, o parte di esse; b) tutti i diritti, le attività o le passività, anche individuabili in blocco, di un ente sottoposto a risoluzione, o parte di essi”.

<sup>7</sup> Artt. 42-44 d.lgs. n.180/2015.

- il trasferimento delle attività deteriorate della banca ad un veicolo di gestione (“*bad-bank*”), che ne gestirà la successiva cessione o liquidazione. A differenza dell’ente-ponte, la sua funzione è massimizzare il valore dei beni e dei rapporti giuridici ad esso ceduti<sup>8</sup>. Tale cessione è disposta solo congiuntamente con il trasferimento della banca ad un terzo, con la costituzione di un ente-ponte o con l’attivazione della procedura di bail-in<sup>9</sup>;
- l’applicazione del bail-in, che consiste nella ricapitalizzazione della banca in crisi mediante il coinvolgimento nelle perdite di alcune classi di creditori della stessa. Tale strumento può essere applicato nei casi in cui le Autorità di risoluzione ritengano che l’assorbimento delle perdite costituisca una misura sufficiente per il risanamento della banca<sup>10</sup>. Sulla base di tale valutazione, l’importo del bail-in deve essere tale da consentire almeno per un anno il rispetto dei requisiti prudenziali sui fondi propri della banca ed idoneo a ristabilire sul mercato una fiducia adeguata nei confronti dell’ente sottoposto a risoluzione<sup>11</sup>. A quest’ultima misura è dedicata l’analisi successiva.

Il bail-in risulta riconducibile al concetto di salvataggio interno, in quanto prevede che le perdite maturate dall’intermediario sottoposto a risoluzione siano coperte dai soggetti privati che hanno investito nel capitale della banca, diventandone azionisti, o hanno crediti nei confronti della stessa, in qualità di obbligazionisti o grandi depositanti. Tale strumento, contrapposto al bail-out che prevede invece aiuti esterni da parte dello Stato, consente di ridurre le interrelazioni tra crisi bancarie e crisi sovrane (Klimek P. et al., 2015; Halaj G. et al, 2016)<sup>12</sup>.

Lo strumento del bail-in è entrato in vigore in Italia il 1° gennaio 2016, rappresentando un nuovo meccanismo di soluzione delle crisi, alternativo sia rispetto a quelli previsti dal Testo Unico Bancario (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa), sia rispetto al fallimento e a qualsiasi altro procedimento di amministrazione giudiziale o di commissariamento<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> Artt. 45-46 d.lgs. n.180/2015.

<sup>9</sup> Art. 39, secondo comma, d.lgs. n.180/2015.

<sup>10</sup> Art. 48, primo comma, d.lgs. n.180/2015.

<sup>11</sup> Art. 51, primo comma, d.lgs. n.180/2015.

<sup>12</sup> Nel caso in cui una banca non si trovi in situazione di insolvenza, il regolamento SRM prevede comunque la possibilità di concedere aiuti pubblici straordinari, in caso di rischio per la stabilità finanziaria e nel rispetto della normativa sugli aiuti di Stato. Al verificarsi di particolari condizioni, la normativa consente infatti la concessione di aiuti pubblici, nella forma di garanzie per accedere alle linee di liquidità di una banca centrale o per l’emissione di nuovo debito, nonché nella forma di fondi pubblici finalizzati ad una vera e propria ricapitalizzazione, per far fronte alle necessità (*capital shortfall*) individuate in seguito a prove di stress o a procedure di revisione della qualità degli attivi bancari (*Asset Quality Review*).

<sup>13</sup> Nella disciplina nazionale pre-vigente, la crisi bancaria veniva affrontata principalmente con due strumenti disciplinati dal Testo Unico Bancario, ossia l’amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa. L’eventuale salvataggio della banca avveniva prevalentemente attraverso

Il bail-in può essere applicato solo al verificarsi delle condizioni di risoluzione. Tra queste occorre in primo luogo includere il dissesto o il rischio di dissesto della banca, riconducibile a un deterioramento del patrimonio oppure ad irregolarità dell'amministrazione<sup>14</sup>. Esso si differenzia quindi dal concetto più generico di crisi o da quello di insolvenza, che prevedono una condizione particolarmente grave. In presenza di uno stato di dissesto l'Autorità di risoluzione deve valutare se attivare le tradizionali procedure previste dal Testo Unico Bancario o dalla legge fallimentare o se avviare la procedura di risoluzione (Donato L. e Grasso R., 2014; Eliasson E. et al, 2014; Gordon J. N. and Ring W.G., 2014; Chennells L. and Wingfield V., 2015; Chari V.V. and Kehoe P.J., 2016). Il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa, così come gli altri strumenti per la gestione delle crisi, rimangono quindi in vigore quali procedure alternative alla risoluzione (Perrino M., 2005; Peroni G., 2012; Banca d'Italia, 2015 b)).

Anche in caso di attivazione di un procedimento di risoluzione, come nelle ipotesi di applicazione di altre procedure concorsuali, viene completamente ristrutturata la governance aziendale<sup>15</sup>; i commissari assumono la rappresentanza legale, i poteri dell'assemblea e dell'organo di amministrazione e controllo e attuano le misure necessarie per il conseguimento degli obiettivi disposti nei piani di risoluzione.

All'interno di tali misure, in particolare, la procedura di bail-in implica interventi sul patrimonio dell'ente, mediante l'immediata distribuzione della perdita tra gli azionisti e i creditori della banca, secondo criteri concorsuali. A tal fine, le autorità di risoluzione possono disporre la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti per assorbire le perdite, nonché la conversione di obbligazioni in azioni per ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata patrimonializzazione e a mantenere la fiducia del mercato (Banca d'Italia, 2015 a; Halaj G. et al., 2016).

Il bail-in, in altri termini, è lo strumento che consente l'esercizio, da parte dell'autorità di risoluzione, dei poteri di svalutazione (wipeout e writedown) e di conversione delle passività dell'ente soggetto a risoluzione<sup>16</sup>.

L'attivazione del bail-in prevede che agli azionisti e ai creditori della banca venga richiesto un contributo pari almeno all'8% del passivo della banca in crisi, prima di poter attivare ulteriori meccanismi di intervento, tra cui in primo luogo il Fondo Unico di Risoluzione delle banche in crisi, costituito mediante versamenti annuali

processi di acquisizione e assorbimento dell'azienda in crisi da parte di altre banche, anche mediante l'erogazione di aiuti pubblici. Tuttavia, già la normativa in vigore fino alla fine del 2015, con il «burden sharing» prevedeva che in caso di dissesto di una banca fossero le azioni e obbligazioni subordinate a sanare le perdite con la rispettiva riduzione del valore nominale e conversione in capitale, prima di un eventuale coinvolgimento di fondi pubblici. Il bail-in prevede tuttavia che anche altri creditori, quali gli obbligazionisti ordinari e i grandi depositanti, possano essere chiamati ad intervenire per il salvataggio delle banche prima del ricorso ad altre forme di aiuto esterne.

<sup>14</sup> Art. 17, d.lgs. n. 180/2015.

<sup>15</sup> Art. 37 primo comma d.lgs. n.180/2015.

<sup>16</sup> Art. 2 BRRD.

degli intermediari finanziari assoggettati alla normativa in esame<sup>17</sup>. Qualora il capitale e il debito subordinato della banca sottoposta a risoluzione risultino superiori all'8% del totale passivo, il Fondo Unico di Risoluzione potrà essere attivato solo dopo aver assoggettato per intero a bail-in tali strumenti finanziari. Il Fondo, poi, potrà intervenire per coprire il fabbisogno di capitale della banca con una contribuzione che non potrà eccedere il 5% del relativo passivo totale (Laviola et al., 2015; Gai L., 2017).

La procedura di risoluzione provoca quindi la liquidazione delle passività della banca e non delle attività come nelle tradizionali procedure fallimentari. Tale liquidazione, tuttavia, prevede un meccanismo di funzionamento simile a queste ultime, in quanto si realizza con la distribuzione delle perdite secondo un criterio concorsuale<sup>18</sup>.

In altri termini, così come nelle altre procedure concorsuali, anche il bail-in prevede che le misure della riduzione e della conversione delle passività della banca vengano applicate sulla base di un preciso ordinamento delle diverse posizioni (gerarchia bail-in). La distribuzione delle perdite avviene infatti in modo sequenziale sui titoli e sui crediti appartenenti a diverse categorie, tenuto conto delle relative clausole di subordinazione<sup>19</sup>.

Inoltre, durante l'applicazione del bail-in, l'Autorità di risoluzione dovrà assicurarsi che nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe registrato se la banca fosse stata liquidata con procedura ordinaria di insolvenza nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione (principio del «no creditor worse off than in insolvency»).

Sono in ogni caso completamente escluse dalle procedure di risoluzione interna le diverse forme di deposito nominativo (conto corrente di corrispondenza, libretto di deposito, certificato di deposito...) di importo fino a centomila euro<sup>20</sup>, le passività garantite (quali i covered bond), le passività della banca derivanti dalla detenzione di beni della clientela (quali le cassette di sicurezza) o in virtù di una relazione fiduciaria; le passività interbancarie e/o derivanti dai sistemi di pagamento; i debiti

---

<sup>17</sup>Tale fondo è costituito dai versamenti annuali a carico di tutte le banche incluse nell'ambito di applicazione del regolamento SRM. Alla fine del previsto periodo transitorio, tale fondo disporrà di una consistenza pari all'1% dei depositi protetti dai sistemi di garanzia (Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, 2016).

<sup>18</sup>Per la natura dell'attività bancaria e le esigenze di stabilità del mercato, la distruzione di valore che può discendere dalla liquidazione del patrimonio è superiore all'utilità che può derivare ai creditori dal riparto del ricavato, il cui ammontare potrebbe risultare del tutto esiguo (o essere pressoché assente) e comunque essere distribuito con le modalità e con i tempi non brevi della liquidazione concorsuale. La procedura di risoluzione invece interviene sulle passività e ne determina la riduzione nella misura necessaria per assicurare la continuazione dell'attività bancaria.

<sup>19</sup>Art. 52, secondo comma, d.lgs. n. 180/2015.

<sup>20</sup>Tali strumenti sono tutelati dai fondi interbancari di garanzia dei depositi istituiti dai singoli stati membri e disciplinati nell'ambito dell'Unione Bancaria Europea.

verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali a condizione che questi siano privilegiati dalla normativa fallimentare. Possono inoltre essere escluse ulteriori e diverse passività, al fine di preservare la continuità dell'ente sottoposto a risoluzione ed evitare il contagio o gravi ricadute sull'economia e la stabilità finanziaria <sup>21</sup>.

Per tutti i creditori non esclusi, l'ordinamento gerarchico previsto dalla normativa impone l'applicazione delle misure di risoluzione prima di tutto sui fondi propri <sup>22</sup> della banca, suddivisi nelle diverse componenti definite dalla regolamentazione prudenziale di vigilanza.

La procedura del bail-in, quindi, colpisce in ordine successivo <sup>23</sup>:

- il capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1 Capital, CET 1). Esso include: azioni ordinarie emesse dalla banca che soddisfano determinati requisiti; sovrapprezzi di emissione delle azioni ordinarie; utili non distribuiti; altre riserve palesi di utile iscritte in bilancio; azioni ordinarie emesse da sussidiarie consolidate che soddisfano i criteri per l'inclusione nel CET1;
- il capitale aggiuntivo di classe 1 (Additional Tier 1 Capital, AT1), composto da alcune categorie di *preference share* (purchè non cumulative, non postergate e prive di privilegio sul valore di recupero in liquidazione) e il cosiddetto capitale contingente, ossia titoli di debito perpetui, convertibili obbligatoriamente in azioni a partire da una certa data, o su imposizione della autorità di vigilanza o comunque quando il rapporto tra CET1 e attivo ponderato per il rischio scende al di sotto di una soglia fissata dalla regolamentazione. Sono strumenti di qualità peggiore del CET1, ma migliore di quelli appartenenti alla classe successiva. Nel contesto italiano, tale componente del capitale spesso include le azioni di risparmio e i sovrapprezzi di emissione sulle stesse;
- il capitale di classe 2 (Tier 2, T2), all'interno del quale sono inclusi i debiti subordinati a media-lunga scadenza (non meno di 5 anni) e gli strumenti del cosiddetto capitale contingente con *basso trigger*, ossia convertibili obbligatoriamente in azioni ad una soglia dei coefficienti di solvibilità minore di quella prevista per gli strumenti inclusi nell'AT1.

---

<sup>21</sup> Art. 49, secondo comma, d.lgs. n. 180/2015. Le autorità di risoluzione possono escludere, integralmente o parzialmente, in specifiche circostanze, alcune categorie di passività, quando ad esempio non sia possibile applicare il bail-in in tempi ragionevoli, o qualora quando questo vada a coinvolgere categorie di investitori che si intende tutelare per la salvaguardia della stabilità del sistema. La Commissione europea è chiamata ad adottare atti delegati volti a specificare le circostanze che giustificano le esenzioni dall'applicazione del bail-in.

<sup>22</sup> Così come definiti dalla legislazione europea sui requisiti di capitale ed in particolare dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 118), del regolamento (Ue) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. Tale normativa (regolamento CRR), insieme alla Direttiva 2013/36/Ue del Parlamento europeo e del Consiglio europeo del 26 giugno 2013 (Direttiva CRD IV), ha introdotto nell'ordinamento comunitario l'ultima versione dell'Accordo di Basilea (cosiddetta Basilea 3).

<sup>23</sup> Art. 52 d.lgs. n. 180/2015.

Come è possibile evincere dalla descrizione delle diverse classi di capitale, particolari tipologie di titoli obbligazionari, in virtù di clausole contrattuali o di norme regolamentari, possono rientrare nel calcolo dei fondi propri della banca. Si tratta infatti di strumenti ibridi, ossia obbligazioni che oltre a presentare alcuni connotati tipici dei titoli di debito, sono caratterizzati anche da un più o meno elevato “*equity content*”, ossia da clausole tipiche dei titoli azionari. I possessori di tali strumenti hanno quindi accettato di rischiare, in determinate condizioni, di non recuperare anche per intero il loro investimento (pur in assenza di fallimento o liquidazione della banca), compartecipando al rischio di impresa. Si tratta di obbligazioni junior o subordinate che, in caso di attivazione della procedura di bail-in, interverranno per prime, dopo le azioni, nella copertura delle perdite. La *seniority* di questi titoli è infatti inferiore rispetto a quella delle obbligazioni ordinarie, quindi più elevata risulta la loro qualità ai fini della copertura delle perdite. A titolo di esempio, tali titoli possono presentare una scadenza protratta (fino ad arrivare a titoli ibridi irredimibili), un’elevata flessibilità nella remunerazione (a discrezione dell’emittente, o differibile obbligatoriamente se ciò è richiesto dalle autorità di vigilanza), l’obbligo di conversione in azioni al verificarsi di condizioni predeterminate (*trigger events*).

La disciplina del bail-in, comunque, prevede che la copertura delle perdite della banca possa avvenire non solo attraverso i fondi propri, ma anche assoggettando alle perdite, pro-quota e progressivamente, altre passività della banca, secondo il seguente ordine:

- altri debiti subordinati non ammessi al computo del Tier 2, per mancanza di idonei requisiti;
- le passività non garantite (obbligazioni senior), i depositi interbancari la cui scadenza originaria risulta superiore a sette giorni, le passività derivanti dalla partecipazione a sistemi di pagamento con una durata residua superiore a sette giorni, i depositi delle grandi imprese che eccedono il livello di copertura del Fondo di garanzia dei depositi (100.000 euro) e le passività in derivati;
- i depositi delle piccole e medie imprese e delle persone fisiche superiori al livello di copertura del Fondo di garanzia dei depositi.

Obiettivo del presente lavoro è quello di analizzare gli elementi che il titolare di una delle suddette passività, non incluse nei fondi propri della banca, dovrebbe verificare per comprendere il rischio bail-in assunto con l’acquisto e la detenzione della stessa.

Al pari di ogni rischio, la valutazione prevede due fasi distinte: la prima consiste nella misurazione della probabilità attesa di manifestazione dell’evento bail-in; la seconda nella valutazione dell’impatto che può generarsi da tale evento, ossia della potenziale severità delle perdite.

Il rischio complessivo per il creditore della banca può quindi essere così misurato:

Rischio bail-in = Probabilità dell’evento bail-in * Perdita al manifestarsi del bail-in
---

Alle due componenti del rischio bail-in vengono dedicati i paragrafi successivi.

### 1.3. *La probabilità dell'evento bail-in*

La probabilità riconducibile al verificarsi dell'evento bail-in risulta connessa da un lato al manifestarsi di una condizione di dissesto o rischio di dissesto della banca e dall'altro alle specifiche scelte adottate caso per caso dalle Autorità, che devono in primo luogo selezionare la procedura concorsuale più idonea e, nel caso si verifichino le condizioni di risoluzione, la misura ritenuta più efficace alla ristrutturazione aziendale, tra quelle previste dalla normativa (Dewatripont M., 2014; European Commission, 2015).

Poiché le specifiche scelte di intervento da parte delle Autorità risultano difficilmente prevedibili a priori, le misure che l'obbligazionista/depositante della banca dovrebbe valutare ex-ante per misurare la probabilità dell'evento bail-in sono riconducibili alla possibile manifestazione della condizione di dissesto dell'azienda bancaria (Geithner T., 2014).

Tra gli indicatori a disposizione degli investitori per valutare il rischio di dissesto di una banca è possibile citare il giudizio di rating emesso da agenzie esterne ed indipendenti, riconosciute dalle stesse Autorità di vigilanza (Consob, 2016).

Sebbene espressione della probabilità del verificarsi di una condizione di crisi particolarmente grave, riconducibile al default dell'impresa, si assume che ad un rating più elevato corrisponda un minor rischio di dissesto, quindi una più bassa probabilità di manifestazione dell'evento bail-in, a parità di altre condizioni, e viceversa.

Per l'investitore che intende monitorare tale rischio potrebbe quindi essere interessante comprendere i fattori che condizionano in misura più significativa il giudizio emesso dalle agenzie di rating, al fine di valutare le cause e le possibili evoluzioni della probabilità dell'evento bail-in (EBA, 2015).

È stata quindi condotta una verifica empirica esplorativa, volta a rispondere al seguente quesito di ricerca: "Quali caratteristiche economico-finanziarie delle banche presentano una correlazione più elevata con il rating a loro assegnato?".

La tabella 1 mostra l'elenco delle banche incluse nel campione, nonché alcuni dati connessi alla relativa forma giuridica, dimensione ed operatività.

Al fine di realizzare tale analisi su un campione omogeneo di realtà, sono state incluse nel campione tutte le banche italiane quotate con attività prevalentemente basata sull'intermediazione creditizia, ossia sulla raccolta di risorse dal pubblico e sull'impiego in prestiti. Come si evince dall'ultima colonna della tabella, infatti, tutte le realtà esaminate presentano un rapporto tra prestiti netti e totale attivo superiore al 50%.

Tabella 1 – variabili descrittive delle principali caratteristiche del campione oggetto di analisi (dati al 31 dicembre 2015)

	Specializzazione	Totale attività (migliaia di euro)	Totale prestiti (migliaia di euro)	Patrimonio netto (migliaia di euro)	Capitalizzazione di mercato (migliaia di euro)	Utile/perdita netta (migliaia di euro)	Numero dipendenti	Numero di filiali	Prestiti netti / Totale attivo %
UniCredit	Commercial Bank	860.433.400	445.293.900	53.485.500	17.285.536	2.045.900	125.510	6.934	51,75
Intesa Sanpaolo	Commercial Bank	676.496.000	350.010.000	48.593.000	38.793.040	2.806.000	90.807	5.386	51,74
Banca Monte dei Paschi di Siena	Commercial Bank	169.012.000	106.680.400	9.622.700	605.768	389.900	25.731	2.133	63,12
Banco Popolare	Cooperative bank	120.509.600	71.902.800	8.546.800	1.984.971	411.400	16.972	1.848	59,67
UBI Banca	Cooperative bank	117.200.800	83.815.700	10.517.800	2.565.717	144.500	17.718	1.554	71,52
Banca popolare dell'Emilia Romagna	Cooperative bank	61.261.200	43.702.600	5.651.800	2.389.215	219.200	11.447	1.216	71,34
Banca Popolare di Milano	Cooperative bank	50.203.300	33.953.900	4.647.400	1.648.676	289.900	7.743	655	67,63
Credito Emiliano	Commercial Bank	37.455.300	22.649.400	2.479.700	1.917.902	166.200	6.019	637	60,47
Banca Popolare di Sondrio	Cooperative bank	35.537.600	23.290.400	2.649.400	1.443.580	137.500	3.195	354	65,54
Banca Carige	Commercial Bank	30.298.900	20.395.200	2.489.100	265.235	-104.300	5.034	625	67,31
Banca Piccolo Credito Valtellinese	Cooperative bank	26.901.700	18.263.500	2.187.700	447.208	122.300	4.123	526	67,89
Banco di Sardegna	Commercial Bank	13.205.900	7.945.800	1.258.500	41.250	-900	2.570	n.a.	60,17
Banco di Desio e della Brianza	Commercial Bank	12.248.100	9.386.300	922.100	204.516	37.600	2.371	275	76,64
Banca Popolare di Spoleto	Commercial Bank	4.012.500	3.331.400	256.300	190.547	6.400	915	126	83,03

Fonte: Bankscope

Dato l'obiettivo dell'analisi, tra i diversi giudizi emessi dalle agenzie di rating, è stata utilizzata la valutazione a lungo termine sulla società. In particolare, nella verifica empirica condotta sono stati impiegati i giudizi espressi dall'agenzia Fitch, in quanto pubblicamente disponibili per tutte le banche incluse nel campione <sup>24</sup>.

La tabella 2 mostra le classi di tale modello di rating e una sintetica descrizione, mentre la tabella 3 mostra il rating per le società incluse nel campione di analisi.

<sup>24</sup> Si veda al riguardo il sito di Borsa Italiana [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).



Tabella 2 – I rating Fitch a lungo termine

<i>Rating Fitch</i>	<i>Descrizione</i>	<i>Grado d'investimento</i>
AAA	Eccellenti capacità di onorare le obbligazioni assunte	Investment grade
AA+	Alta qualità, rischio molto basso, ma la suscettibilità allo stesso nel lungo periodo appare superiore a quello delle AAA	
AA	Ottime capacità di onorare le obbligazioni assunte. Minime differenze rispetto al grado più alto	
AA-		
A+	Buone capacità di rispettare gli obblighi finanziari, ma in qualche modo sono maggiormente suscettibili ai cambiamenti delle circostanze e delle condizioni economiche, rispetto agli obbligati con un rating migliore	
A		
A-		
BBB+	Adeguate capacità di rispettare gli obblighi finanziari. Tuttavia, condizioni economiche avverse o cambiamenti delle circostanze sono più facilmente associabili ad una minore capacità di adempiere agli obblighi finanziari assunti.	
BBB		
BBB-		
BB+	Meno vulnerabili nel breve periodo, rispetto ad obbligati con rating inferiore. Tuttavia, il dover fronteggiare condizioni di incertezza economica, finanziaria, amministrativa potrebbe interferire con le capacità di soddisfacimento degli obblighi assunti	Speculative grade
BB		
BB-		
B+	Più vulnerabili rispetto agli obbligati valutati 'BB', ma vi sono ancora le capacità per rispettare gli impegni finanziari. Condizioni economiche e/o finanziarie impreviste, ridurranno probabilmente le capacità e la volontà dell'obbligato, di adempiere	
B		
B-		
CCC+	Attualmente vulnerabile, e la solvibilità delle obbligazioni assunte, dipende prevalentemente da condizioni economiche e finanziarie favorevoli	
CCC		
CCC-		
CC	Attualmente molto vulnerabile, e la solvibilità delle obbligazioni assunte, dipende prevalentemente da condizioni economiche e finanziarie favorevoli	
C	Estremamente vulnerabile, forse in bancarotta o in ritardo nei pagamenti, che ancora vengono comunque effettuati	
D	Default/Insolvenza di tutte o la maggior parte delle obbligazioni emesse.	
NR	Non valutata	

Tabella 3 – *Il rating delle società incluse nel campione*

<i>Bank Name</i>	<i>Rating Fitch LT</i>
UniCredit	BBB+
Intesa Sanpaolo	BBB+
Banca Monte dei Paschi di Siena	BBB
Banco Popolare	BB
UBI Banca	BBB
Banca popolare dell'Emilia Romagna	BB
Banca Popolare di Milano	BB-
Credito Emiliano	BBB+
Banca Popolare di Sondrio	BBB
Banca Carige	B-
Banca Piccolo Credito Valtellinese	BB
Banco di Sardegna	BB
Banco di Desio e della Brianza	BBB-
Banca Popolare di Spoleto	BBB-

Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Al fine di verificare i fattori che presentano una più elevata correlazione con i rating assegnati a ciascuna banca, sono stati analizzati alcuni indicatori tratti dai bilanci bancari, riconducibili al profilo di redditività, di patrimonializzazione e di rischio, riportati nella Tabella 4.

Tabella 4 – *Indicatori di redditività, di patrimonializzazione e di rischio.*

Indicatori di redditività	ROAA = Return on Average Assets
	ROAE = Return on Average Equity
	Cost to Income Ratio
Indicatori di patrimonializzazione	Equity / Liabilities
	Equity / Total assets
	TCR = Total Capital Ratio
	TIER1RATIO = Tier 1 Ratio
	CET1 RATIO = Core Tier 1 Regulatory Capital Ratio
Indicatori di rischio	Impaired Loans less Reserves for Impaired Loans / Equity
	Impaired Loans (NPLs) / Gross Loans
	Loan Loss Reserve / Gross Loans
	Net Loans / Total Assets
	Pastdue = +90 Days past due

Tra i diversi indicatori analizzati, tenendo conto delle analisi descrittive sul campione, dei risultati delle prime verifiche statistiche effettuate (Step-wise Regression) e dei dati relativi alle correlazioni reciproche tra le diverse variabili considerate, sono stati selezionati gli indici più significativi ai fini della presente analisi.

È stata quindi costruita una regressione lineare (Ordinary Least Squares Regression), secondo il metodo dei minimi quadrati, in cui il giudizio di rating assegnato alla banca rappresenta la variabile dipendente, mentre tra le variabili indipendenti sono stati inclusi i seguenti indicatori, tutti relativi all'anno 2015:

- *Loan Loss Reserve / Gross Loans*, il quale misura il rapporto tra le riserve accantonate dalla banca per far fronte alle perdite su crediti e l'ammontare totale dei prestiti erogati. Tale indicatore misura la qualità del portafoglio crediti della banca, evidenziando, rispetto al totale dei finanziamenti in essere, l'ammontare di accantonamenti realizzati per il deterioramento di valore degli stessi. Esso esprime quindi il profilo di rischio della principale componente dell'attività bancaria (Ciavoliello L.G. et al., 2016);
- ROAA, dato dal rapporto tra il reddito operativo della banca (margine di intermediazione) e il totale dell'attivo di stato patrimoniale (media dell'ammontare totale delle poste attive di bilancio tra inizio e fine esercizio). Esso misura la redditività media della gestione caratteristica della banca, esprimendo il profilo di equilibrio economico dell'attività tipica d'impresa;
- *Equity / Liabilities*, il quale misura il rapporto tra il totale del patrimonio netto aziendale e l'ammontare complessivo delle passività aziendali, di cui i debiti verso banche e clientela, nonché i titoli emessi (tra cui principalmente i prestiti obbligazionari) rappresentano le componenti più rilevanti. Esso esprime il livello di patrimonializzazione della banca, calcolato considerando l'ammontare di patrimonio netto di bilancio.

Come si evince dalla formula riportata di seguito, oltre ai suddetti indicatori, nell'equazione è stata inserita anche una variabile di controllo, connessa alla dimensione aziendale (totale attivo alla fine dell'esercizio considerato = total assets 2015).

$$\text{Rating} = \alpha + \beta_1 \frac{\text{Loan Loss Reserve}}{\text{Gross Loans}} + \beta_2 \text{ROAA} + \beta_3 \frac{\text{Equity}}{\text{Liabilities}} + \log(\text{total assets 2015}) + \varepsilon$$

La tabella 5 riporta le statistiche descrittive delle variabili indipendenti utilizzate nella verifica empirica condotta, mentre la successiva tabella 6 contiene i principali risultati dell'analisi.

Tabella 5 – Statistiche descrittive relative alle variabili utilizzate nell'analisi di regressione.

	RATING	LOANLOSSRES_ GROSSLOANS	ROAA	EQUITY_LIABIL	TOTALASSETS2015
Mean	8,428571	9,467857	0,267857	8,507857	1,58E+08
Median	8	8,98	0,32	8,32	43829300
Maximum	12	18	0,59	10,54	8,60E+08

Minimum	6	3,07	-0,3	6,23	4012500
Std. Dev.	2,027286	3,790196	0,22454	1,475665	2,65E+08
Skewness	0,251057	0,422525	-1,10314	0,065257	1,988605
Kurtosis	1,705368	3,170426	4,052565	1,705773	5,313985
Jarque-Bera	1,124779	0,433507	3,485758	0,987033	12,35076
Probability	0,569846	0,805128	0,175016	0,610476	0,00208
Sum	118	132,55	3,75	119,11	2,21E+09
Sum Sq. Dev.	53,42857	186,7526	0,655436	28,30864	9,15E+17
Observations	14	14	14	14	14

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope

Tabella 6 – Principali risultati dell'analisi di regressione

Dependent Variable: RATING				
Method: Least Squares				
Date: 02/02/17 Time: 15:50				
Sample (adjusted): 1 14				
Included observations: 14 after adjustments				
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.166723	2.849691	1.813082	0.1032
LOANLOSSRES_GROSSLOANS	0.222279	0.092609	2.400178	0.0399
ROAA	0.097465	2.571165	0.037907	0.9706
EQUITY_LIABIL	0.882492	0.220330	4.005319	0.0031
LOG(TOTALASSETS)	-0.357419	0.163329	-2.188337	0.0564
R-squared	0.643133	Mean dependent var		8.428571
Adjusted R-squared	0.484525	S.D. dependent var		2.027286
S.E. of regression	1.455523	Akaike info criterion		3.861060
Sum squared resid	19.06692	Schwarz criterion		4.089295
Log likelihood	-22.02742	Hannan-Quinn criter.		3.839933
F-statistic	4.054861	Durbin-Watson stat		2.748096
Prob(F-statistic)	0.037730	Wald F-statistic		6.579718
Prob(Wald F-statistic)	0.009266			

Dove:

C = costante

LOANLOSSRES\_GROSSLOANS = rapporto tra le riserve per perdite su prestiti e prestiti lordi

ROAA = rapporto tra redditività e totale attivo medio

EQUITY\_LIABIL = rapporto tra patrimonio netto e totale passività

LOG(TOTALASSETS) = Logaritmo del totale attivo di bilancio

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope

Come è possibile evincere dalla tabella 6, la variabile che presenta la correlazione più significativa con il rating è rappresentata dall'indice di patrimonializzazione, ossia dal rapporto tra il patrimonio netto e il totale delle passività della banca (Equity\_Liabil). Tale indice presenta un coefficiente positivo e piuttosto elevato. Una variazione del rapporto Equity/Liabilities è in grado di generare un impatto rilevante sul rating assegnato alla banca e, indirettamente, sul relativo rischio bail-in.

#### 1.4. *La perdita al manifestarsi del bail-in*

Come evidenziato nel paragrafo precedente, il giudizio sul grado di solvibilità della banca, e quindi la connessa probabilità di bail-in, presenta un'elevata correlazione positiva con il livello di patrimonializzazione complessivo della banca (Equity/Liabilities).

Analizzare tale indicatore, tuttavia, non è sufficiente per misurare il rischio bail-in totale. Dal punto di vista degli obbligazionisti e dei correntisti della banca, infatti, la perdita attesa connessa al verificarsi dell'evento bail-in è funzione non solo del patrimonio complessivo della banca, ma anche della relativa composizione.

La logica su cui è basata l'applicazione del bail-in, come evidenziato nel secondo paragrafo, prevede infatti che gli strumenti finanziari e creditizi più rischiosi sostengano prima degli altri le perdite: solo dopo aver esaurito tutte le risorse della categoria più rischiosa è possibile passare alla categoria successiva per la copertura delle perdite registrate dalla banca (Allen F. et al., 2014; Avgouleas E. and Goodhart C.A., 2014 and 2015).

In particolare, poiché nella definizione dei livelli gerarchici cui viene applicato il bail-in la normativa fa riferimento in primo luogo alle diverse componenti dei fondi propri della banca, così come articolati nella regolamentazione di vigilanza, la valutazione della perdita al verificarsi del bail-in dovrebbe essere realizzata misurando indicatori connessi a ciascuna di tali componenti. Inoltre, poiché la direttiva BRRD stabilisce che il bail-in debba coprire perdite pari almeno all'8% del totale passivo della banca, come condizione per accedere al Fondo Unico di Risoluzione, ogni componente dei fondi propri dovrebbe essere rapportata al totale passivo. In questo modo, è possibile verificare il contributo di ciascuna componente del capitale alla copertura della quota minima dell'8% delle passività. Tale analisi risulta di estrema importanza nel calcolo del rischio bail-in, in quanto i creditori appartenenti ad una determinata classe della gerarchia sarebbero al riparo da perdite se la copertura garantita dalle classi precedenti fosse sufficiente per accedere al regime di contribuzione a carico del settore bancario o a fondi pubblici.

L'ammontare delle diverse componenti dei fondi propri a disposizione di ciascuna banca è in primo luogo condizionata dalla regolamentazione prudenziale. In particolare, sulla base di quanto previsto dalle regole sui requisiti minimi di patrimonializzazione delle banche:

- Il CET1 non deve risultare inferiore, al netto delle relative deduzioni, al 4,5% dell'attivo della banca ponderato per il rischio. Inoltre, per avere piena libertà nella distribuzione dei dividendi, ogni banca deve detenere buffer addizionali di CET1 (buffer di conservazione del capitale) pari al 2,5% dell'attivo ponderato per il rischio, oltre ad un buffer anticiclico, nella misura massima di un ulteriore 2,5%, in funzione di quanto stabilito dalle autorità di vigilanza. Per le banche sistemiche sono previsti livelli ancora più elevati;
- L'AT1, sommato al CET1 e al netto delle deduzioni, non deve risultare inferiore al 6% degli asset ponderati per il relativo rischio;
- Il T2, sommato al CET1 e all'AT1, al netto delle deduzioni, non deve risultare inferiore all'8% delle attività ponderate per il rischio. A tale requisito, inoltre, occorre aggiungere i buffer precedentemente citati.

Oltre a tali vincoli regolamentari, definiti in modo uniforme a livello internazionale, le autorità di vigilanza, caso per caso, possono richiedere ulteriori specifici requisiti di capitalizzazione, sulla base dei risultati del processo di controllo e verifica patrimoniale realizzato annualmente su ogni banca (*Supervisor Review and Evaluation Process* – SREP). Con il recepimento in Italia della Direttiva 2013/36/UE e in conformità con quanto previsto dall'EBA con le *Guidelines on Common SREP*, anche il capitale eccedente i requisiti normativi, richiesto a conclusione dello SREP a fronte della rischiosità complessiva dell'intermediario, assume carattere vincolante<sup>25</sup>. Di conseguenza, se la banca presenta un livello di capitalizzazione inferiore rispetto ai minimi richiesti, anche considerando i requisiti patrimoniali aggiuntivi ex SREP, l'autorità di vigilanza deve richiedere un rafforzamento patrimoniale mediante aumenti di capitale.

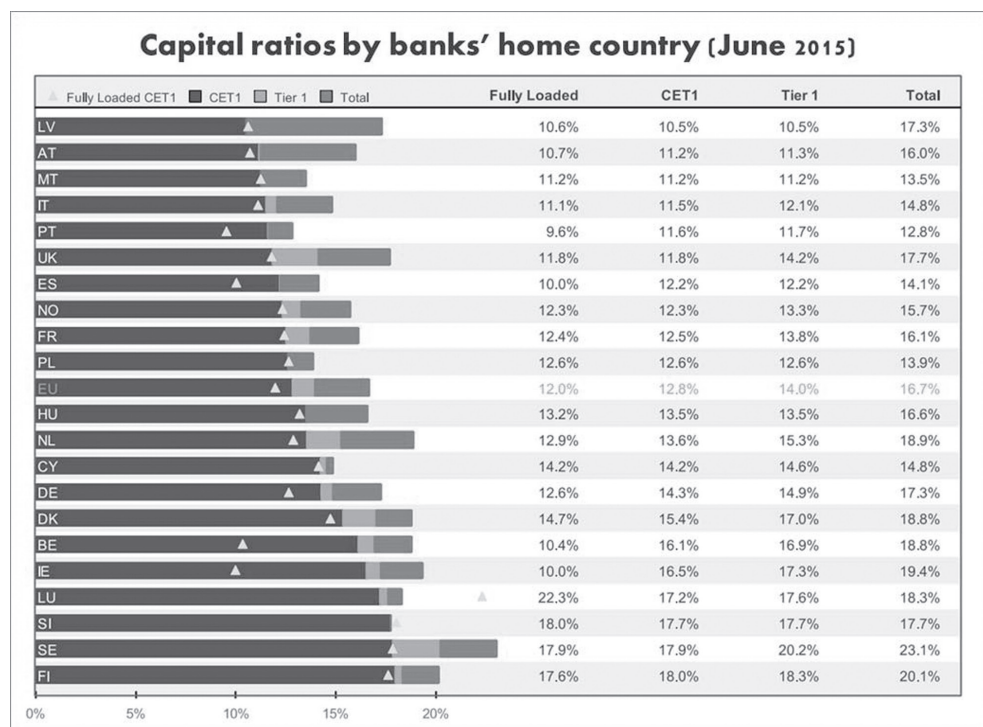
Poiché le regole di vigilanza prudenziale impongono alle banche un livello minimo di patrimonializzazione correlato all'attivo ponderato per il rischio, le diverse componenti dei fondi propri vengono tipicamente misurati e comunicati dalle banche, anche al pubblico, nella forma di ratio patrimoniali, rapportati ai cosiddetti *Risk Weighed Assets* (RWA).

La tabella 7 mostra i principali indicatori patrimoniali, così calcolati, per i diversi Paesi dell'Unione Europea. La tabella 8 contiene invece gli indici di patrimonializzazione per le banche quotate appartenenti al campione esaminato nel paragrafo precedente.

---

<sup>25</sup> È comunque prevista l'utilizzazione del Capital conservation buffer a copertura di tali requisiti patrimoniali aggiuntivi.

Tabella 7 – I ratio patrimoniali medi in Europa



\*Fully loaded: senza considerare le disposizioni di vigilanza transitorie

Fonte: EBA, Report 2015 EU-wide transparency exercise, 25 November 2015

Tabella 8 – I ratio patrimoniali nelle principali banche quotate italiane (dati al 31 dicembre 2015)

Bank Name	Core Tier 1 Regulatory Capital Ratio % 2015	Tier 1 Ratio % 2015	Total Capital Ratio % 2015
UniCredit	10,59	11,50	14,23
Intesa Sanpaolo	13,00	13,80	16,60
Banca Monte dei Paschi di Siena	12,01	12,85	15,95
Banco Popolare	13,15	13,15	15,91
UBI Banca	12,08	12,08	13,93
Banca popolare dell'Emilia Romagna	11,24	11,34	12,50
Banca Popolare di Milano	11,53	12,06	14,33
Credito Emiliano	13,52	13,52	14,75
Banca Popolare di Sondrio	10,49	10,50	13,44
Banca Carige	12,20	12,80	14,90

Banca Piccolo Credito Valtellinese	13,14	13,14	15,15
Banco di Sardegna	11,24	11,34	12,50
Banco di Desio e della Brianza	10,85	10,98	13,95
Banca Popolare di Spoleto	9,48	9,48	9,81

Fonte: Bankscope; Il Sole 24 Ore, Plus 24, 19 novembre 2016

Come è possibile evincere dalla tabella 7, il sistema bancario italiano mediamente presenta livelli di patrimonializzazione corretti per il rischio tra i più bassi d'Europa, soprattutto se si considerano le componenti di capitale di migliore qualità. Tuttavia, l'analisi degli indicatori per le singole banche italiane quotate evidenzia in generale la disponibilità di patrimonio ponderato per il rischio ampiamente superiore rispetto ai vincoli regolamentari.

Tali indicatori, derivando tuttavia dall'applicazione delle formule regolamentari per il calcolo dei requisiti patrimoniali minimi, non risultano pienamente in grado di misurare le perdite potenziali in caso di bail-in.

La modalità di costruzione di tali indici, infatti, non esclude che si possano verificare casi di banche con ratio patrimoniali superiori a quanto richiesto dalla normativa e dalle autorità, ma con un livello di patrimonio inadeguato a tutelare obbligazionisti e depositanti dal rischio bail-in. Le attività cui vengono rapportate le disponibilità patrimoniali sono infatti soggette ad un processo di ponderazione, che potrebbe presentare imprecisioni nella corretta identificazione o valorizzazione del rischio di determinate posizioni.

Inoltre, indipendentemente dalle metodologie per la definizione del valore delle attività corretto per il rischio, occorre sottolineare come la normativa che regola l'applicazione del bail-in e il ricorso al Fondo Unico di Risoluzione non definisce soglie di intervento basate sull'attivo ponderato per il rischio, quanto sul livello complessivo delle passività della banca.

Si ritiene, di conseguenza, che gli indici in grado di misurare efficacemente le potenziali perdite al verificarsi del bail-in per i diversi detentori di titoli assoggettabili (cosiddetti titoli *bail-inable*) debbano essere costruiti rapportando le diverse componenti dei fondi propri al totale passivo.

In particolare, poiché l'applicazione dello strumento è graduale e per classi gerarchiche, per ogni categoria di titoli *bail-inable* occorre costruire un indicatore che al numeratore includa tutte le classi di patrimonio maggiormente subordinate nella copertura delle perdite.

I possessori di debito subordinato, a titolo di esempio, dovrebbero valutare la quota parte di passività totali coperta, all'interno della propria banca, da titoli e strumenti appartenenti al CET1 e all'AT1. L'indicatore utile alla valutazione delle perdite in caso di bail-in, di conseguenza, è in questo caso:

$$\frac{\text{CET1} + \text{AT1}}{\text{Totale passività}}$$



Allo stesso modo, i detentori di debito senior dovrebbero valutare la quota parte di passività totali coperta, all'interno della propria banca, da titoli e strumenti appartenenti al CET1, all'AT1, al T2, nonché dagli altri debiti subordinati. Per gli obbligazionisti ordinari, quindi, l'indicatore utile per la misurazione della perdita attesa da bail-in è dato da:

$$\frac{\text{CET1} + \text{AT1} + \text{T2} + \text{altro debito subordinato}}{\text{Totale passività}}$$

A tale numeratore occorre aggiungere il totale del debito senior per valutare il rischio per i grandi depositanti, secondo la formula seguente:

$$\frac{\text{CET1} + \text{AT1} + \text{T2} + \text{altro debito subordinato} + \text{debito senior}}{\text{Totale passività}}$$

Si tratta, in altri termini, di costruire indicatori analoghi al *leverage ratio* previsto nell'accordo di Basilea 3, secondo il quale alle banche è richiesto il rispetto di un livello minimo nel rapporto tra CET1 e attività complessive, non ponderate per il relativo livello di rischio<sup>26</sup>.

Alcune verifiche empiriche condotte sui bilanci dei gruppi bancari italiani hanno evidenziato come mediamente tutte le banche riescono a raggiungere, o sono molto vicine nel raggiungere, la soglia dell'8% del totale delle passività con le sole componenti dei fondi propri (Laviola S. et al., 2015). In linea generale, quindi, la struttura del passivo delle banche italiane sembra poter garantire tutela agli obbligazionisti ordinari e ai grandi depositanti, riducendo le relative perdite attese in caso di applicazione del bail-in. Data tale struttura, infatti, in caso di perdite rilevanti sarebbe possibile prevedere l'intervento del Fondo di risoluzione senza applicare il bail-in al debito senior e ai depositi non garantiti.

L'autorità di vigilanza non risulta estranea al calcolo di tali indicatori. La direttiva BRRD<sup>27</sup> stabilisce infatti che ogni banca debba rispettare non solo i requisiti minimi connessi ai fondi propri, ma anche un livello minimo di passività assoggettabili a bail-in, espresso in percentuale sul totale passivo. Si tratta di un requisito di «qualità del passivo», che si aggiunge a quelli stabiliti per il patrimonio di vigilanza, finalizzato a garantire alla banca un'adeguata capacità di assorbimento delle perdite e a consentire l'applicazione concreta della procedura di bail-in. Tale requisito è noto con l'acronimo MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*) ed è stabilito in relazione alle dimensioni, al modello di business, al funding, al profilo di rischio e alla coerenza con le misure di prevenzione (piani di risanamento

<sup>26</sup> Il testo dell'Accordo è disponibile all'indirizzo <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

<sup>27</sup> Art. 45 BRRD.

e di risoluzione) di ogni specifica banca. Il Single Resolution Board, in particolare, è chiamato a individuare il livello minimo, in percentuale sul totale, di strumenti finanziari bail-inable che ciascuna banca deve detenere. Le passività rilevanti ai fini del calcolo del requisito MREL sono rappresentate dagli strumenti di capitale, dal debito subordinato e dal debito non garantito di primo rango (*senior unsecured debt*). Tali passività, inoltre, per essere conteggiate nell'indicatore, devono essere caratterizzate da una vita residua di almeno un anno<sup>28</sup>.

La tabella 9 mostra i valori medi delle passività disponibili assoggettabili a bail-in secondo i requisiti MREL per i gruppi bancari appartenenti all'Area Euro considerati significativi nel regolamento SSM, oltre alle maggiori banche europee non appartenenti all'Area Euro.

Tabella 9 – Requisiti MREL nei principali Paesi europei (dati 31/12/2014). Dati in % sul totale passivo

	Italia	Francia	Germania	Spagna	Portogallo	Paesi Bassi	Regno Unito	Irlanda
CET1 + AT1	6,00%	3,60%	5,00%	5,50%	6,50%	2,80%	4,70%	9,20%
T2	1,20%	0,40%	0,80%	0,50%	0,50%	0,40%	1,30%	0,60%
TOTALE FONDI PROPRI	7,20%	4,00%	5,80%	6,00%	7,00%	3,20%	6,00%	9,80%
ALTRO DEBITO SUBORDINATO	1,30%	0,30%	1,20%	0,70%	0,70%	0,30%	0,10%	1,30%
TOTALE AZIONI E DEBITO SUBORDINATO	8,50%	4,30%	7,00%	6,70%	7,70%	3,50%	6,10%	11,10%
OBBLIGAZIONI NON GARANTITE (MATTURITÄT > 1 ANNO)	11,40%	22,60%	20,90%	6,70%	7,50%	34,40%	5,10%	5,90%
TOTALE AZIONI E OBBLIGAZIONI BAIL-INABLE	19,90%	26,90%	27,90%	13,40%	15,20%	37,90%	11,20%	17,00%

Fonte: elaborazioni su dati Laviola S., Loiacono G., Santella P., 2015.

Come è possibile evincere dai dati riportati nella tabella precedente, i gruppi bancari italiani compresi nell'indagine presentano un ammontare di fondi propri rispetto al totale delle passività superiori al 7%. Considerando anche il debito subordinato, le passività *bail-inable* superano in media l'8% del totale passivo, confermando la complessiva capacità di copertura delle perdite da parte del solo capitale e debito subordinato, prima dell'attivazione del Fondo Unico di Risoluzione. Il rapporto tra il totale dei titoli di capitale e di debito subordinato rispetto al totale delle passività per le banche italiane risulta il più elevato tra i diversi Paesi europei analizzati, con la sola eccezione dell'Irlanda. Rapportata a valori non ponderati, la dotazione patrimoniale di elevata qualità delle banche italiane, quindi, risulta in media pienamente soddisfacente.

<sup>28</sup> Esse non possono essere costituite né da derivati, né da depositi superiori a 100.000 euro detenuti da PMI o persone fisiche.

Al fine della corretta valutazione del rischio bail-in da parte di obbligazionisti e depositanti delle singole banche, tuttavia, occorrerebbe che tali limiti fossero adeguatamente comunicati e che fossero pubblicate le soglie di titoli bail-inabile effettivamente disponibili presso ciascuna azienda bancaria. Si auspica un'integrazione in tal senso dell'Informativa al Pubblico richiesta dal terzo pilastro di Basilea 3, ai fini di una più consapevole assunzione del rischio bail-in da parte dei diversi creditori della banca.

### 1.5. Conclusioni

L'introduzione del bail-in ha costituito una vera e propria rivoluzione nell'ordinamento bancario, cui è seguito un acceso dibattito. Non marginali risultano infatti i dubbi sull'efficacia e sui rischi del nuovo strumento. In particolare, numerosi autori hanno analizzato i costi dell'instabilità finanziaria che la nuova normativa potrebbe generare, compensando potenzialmente i benefici connessi al risparmio di fondi pubblici e alla riduzione dei comportamenti opportunistici delle banche (Avgouleas E. and Goodhart C.A., 2014; Dewatripont M., 2014; Geithner T., 2014; Mayes D.G., 2014; Laviola S. et al., 2015; Erzegovesi L., 2016).

Il rischio di instabilità del sistema finanziario è favorito dall'elevata diffusione di titoli altamente esposti al rischio bail-in all'interno dei portafogli degli investitori retail. Come evidenziato nelle analisi precedenti, il livello di patrimonializzazione delle banche italiane e la relativa struttura delle passività comportano un elevato livello di tutela dal rischio bail-in per gli obbligazionisti senior e i grandi depositanti. Tuttavia, non solo le obbligazioni ordinarie, ma anche quelle subordinate sono presenti nei portafogli di numerose famiglie italiane. Secondo i dati Banca d'Italia dell'ottobre 2015, l'ammontare complessivo delle obbligazioni subordinate emesse dalle banche italiane era pari a 67 miliardi di euro. Al netto dei titoli riacquistati dagli stessi emittenti, le obbligazioni subordinate in circolazione erano pari a circa 59 miliardi di euro, di cui 31 miliardi detenuti da investitori al dettaglio (Banca d'Italia, 2015 b).

Anche il risparmio popolare risulta dunque fortemente esposto al rischio bail-in.

La risoluzione bancaria, quindi, pone questioni di educazione finanziaria, di correttezza delle pratiche commerciali bancarie e di adeguata informazione della clientela cui i servizi e prodotti bancari sono offerti, al fine di limitare i rischi di instabilità connessi al meccanismo di copertura interna delle perdite.

Ai fini della massima tutela del risparmio popolare, gli intermediari finanziari e le relative Autorità di vigilanza dovrebbero ad esempio assicurarsi che tutta la clientela abbia informazioni adeguate e piena consapevolezza dei rischi assunti e conosca il diverso grado di rischio dei vari strumenti in ragione della gerarchia prevista dal bail-in.

A tal fine, come discusso nel presente contributo, occorre che il rischio bail-in sia adeguatamente sintetizzato in una misura, che tenga conto sia della probabilità del verificarsi dell'evento, sia della perdita ad esso potenzialmente connessa per i diversi

creditori della banca. La prevenzione delle cause di instabilità, con forti rischi di contagio, passa infatti non solo dalla definizione di regole pienamente armonizzate, chiare e non eccessivamente adattabili caso per caso, ma anche dall'introduzione e dalla comunicazione di misure in grado di garantire preventivamente l'effettiva capacità della banca di sostenere un processo di risoluzione.

In questa direzione, il Financial Stability Board ha individuato un ulteriore requisito per le trenta banche europee considerate di rilevanza sistemica globale (*Global systemically important banks - G-Sibs*). Tale nuovo standard, definito Total Loss-Absorbing Capacity requirements (TLAC), mira a rafforzare non solo il capitale delle banche, ma anche i relativi indici di leva, al fine di consentire alle stesse, in caso di risoluzione, di mantenere le proprie funzioni principali, senza minacciare la stabilità del sistema e senza richiedere supporti pubblici (Financial Stability Board, 2015). Il requisito TLAC minimo risulta additivo rispetto ai requisiti minimi di capitalizzazione e sarà formalmente implementato a partire dal 2019.

Si auspica tuttavia che le autorità impongano l'introduzione di tale nuovo standard non solo per le G-Sibs, al fine di integrare per tutti gli intermediari sottoposti alla vigilanza unica europea i requisiti di patrimonializzazione con altri standard connessi alla leva finanziaria. Come discusso nel contributo, inoltre, questi ultimi dovrebbero misurare separatamente il contributo dei diversi componenti dei fondi propri, al fine di consentire a tutti gli investitori, detentori di titoli e strumenti differenti, di valutare in modo più puntuale le potenziali perdite specifiche connesse al verificarsi del bail-in.

A fianco degli strumenti per valutare il rischio di insolvenza della banca, come il rating, dovrebbero quindi essere introdotti indicatori per valutare le perdite potenziali in caso di risoluzione della banca. In altri termini, oltre ad un'indicazione sul cosiddetto *Investment grade* del titolo obbligazionario, occorrerebbe dotare i bond emessi dalle banche anche di una misura di *bail-inable grade*, in funzione della particolare struttura finanziaria del singolo emittente. Ciò consentirebbe agli investitori, anche retail, di valutare meglio il rischio bail-in, oltre al rischio default della propria banca. Solo se i risparmiatori saranno effettivamente in grado di riconoscere e apprezzare il rischio cui la banca è soggetta il sistema finanziario potrà diventare più stabile e gli intermediari più prudenti.

## Bibliografia

- Allen F.-Carletti E.-Gray J., *Bearing the losses from bank and sovereign default in the Eurozone*, Wharton Financial Institutions Center, 2014.
- Avgouleas E.-Goodhart C.A., *A Critical Evaluation of Bail-in as a Bank Recapitalization Mechanism*, Cepo Discussion Paper, n. 10065, August 2014.
- Avgouleas E., Goodhart C.A., *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, in Journal of financial regulation, n. 1, 2015.
- Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 8 luglio 2015 (a).

- Banca d'Italia, *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Emilia Romagna e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara*, Roma, 22 novembre 2015 (b).
- Bernardi E., *Unione bancaria, gestione delle crisi e protezione dei depositanti* in *Bancaria*, n. 12, 2012.
- Brescia Morra C., *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca Impresa Società*, n. 1, 2015.
- Boccuzzi G.-De Lisa R., *Does bail-in definitely rule out bail-out?*, in *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 1, 2017.
- Cappiello S., *The Eba and the Banking Union*, in *European Business Organization Law Review*, 2015.
- Consob, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, 2016.
- Capriglione F., *L'Unione bancaria europea*, Utet, Torino, 2013.
- Chari V.V.-Kehoe P.J., *Bailouts, Time Inconsistency and Optimal Regulation: a Macroeconomic View*, in *American Economic Review*, 106, 9, 2016.
- Chennells L.-Wingfield V., *Bank failure and bail-in: an introduction*, Bank of England Quarterly Bulletin, Q3, 2015.
- Ciavoliello L.G.-Ciocchetta F.-Conti F.M.-Guida I.-Rendina A.-Santini G., *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, Banca d'Italia, 3, 2016.
- Conlon T.-Cotter J., *Anatomy of a bail-in*, in *Journal of Financial Stability*, 15, 2014.
- Dewatripont M., *European Banking Bailout, Bail-in and State Aid Control*, in *International Journal of Industrial Organization*, 34, 2014.
- Donato L.-Grasso R., *Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria. Oltre il Testo unico bancario, verso il single supervisor mechanism*, in *Banca Impresa società*, 1, 2014.
- EBA, *Report 2015 EU-wide transparency exercise*, November 2015.
- Eliasson E.-Jansson E.-Jansson T., *The bail-in tool from a Swedish perspective*, in *Sveriges Riksbank Economic Review*, Vol.2, 2014.
- Erzegovci L., *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", in *Rivista diritto bancario*, 8, 2016.
- European Commission, *State Aid Overview of Decisions and On-Going In-Depth Investigations in the Context of the Financial Crisis*, February 2015.
- European Parliament and European Council, Directive 2014/59/EU, 2014 (a). European Parliament and European Council, 806/2014/EU Regulation, 2014 (b). Financial Stability Board, *Principles on loss-absorbercy and recapitalization capacity of G-SIBs in resolution*, November 2015.
- Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, *Regolamento del Fondo di Solidarietà: Procedura per l'indennizzo forfettario* 2 agosto 2016. In: [www.fitd.it/Content/fds/RegolamentoFDS.pdf](http://www.fitd.it/Content/fds/RegolamentoFDS.pdf).
- Gai L. (a cura di), *Lineamenti di gestione bancaria*, Milano, 2017.
- Geithner T.-Stress Test, *Reflections on Financial Crises*, New York, 2014.
- Gordon J.N.-Ringe W.G., *Bank resolution in the European Banking Union. A Transatlantic Perspective on What It Would Take*, Columbia Law and Economics Working Paper, 465, Agosto 2014.
- Gornicka L.A.-Zoican M.A., *Too international to fail? Supranational bank resolution and market discipline*, in *Journal of Banking and Finance*, 65, 2016.

- Halaj G.-Huser A.C-Kok C-Perales C.-Van Der Kraaij A., *Systemic implications of the European bail-in tool: a multi-layered network analysis*, Financial Stability Review, 2016.
- Huertas T.F., *The case for bail-ins*, in Kenadjian P.S. (ed.), *The Bank Recovery and Resolution Directive*, Berlin, 2013.
- Klimek P.-Poledna S.-Farmer J.D.-Thurner S., *To bail-out or to bail-in? Answer from an agent-based model*, in *Journal of Economic Dynamics and Control*, 50, 2015.
- Laviola S.-Loiacono G.-Santella P., *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 9, 2015.
- Leone P.-Porretta P.-Ricetti L., *Determinants of European Large Bank Stock Market Volatility: Is There a Bail-In Effect?*, November 27, 2017.
- Mayes D.G., *The Funding of Bank Resolution*, Uaces 44<sup>th</sup> Annual Conference, Cork, 1-3 settembre 2014.
- Peroni G., *La crisi dell'euro. Limiti e rimedi dell'Unione economica e monetaria*, Milano, 2012.
- Perrino M., *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Torino, 2005.
- Querci F., *La proposta di direttiva europea sugli strumenti di risanamento e di risoluzione delle crisi bancarie*, *Bancaria*, 1, 2013.
- Presti G., *Il bail-in*, in Banca Impresa Società, 2015.
- Visco I., *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea*, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, Roma, 22 aprile 2015.
- Wojcik K.P., *Bail-in in the Banking Union*, in *Common Market Law Review*, 53, 2016.

# BAIL-IN: QUALE TUTELA DEL RISPARMIO NELL'ORDINAMENTO INTERNAZIONALE E DELL'UNIONE EUROPEA?

*Laura Magi*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione: strumento del *bail-in* fra timori dei risparmiatori e dubbi di legittimità costituzionale. – 1.2. La giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo in materia di risparmio accantonato in depositi sicuri e investito in strumenti finanziari comportanti un diverso grado di rischio. – 1.3. *Bail-in* e Cedu: quale possibile esito di un ricorso alla Corte europea dei diritti dell'uomo? – 1.4. *Bail-in* e Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea – 1.4.1. *Segue*: Possibili implicazioni della sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea nel caso *Kotnik e altri*. – 1.4.2. *Segue*: Probabile giustificazione della violazione della Carta ad opera della direttiva 2014/59/UE per proteggere la stabilità del sistema bancario europeo: il caso *Ledra Advertising e altri*.

## 1.1. *Introduzione: strumento del bail-in fra timori dei risparmiatori e dubbi di legittimità costituzionale*

L'adozione della direttiva 2014/59/UE che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento<sup>1</sup> ha suscitato nell'opinione pubblica di molti Stati membri dell'Unione europea viva preoccupazione in considerazione della previsione, fra i metodi di risoluzione della crisi di un ente creditizio che le autorità nazionali possono adottare in sua attuazione, dello strumento del *bail-in*. Esso consente il cd. salvataggio interno dell'ente creditizio, che si realizza per effetto del coinvolgendo, nell'ordine di seguito indicato, degli azionisti della banca, dei detentori di altri titoli di capitale (es. azioni di risparmio e obbligazioni convertibili in azioni), degli obbligazionisti subordinati non garantiti, di altri creditori non garantiti (ad es. i detentori di obbligazioni bancarie non garantite), e dei depositanti che hanno accantonato oltre 100.000 euro per la parte eccedente tale cifra (art. 43 s.). In Italia, fra i giuristi e non solo, non è mancato chi ha sollevato

---

<sup>1</sup> Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, *G.U.U.E.* L 173, 12.6.2014, 190-348.

il dubbio della compatibilità con l'art. 47 della Costituzione<sup>2</sup> delle disposizioni del decreto legislativo n. 180 del 16 novembre 2016 – che nel nostro ordinamento ha dato attuazione alla direttiva in oggetto – nella misura in cui introducono lo strumento del *bail-in* coinvolgendo i depositi superiori ai 100.000 euro<sup>3</sup>. Il dubbio è comprensibile e anche ragionevole è dubitare della compatibilità di tali disposizioni legislative con il principio di eguaglianza, protetto dall'art. 3, co. 1, della Costituzione<sup>4</sup>.

La Corte costituzionale ha da sempre sottolineato che il rispetto del principio di eguaglianza non comporta che il legislatore debba sempre e comunque dettare una normativa uniforme, ma al contrario che eguaglianza di trattamento debba essere assicurata solo quando «eguali [sono] le condizioni soggettive ed oggettive alle quali le norme giuridiche si riferiscono per la loro attuazione»<sup>5</sup>. Sempre secondo la Corte costituzionale, ciò implica che «a situazioni diverse non può essere imposta un'identica disciplina legislativa»<sup>6</sup> poiché «una legge che pareggiasse situazioni che sono oggettivamente diverse violerebbe [...] il principio dell'eguaglianza e contrasterebbe con le ripetute affermazioni della Corte, secondo la quale è da ritenere costituzionalmente legittimo il diverso regolamento legislativo di situazioni diverse»<sup>7</sup>.

In considerazione di tale giurisprudenza può dunque sorgere il dubbio che il coinvolgimento di tutti i creditori di un ente creditizio nella risoluzione del medesimo<sup>8</sup>, non distinguendo fra azionisti e obbligazionisti, che partecipano al rischio d'impresa, e correntisti (anche se solo coloro che hanno depositato una cifra superiore ai 100.000 euro), che non hanno accettato tale rischio, sia contrario al principio per cui situazioni differenti devono essere regolate in modo diverso<sup>9</sup>.

---

<sup>2</sup> «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme».

<sup>3</sup> Cfr. l'intervista a Cesare Mirabelli, consultabile a questo indirizzo [http://www.agi.it/politica/2016/07/01/news/mirabelli\\_bail-in\\_incostituzionale\\_questione\\_aperta-906425/Ce](http://www.agi.it/politica/2016/07/01/news/mirabelli_bail-in_incostituzionale_questione_aperta-906425/Ce). V. anche le dichiarazioni del Presidente Abi, Pautelli, consultabili all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/viaggi/2016-07-09/pautelli-bail-in-e-incostituzionale-081205.shtml?uuid=ADXH4Xq>.

<sup>4</sup> Vi è da chiedersi se la Corte costituzionale, investita in via principale di tali questioni di legittimità costituzionale, sia tenuta a ricorrere in via pregiudiziale alla Corte di giustizia per sollevare la questione della legittimità della direttiva nella misura in cui prevede il coinvolgimento dei depositanti per contrasto con il diritto di proprietà tutelato dall'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (oltre che principio generale del diritto dell'Unione). Come sarà illustrato nel paragrafo conclusivo di questo contributo, è probabile che la Corte di giustizia escluda l'illegittimità della direttiva 2014/59/UE.

<sup>5</sup> Corte Cost., 16 gennaio 1957, n. 3.

<sup>6</sup> Corte Cost., 9 luglio 1958, n. 53, par. 2 (*Considerato in diritto*)

<sup>7</sup> *Ibidem*.

<sup>8</sup> Sono esclusi, infatti, solo i depositi garantiti e alcune particolari categorie di passività di cui all'art. 44, par. 2, della direttiva.

<sup>9</sup> Non va dimenticato che nella direttiva l'equiparazione dei differenti creditori dell'ente in risoluzione è mitigata da alcuni fattori. Anzitutto in base ai principi generali che disciplinano la risoluzione (come contemplati nell'art. 34, lettere a) e b)) gli azionisti dell'ente soggetto a risoluzione sopportano



Lasciando aperti questi interrogativi, e rinviando ad altri contributi di questo volume per un'analisi puntuale del funzionamento dello strumento del *bail-in*, anche per come attuato in Italia<sup>10</sup>, obiettivo di questo studio è quello di verificare quali mezzi di ricorso ha a disposizione, sul piano dell'ordinamento internazionale e di quello dell'Unione europea, un risparmiatore che abbia subito un pregiudizio in conseguenza della scelta, ad opera dell'autorità nazionale di risoluzione della crisi, dello strumento del *bail-in*.

## 1.2. *La giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo in materia di risparmio accantonato in depositi sicuri e investito in strumenti finanziari comportanti un diverso grado di rischio*

Esauriti, senza successo, i ricorsi interni, il risparmiatore potrebbe agire davanti alla Corte europea dei diritti dell'uomo per lamentare la violazione del diritto di proprietà; il ricorso sarebbe ammissibile *ratione materie*. Alla Corte sono giunti negli anni passati non pochi ricorsi avverso misure statali che incidevano sulla disponibilità dei risparmi detenuti in conti correnti bancari o sull'entità dei risparmi investiti in strumenti finanziari (azioni o obbligazioni) nei quali i ricorrenti lamentavano la violazione dell'art. 1 del I Protocollo addizionale alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo<sup>11</sup>. Esso, come noto, tutela il diritto di proprietà ammettendo comunque limitazioni se giustificate da causa di pubblica utilità e nei termini previsti dalla legge e dai principi generali del diritto internazionale<sup>12</sup>. La Corte ha generalmente

---

per primi le perdite, mentre gli altri creditori dell'ente sostengono le perdite dopo gli azionisti, secondo l'ordine di priorità delle loro pretese stabilito con procedura ordinaria di insolvenza come regolata dal diritto fallimentare nazionale. Inoltre, come già detto, i titolari di depositi superiori ai 100.000 sono coinvolti nel salvataggio solo per l'importo eccedente la suddetta cifra. Inoltre l'art. 44, par. 3, lett. c), prevede che le autorità di risoluzione possono, in circostanze eccezionali, escludere, integralmente o parzialmente, l'applicazione della regola del *bail-in* nei confronti dei depositi ammissibili detenuti da persone fisiche e da micro, piccole e medie imprese. Va però ricordato che tale possibilità è subordinata al fatto che tale esclusione sia strettamente necessaria per evitare di provocare un ampio contagio che perturberebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari, in modo da determinare una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro o dell'Unione. Inoltre, ai sensi del medesimo articolo (par. 12), la Commissione può, qualora l'esclusione richieda un contributo del meccanismo di finanziamento della risoluzione o di una fonte di finanziamento alternativa, vietare o chiedere di modificare l'esclusione proposta al fine di preservare l'integrità del mercato interno.

<sup>10</sup> Ma si v. anche L. GAI-F. IELASI, *Il rischio bail-in per correntisti e obbligazionisti delle banche italiane*, in questo Volume.

<sup>11</sup> Cfr., in generale, S. BARTOLE, P. DE SENA, V. ZAGREBELSKY (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, Padova, 2012, p. 791 ss. Cfr. anche M. FRIGO, *Le operazioni di ristrutturazione del debito obbligazionario alla luce delle norme Cedu in materia di diritto di proprietà*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 135-140.

<sup>12</sup> Oltre ai casi discussi nel testo di questo contributo, la questione della violazione dell'art. 1 del I Protocollo in connessione al mancato o parziale rimborso di titoli obbligazionari da parte di uno Stato

ritenuto ricevibili tali ricorsi, qualificando il risparmio accantonato o investito come un “bene” ai sensi dell’art. 1 del I Protocollo, escludendo comunque che da tale disposizione derivi sia l’obbligo dello Stato contraente di indennizzare privati investitori che hanno subito perdite connesse alle loro decisioni d’investimento<sup>13</sup> sia quello di mantenere invariato il valore delle somme depositate in conti correnti bancari attraverso un meccanismo di indicizzazione<sup>14</sup>. L’analisi che la Corte ha condotto si è sviluppata sulla base della constatazione che gli Stati dispongono di un ampio margine di apprezzamento ai fini della determinazione della politica economica nazionale, libertà che la Corte ha rispettato, limitandosi ad indagare che non si traducesse nell’adozione di decisioni manifestamente irragionevoli<sup>15</sup>. Questa impostazione non le ha impedito di ritenere che provvedimenti statali

---

contraente si è presentata in più occasioni. Numerosi i ricorsi giunti alla Corte concernenti i cd. *Harvest-90 bonds*. L’URSS durante la presidenza di Gorbačëv, nel tentativo di incentivare gli agricoltori russi a vendere allo Stato la propria produzione, corrispondeva loro, oltre al valore dei beni venduti, dei documenti che garantivano un dritto di precedenza sull’acquisto di beni di largo consumo. Tali documenti furono poi trasformati in veri e propri titoli di Stato, ma le autorità russe per anni tardarono a legiferare sulle condizioni del loro rimborso, così impedendo, in fatto, ai loro possessori, di chiederne la riscossione. Cfr., fra i tanti, *Tronin c. Russia*, ricorso n. 24461/02, sent. 18 marzo 2010; *Yuriy Lobanov c. Russia*, ricorso n. 15578/03, sent. 2 dicembre 2010. Numerosi anche i ricorsi connessi a titoli di Stato russi emessi fra il 1860 e il 1914, acquistati da cittadini francesi, e non rimborsati a scadenza, che furono oggetto di un accordo (concluso nel 1997) fra la Francia e l’Unione Sovietica, per effetto del quale la seconda si impegnava a versare una somma forfettaria pari a 400 milioni di dollari americani alla Francia, che successivamente decideva di ripartirli in misura eguale fra tutti i possessori di titoli, e non in proporzione all’entità dei titoli posseduti: cfr., fra gli altri, *Thivet c. Francia*, ricorso n. 570171/00, decisione sull’ammissibilità 24 ottobre 2000.

<sup>13</sup> *Grainger e altri c. Regno Unito*, ricorso n. 34940/10, decisione 10 luglio 2012, par. 42.

<sup>14</sup> Frequenti i ricorsi nei quali i titolari di depositi bancari hanno lamentato la violazione dell’art. 1 del I Protocollo in conseguenza della mancata applicazione da parte di uno Stato contraente di leggi per effetto delle quali le autorità nazionali si erano, sotto varie forme, impegnate a rivalutare alcune categorie di depositi. Tali ricorsi sono sempre stati dichiarati dalla Corte inammissibili *ratione materie*: cfr., fra gli altri, *Appolonov c. Russia*, ricorso n. 67578/01, decisione sull’ammissibilità 29 agosto 2002; *Rudzinska c. Polonia*, ricorso n. 45223/99, decisione sull’ammissibilità 7 settembre 1999; *Gayduk e altri c. Ucraina*, ricorso n. 45526/99, decisione sull’ammissibilità 2 luglio 2002. Su quest’ultimo profilo, in dottrina, A. VITERBO, *Il diritto di proprietà come salvaguardia del singolo contro gli effetti negativi dell’inflazione nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo*, in I. PAPANICOLOPULU (a cura di), *Atti del V Incontro di studio tra giovani cultori delle materie internazionalistiche*, Milano, 2008, p. 57 ss.

<sup>15</sup> Cfr., *ex multis*, *Koufaki e Adedi c. Grecia*, ricorsi n. 57665/12 e n. 57657/12, decisione sull’ammissibilità 7 maggio 2013, par. 31; *da Silva Carvalho Rico c. Portogallo*, ricorso n. 13341/14, decisione sull’ammissibilità 1° settembre 2015, par. 37; *Grainger e altri*, cit., par. 36; *Mamatas e altri c. Grecia*, ricorsi n. 63066/14, 64297/14 e 66106/14, sent. 21 luglio 2016, par. 26. Circa il criterio della manifesta irragionevolezza la Corte, ad esempio, ha escluso che fosse tale la decisione delle autorità del Regno Unito di nazionalizzare l’istituto di credito *Northern Rock* senza corrispondere agli azionisti il valore che le loro azioni – grazie agli aiuti di stato ad esso forniti in precedenza – avevano mantenuto in considerazione del fatto che tale decisione era finalizzata ad evitare che gli operatori finanziari, facendo affidamento sulla possibilità di beneficiare di aiuti di stato, adottassero politiche d’investimento non oculate, a scapito dell’economia nazionale: *Grainger et. al.*, cit., par. 42.

comportanti una limitazione nel godimento delle risorse finanziarie individuali costituissero una violazione dell'art. 1 del I Protocollo. Un tale giudizio ha riguardato, ad esempio, i provvedimenti attraverso i quali il governo macedone, poco dopo la proclamazione dell'indipendenza, aveva limitato l'accesso ai risparmi in valuta straniera detenuti in conti correnti bancari di istituti di credito nazionali con il fine di controllare la circolazione di valuta straniera e di garantire la liquidità dei fondi statali in una fase di difficoltà economica marcata, conseguente all'indipendenza ed agli impegni assunti con il Fondo monetario internazionale<sup>16</sup>. Più recentemente pregiudizievoli del diritto di disporre dei beni sono stati giudicati i provvedimenti normativi che prevedevano l'offerta di scambio di alcune categorie di titoli del debito pubblico non ancora scaduti (*elegible titles*) con titoli di nuova emissione aventi valore nominale inferiore (pari al 31,5% del valore dei titoli originari), cedole più basse e scadenze più lunghe<sup>17</sup> ed hanno imposto lo scambio a coloro che non vi avevano acconsentito qualora all'offerta avessero comunque aderito una certa percentuale di obbligazionisti<sup>18</sup>. La Corte ha anche qualificato come un'interferenza nel diritto di disporre dei propri beni una legislazione che prevedeva il trasferimento a favore dello Stato del denaro accumulato in depositi cd. dormienti (vale a dire sui quali, escluso il versamento degli interessi dovuti per il deposito, non era avvenuta negli ultimi venti anni alcuna transazione)<sup>19</sup>.

Dopo aver accertato la violazione dell'art. 1 del I Protocollo, la Corte ha poi indagato se i provvedimenti normativi contestati fossero comunque giustificabili ai sensi della Convenzione poiché adottati per realizzare un interesse pubblico o generale<sup>20</sup>. Sul punto, il giudice di Strasburgo ha ritenuto che l'interesse a prevenire effetti negativi sulle politiche di bilancio e monetarie in conseguenza di una crisi di liquidità

---

<sup>16</sup> Cfr. in questo senso *Trajkovski c. Macedonia*, ricorso n. 53320/99, decisione sull'ammissibilità 7 marzo 2002. La Corte ha accertato che la misura in questione limitava il diritto individuale di disporre delle proprie risorse, ma ha ritenuto che venisse in rilievo il secondo paragrafo dell'art. 1, nella parte in cui riconosce il diritto degli Stati contraenti di adottare leggi da essi ritenute necessarie per disciplinare l'uso dei beni in modo conforme all'interesse generale.

<sup>17</sup> Ai sensi della legislazione greca i possessori di titoli eleggibili avrebbero ottenuto in cambio anche GDP-linked securities e strumenti equivalenti a promesse di pagamento (*Private sector Involvement Payment Notes*) che il Fondo europeo di stabilità finanziaria si era impegnato a versare alla Grecia, la quale a sua volta li avrebbe destinati ai possessori di titoli eleggibili: cfr. in dottrina, F. C. VILLATA, *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l'optio iuris*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *cit.*, 107 ss., in particolare 113 s.

<sup>18</sup> Ai sensi della legge n. 4050 del febbraio 2012 l'offerta di scambio veniva imposta a tutti gli obbligazionisti se ad essa avessero aderito i detentori di titoli eleggibili in possesso, complessivamente, di un ammontare pari ad almeno due terzi del valore nominale complessivo dei medesimi.

<sup>19</sup> *Zolotas c. Grecia*, ricorso n. 66610/09, sent. 29 gennaio 2013, par. 47.

<sup>20</sup> L'art. 1 fa riferimento alla nozione di interesse pubblico nel par. 1 e a quella di interesse generale nel par. 2. La Corte non ha però fino ad ora mai distinto fra le due nozioni, considerandole come sinonimi: cfr. S. BARTOLE, P. DE SENA, V. ZAGREBELSKY (a cura di), *cit.*, 796.

del sistema bancario<sup>21</sup>, di salvaguardare lo Stato dal *default*<sup>22</sup> e, infine, quello di evitare comportamenti opportunistici del sistema bancario (quale l'incameramento di risorse depositate da correntisti defunti e non reclamate dagli eredi)<sup>23</sup> costituissero interessi pubblici o generali che potevano giustificare limitazioni al diritto tutelato dall'art. 1 del I Protocollo.

In considerazione di tale constatazione ha poi proceduto ad accertare se nei casi specifici si fosse anche trattato di limitazioni proporzionate.

Nell'esercizio di tale giudizio, la Corte, pur non dichiarandolo esplicitamente, ha tenuto conto della destinazione del risparmio, garantendo una maggiore tutela a quello meramente depositato in strumenti di deposito tradizionali, cioè che non costituiscono forme d'investimento, rispetto al risparmio investito in titoli di Stato e in azioni. All'aumentare del rischio è infatti corrisposta una maggiore propensione a considerare la misura limitativa del godimento del diritto di proprietà come proporzionata. Così, nel caso in cui i ricorrenti erano possessori di obbligazioni, la Corte, chiamata a valutare se i provvedimenti normativi nazionali contestati realizzavano un giusto equilibrio fra l'interesse pubblico e il diritto individuale, ha dato rilievo non soltanto all'entità della limitazione al diritto di disporre dei propri risparmi – come invece accaduto quando le misure contestate consistevano in un controllo sull'utilizzo dei risparmi depositati in conti correnti bancari<sup>24</sup> – ma ha anche tenuto conto del rischio connesso all'investimento in titoli obbligazionari. Lo ha infatti giudicato un investimento di per sé non esente da rischi, specialmente se riguardante titoli con scadenze molto lunghe, dando rilievo al fatto che le condizioni economiche dell'emittente, incluso uno Stato sovrano, possono cambiare<sup>25</sup>. Ciò è servito per qualificare come proporzionali le limitazioni al diritto di proprietà imposte dallo Stato convenuto.

Quando invece le misure statali hanno pregiudicato la disponibilità di risorse detenute in depositi bancari tradizionali, come accaduto ad esempio nel caso in cui una legislazione interna prevedeva il trasferimento allo Stato di somme accantonate in depositi dormienti, ai fini del giudizio concernente la proporzionalità della misura si è tenuto conto se lo Stato avesse fatto quanto in suo potere per obbligare gli istituti di credito a dare tempestiva comunicazione ai depositanti dell'approssi-

---

<sup>21</sup> Cfr. in questo senso *Trajkowski*, cit.

<sup>22</sup> *Mamatas e altri*, cit., par. 103-105.

<sup>23</sup> La Grecia aveva sostenuto che questo fosse l'interesse generale che giustificava l'adozione di provvedimenti quali il trasferimento nelle casse dello Stato di risorse detenute in depositi dormienti: cfr. *Zolotas*, cit., par. 30. La Corte d'appello greca aveva invece sostenuto che la legislazione statale che predisponesse tale trasferimento avesse quale interesse quello di porre termine ad una relazione fra un istituto di credito e un depositante la cui esistenza era divenuta incerta in considerazione dell'inattività del deposito per un periodo di tempo molto lungo: *ibidem*, par. 12. La Corte europea ha tenuto conto di entrambe le giustificazioni: *ibidem*, par. 54.

<sup>24</sup> *Trajkowski*, cit., p. 13 s.

<sup>25</sup> *Mamatas e altri*, cit., par. 117.

marsi del termine ultimo del trasferimento, consentendo loro di compiere le operazioni necessarie per scongiurarne il verificarsi. Il mancato adempimento di un tale obbligo è stato giudicato dalla Corte come un fattore in grado di alterare il ragionevole equilibrio fra l'interesse pubblico ad evitare condotte opportunistiche degli istituti di credito e il diritto individuale dei depositanti di godere delle risorse accantonate<sup>26</sup>.

Dalla breve analisi che precede emerge che per quanto il risparmio sia qualificato come "bene" ai sensi dell'art. 1 del I Protocollo addizionale, la sua effettiva protezione nel sistema della Convenzione è subordinata alla realizzazione degli interessi che lo Stato convenuto ha qualificato come pubblici o generali e sulla cui esistenza la Corte, riconoscendo agli Stati un ampio margine di apprezzamento nelle decisioni di politica economica, non si pronuncia. Il controllo della Corte si esplica, dunque, solo sul carattere proporzionale o meno dell'ingerenza statale limitativa del diritto a godere dei propri risparmi. Su questo versante, sebbene non esista un orientamento consolidato della Corte, si osserva una propensione a considerare non proporzionali, e dunque illeciti, provvedimenti interni pregiudizievoli dei risparmi accantonati in strumenti di deposito tradizionali rispetto a quelli investiti in strumenti finanziari che comportano un certo grado di rischio. Nel giudizio di proporzionalità conta infatti il livello di rischio che il risparmiatore si è formalmente assunto o, in assenza di rischio, la conoscenza da parte del risparmiatore della possibile applicazione di provvedimenti interni che possono privarlo del diritto di godere in tutto o in parte dei risparmi accantonati in strumenti sicuri e il riconoscimento, al medesimo, del diritto di disporre diversamente.

### 1.3. *Bail-in e Cedu: quale possibile esito di un ricorso alla Corte europea dei diritti dell'uomo?*

La direttiva 2014/59/UE prevede che l'autorità nazionale di risoluzione della crisi decida a quale procedura di risoluzione ricorrere. Quest'ultima può scegliere il *bail-in* o altre procedure di risoluzione individuate dal medesimo atto normativo agli articoli 37-44 (vendita dell'attività d'impresa o delle azioni dell'ente soggetto a risoluzione; costituzione di un ente ponte, separazione delle attività in sofferenza dell'ente in dissesto da quelle deteriorate o in sofferenza, *bail-in*).

---

<sup>26</sup> *Zolotas, cit.*, par. 52. Se, osserva la Corte, ai sensi del diritto interno il rapporto fra banca e depositante prevede che la banca possa utilizzare il denaro depositato in un conto corrente con l'impegno di restituirlo, con gli interessi, quando il depositante intenda estinguere il conto, «[a]ccount holders are therefore entitled to believe, in good faith, that their deposits are safe, especially if they see that interest has been credited to their account. They can legitimately expect to be informed of any situation that might jeopardise the agreement they entered into with the bank or their financial interests, so that they can take the necessary steps in advance to comply with the law and protect their property rights. Such a relationship of trust is inherent in banking transactions and banking law: *ibidem*.

Il legislatore, quindi, nel dare attuazione alla direttiva, non è tenuto a prevedere come obbligatorio il ricorso allo strumento del *bail-in*, ma è soltanto obbligato a contemplare tale metodo di risoluzione fra quelli previsti dall'ordinamento interno. L'interesse a proteggere i risparmiatori e a garantire il rispetto, da parte dello Stato, degli obblighi assunti aderendo alla Cedu, potrebbero giustificare la decisione dell'autorità di risoluzione della crisi di non far ricorso al salvataggio interno dell'ente creditizio.

In considerazione del margine di discrezionalità lasciato allo Stato membro nella scelta di quale mezzo di risoluzione adottare, è dunque ben probabile che la Corte europea dei diritti dell'uomo si riterrà competente a conoscere di un ricorso avverso la decisione dell'autorità nazionale di risoluzione di applicare la legislazione attuativa della direttiva che prevede lo strumento del *bail-in*.

Inoltre, alla luce della giurisprudenza richiamata nel paragrafo precedente la Corte potrebbe giudicare contraria all'art. 1 del I Protocollo addizionale tale legislazione, ma comunque giustificare l'adozione in considerazione dell'interesse pubblico degli Stati membri dell'Unione europea a cooperare con l'organizzazione internazionale, al fine, più specifico, di prevenire la crisi del sistema bancario nazionale<sup>27</sup>.

La legislazione in oggetto potrebbe essere comunque giudicata conforme alla Cedu se la Corte ritenesse la limitazione del diritto individuale garantito dalla Convenzione proporzionale rispetto all'interesse pubblico da proteggere. La conoscenza da parte del depositante della crisi in cui versava l'ente creditizio e l'imp-

<sup>27</sup> Quando davanti alla Corte i ricorrenti hanno lamentato la violazione della Cedu ad opera dei provvedimenti interni adottati da uno Stato per dare attuazione ad atti normativi vincolanti promananti dall'Unione europea, la Corte ha verificato se il contenuto degli atti di diritto derivato fosse tale da consentire allo Stato convenuto di darvi attuazione nel rispetto della Convenzione. Quando ha riscontrato tale possibilità si è pronunciata sul contrasto con la Cedu della normativa interna attuativa di tali atti. Quando, al contrario, ha ritenuto che gli atti dell'Unione imponevano agli Stati membri specifiche condotte, senza consentire loro di disporre di alcun margine di discrezionalità nel darvi attuazione, la Corte ha ritenuto di essere incompetente a conoscere dei ricorsi in considerazione della presunzione che gli atti dell'Unione fossero conformi alla Cedu promanando da un'organizzazione internazionale che proteggeva i diritti umani, sia da un punto di vista sostanziale che per quanto attiene ai meccanismi di garanzia atti a controllare la loro osservanza, in maniera equivalente (nel senso di comparabile) alla protezione garantita dal sistema della Convenzione (cfr. *Bosphorus Hava Yollari Turizm ve Ticaret AS c. Irlanda*, ricorso n. 45036/98, sent. 30 giugno 2005, par. 150-165). Amplia la letteratura sul test della protezione equivalente; ci limitiamo a ricordare J.-P. JACQUÉ, *L'arrêt Bosphorus, une jurisprudence "Solange II" de la Cour européenne des droits de l'homme?*, *Revue trimestrielle de droit européen* 2005, 756-767; E. CANNIZZARO, *Sulla responsabilità internazionale per condotte di Stati membri dell'Unione europea: in margine al caso Bosphorus*, in *Riv. dir. int.* 2005, 762-767; A. CIAM-PI, *L'Union européenne et le respect des droits de l'homme dans la mise en oeuvre des sanctions devant la Cour européenne des droits de l'homme*, in *Revue générale de droit international public* 2006, 85-116; B. CONFORTI, *Le principe d'équivalence et le contrôle sur les actes communautaires dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme*, in S. BREITENMOSE (a cura di), *Human Rights, Democracy and the Rule of Law: Liber Amicorum Luzius Wildhaber*, Zürich, Baden-Baden, 2007, 173-182; S. PLATON, *Le principe de protection équivalente: à propos d'une technique de gestion contentieuse des rapports entre systèmes*, in L. POTVIN-SOLIS (a cura di), *La conciliation des droits et libertés dans les ordres juridiques européens*, Bruxelles, 2012, 463-494; V. B LKOVÁ, *The Standard of Equivalent Protection as a Standard of Review*, in L. GRUSZCZYNSKI, W. WERNER (a cura di), *Deference in International Courts and Tribunals: Standard of Review and Margin of Appreciation*, Oxford, 2014, 272-288.

egno profuso dallo Stato al fine di garantire che gli enti creditizi comunichino ai depositanti che il *bail-in* può essere scelto come mezzo di risoluzione della crisi potrebbero essere valorizzati come elementi sufficienti a concludere a favore della proporzionalità del pregiudizio subito dal ricorrente.

#### 1.4. Bail-in e Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea

Può essere più vantaggioso per un risparmiatore contestare la legittimità della direttiva 2014/59/UE per contratto con la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea?

I segnali che provengono dalla Corte di giustizia non sono per adesso incoraggianti. Se la sentenza concernente il caso *Kotnik e altri*<sup>28</sup> lascia aperta la possibilità che in futuro la Corte non ravvisi un contrasto fra diritto di proprietà tutelato dall'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (oltre che principio generale del diritto dell'Unione) e strumento del *bail-in* (v. *infra*), le cose potrebbero non andare meglio in caso contrario. La pronuncia del medesimo tribunale nel caso *Leda Advertising e altri*<sup>29</sup> (v. *infra*) indica, infatti, che la Corte, pur accertando l'esistenza di un contrasto fra diritto di proprietà e disposizioni della direttiva che contemplano il *bail-in*, potrebbe giustificare limitazioni al godimento dei risparmi in considerazione dell'interesse di garantire la stabilità del sistema bancario di uno Stato e, più in generale, dell'Unione. Ai sensi dell'art. 17, par. 1, della Carta, infatti, come per l'art. 1 del I Protocollo addizionale alla Cedu, «[n]essuno può essere privato della proprietà *se non per causa di pubblico interesse*, nei casi e nei modi previsti dalla legge» (corsivo aggiunto). A rendere probabile questa conclusione vi è anche il fatto che l'art. 52 del medesimo trattato prevede che quando la Carta contiene diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Cedu il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli garantiti da quest'ultima. E come è stato illustrato (v. par. 1.2), la stabilità del sistema bancario è stata considerata dalla Corte di Strasburgo un motivo di interesse pubblico idoneo a giustificare limitazioni del diritto di proprietà.

Anche nell'ambito dell'ordinamento dell'Unione europea il giudizio concernente la legittimità della regola del *bail-in*, sarà in ultima analisi, un giudizio sulla proporzionalità della limitazione del diritto di disporre dei propri risparmi rispetto all'interesse generale di proteggere la stabilità del sistema bancario europeo.

<sup>28</sup> Sentenza del 19 luglio 2016, Tadej Kotnik e altri c. Slovenia, C526/14. Per alcuni commenti cfr. F. CROCI, *La Corte di giustizia si pronuncia sul requisito della condivisione degli oneri relativi agli aiuti di Stato alle banche: una "legittimazione" del bail-in?*, Sidi-blog (www.sidiblog.org), 30 agosto 2016; N. RUCCIA, *Le crisi bancarie al vaglio della Corte di giustizia. Osservazioni sulla sentenza del 19 luglio 2016, causa c-526/14, Tadej Kotnik e altri*, Eurojust.it (<http://rivista.eurojust.it>), pubblicato il 5 settembre 2016.

<sup>29</sup> Sentenza 20 settembre 2016, *Ledra Advertising Ltd e altri*, cause riunite da C-8/15 P a C-10/15 P.

#### 1.4.1. *Segue: Possibili implicazioni della sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea nel caso Kotnik e altri*

Nella sentenza concernente il caso *Kotnik e altri* la Corte di giustizia si è pronunciata sulla questione se il diritto di proprietà tutelato dall'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione possa essere interpretato nel senso che osta alla partecipazione di azionisti e obbligazionisti subordinati al salvataggio di un istituto di credito (cd. principio del *burden sharing*). Tale partecipazione è raccomandata dalla *Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria* quale condizione affinché la Commissione possa autorizzare la concessione di aiuti di stato ad un istituto di credito in crisi.

La sentenza ha escluso il contrasto fra il principio del *burden sharing* e il diritto di proprietà nella misura in cui gli azionisti e gli obbligazionisti subordinati, seppur in misura differente, sono responsabili per le passività della banca<sup>30</sup>.

In considerazione di tale conclusione non è semplice pronosticare a quale conclusione potrebbe giungere la Corte se chiamata a pronunciarsi sulla legittimità della direttiva 2014/59/UE nella misura in cui prevede la regola del *bail-in* per contrasto con il diritto di proprietà.

Scegliendo un approccio formalistico, forse più probabile, la Corte potrebbe accertare l'esistenza di un conflitto fra tali norme poiché, a differenza degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati, stipulando il contratto di deposito i risparmiatori non si sono assunti il rischio d'impresa (almeno per quei depositi che non costituiscono una forma di investimento).

In una prospettiva di tipo sostanziale, che tenga anche conto degli orientamenti emersi nell'interpretazione dell'art. 1 del I Protocollo addizionale alla Cedu, potrebbe invece essere valorizzata la conoscenza da parte dei depositanti vuoi delle condizioni di crisi in cui versava l'ente creditizio presso il quale avevano accantonato i loro risparmi, vuoi della possibilità che l'autorità di risoluzione della crisi scelga lo strumento del *bail-in*. Se ai depositanti venisse anche garantita la possibilità di mettere i risparmi al riparo da rischi, la Corte potrebbe escludere l'esistenza di una violazione dell'art. 17 della Carta enfatizzando che in tali circostanze i titolari di depositi non garantiti hanno assunto un rischio decidendo di non ridurre o estinguere i depositi.

#### 1.4.2. *Segue: Probabile giustificazione della violazione della Carta ad opera della direttiva 2014/59/UE per proteggere la stabilità del sistema bancario europeo: il caso Ledra Advertising e altri*

Nella sentenza concernente l'affare *Ledra Advertising e altri* la Grande sezione si è pronunciata su ricorsi volti ad ottenere il risarcimento del danno che i ricorrenti

---

<sup>30</sup> *Kotnik*, cit., parr. 72-79.



asserivano di avere subito a causa del comportamento di due istituzioni dell'Unione, la Commissione e la BCE. Secondo i ricorrenti tali istituzioni, negoziando e concludendo (la Commissione) per conto del Consiglio dei governatori del MES il Protocollo d'intesa sulla politica di condizionalità economica fra Cipro e il MES del 26 aprile 2013<sup>31</sup>, avevano sostanzialmente imposto al governo cipriota, quale condizione per la concessione dell'assistenza finanziaria richiesta al MES, l'adozione dei provvedimenti legislativi che prevedevano la sottoposizione di due istituti di credito presso i quali i ricorrenti detenevano i propri risparmi ad una procedura di risanamento che aveva comportato una riduzione sostanziale del valore dei loro depositi. I ricorrenti denunciavano che la condotta delle due istituzioni, all'origine del danno da essi subito, fosse contraria all'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea<sup>32</sup>.

La Corte ha ritenuto che il Protocollo d'intesa non fosse un atto normativo attri-buibile alle due istituzioni, e dunque all'Unione<sup>33</sup>. Ciò non le ha impedito di ritenersi competente a conoscere dei ricorsi, ritenendo che la responsabilità extra-con-trattuale dell'Unione può sorgere anche quando un'istituzione, agendo al di fuori del quadro normativo dell'Unione, tenga condotte contrarie alla Carta in quanto anche in tali casi le istituzioni sono tenute a rispettarla<sup>34</sup>. Ad esempio se la Commissione

<sup>31</sup> Contestati erano i punti da 1.23 a 1.27.

<sup>32</sup> La Grande sezione si è pronunciata sulle domande di risarcimento danni in oggetto dopo aver annullato tre ordinanze del Tribunale (ordinanze del 10 novembre 2014, *Ledra Advertising* (T-289/13), *Eleftheriou e altri* (T-291/13) e *Theophilou* (T-293/13)) per effetto delle quali quest'ultimo aveva respinto identici ricorsi proposti dai medesimi ricorrenti giudicandoli in parte irricevibili, in parte infondati. I ricorsi erano stati giudicati irricevibili perché fondati sull'illegittimità di un atto o di un comportamento che non era stato adottato da un'istituzione dell'Unione o dai suoi agenti. Infatti, ad opinione del Tribunale l'adozione Protocollo d'intesa, che secondo i ricorrenti era all'origine del danno da essi subito, non era attribuibile alla Commissione (né alla BCE), la quale negoziando e firmando il Protocollo d'intesa aveva agito per conto del Consiglio dei governatori del MES. Richiamando la sentenza della Corte nel caso *Pringle* (v. sentenza del 27 novembre 2012, C370/12, punto 161), il Tribunale aveva ribadito che le funzioni affidate alla Commissione e alla BCE nell'ambito del Trattato MES non implicano alcun potere decisionale proprio e che le attività svolte da queste due istituzioni nell'ambito dello stesso Trattato impegnano solo il MES. La Corte ha invece ritenuto che il Tribunale fosse incorso in un errore di diritto interpretando le disposizioni del TFUE concernenti il ricorso per risarcimento del danno causato dall'azione dell'Unione nel senso che precludono alla Corte di conoscere di un ricorso quando la condotta o l'atto all'origine del danno non è attribuibile ad un'istituzione dell'Unione, ma l'istituzione ha semplicemente concorso al suo avverarsi: *Ledra Advertising, cit.*, par. 60.

<sup>33</sup> *Ledra Advertising, cit.*, par. 52-54.

<sup>34</sup> Richiamando le conclusioni raggiunte nel caso *Pringle* (par. 162-164) la Corte ha infatti ribadito che i compiti affidati alla Commissione e alla BCE nell'ambito del Trattato MES non snaturano le attribuzioni che i Trattati conferiscono a tali istituzioni e che la Commissione, in particolare, continua ad avere il compito e la responsabilità di vigilare sull'applicazione del diritto dell'Unione (art. 17, par. 1, TUE) oltre che, ai sensi del Trattato istitutivo del MES (art. 13, par. 3 e 4), l'obbligo di monitorare la compatibilità con il diritto dell'Unione dei protocolli d'intesa conclusi dal MES: *Ledra Advertising, cit.*, par. 55-59.

avesse nutrito dubbi circa la compatibilità con la Carta del Protocollo d'intesa fra Cipro e MES avrebbe dovuto, ad opinione della Corte, astenersi dal firmarlo. Nel caso specifico, pur riconoscendo che le misure statali adottate in attuazione di detto Protocollo avevano ridotto i risparmi dei ricorrenti, la Corte le ha giustificate in considerazione dell'interesse pubblico a salvaguardare la stabilità del sistema bancario della zona euro nel suo complesso. Ad opinione della Corte tale stabilità avrebbe potuto essere compromessa dalla crisi del sistema bancario in uno Stato membro, causando anche gravi ripercussioni sull'economia reale<sup>35</sup>. L'importanza dell'interesse pubblico da difendere e le perdite finanziarie cui sarebbero stati esposti i depositanti presso le due banche interessate in caso di un loro fallimento sono stati poi gli argomenti utilizzati dalla Corte per giudicare le misure contestate come proporzionali, e così per escludere il diritto dei ricorrenti al risarcimento del danno.

## Bibliografia

- BARTOLE S., DE SENA P., ZAGREBELSKY V., (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, Padova, 2012.
- BÍlková V., *The Standard of Equivalent Protection as a Standard of Review*, in L. GRUSZCZYNSKI, W. WERNER (a cura di), *Deference in International Courts and Tribunals: Standard of Review and Margin of Appreciation*, Oxford, 2014, 272-288.
- CANNIZZARO E., *Sulla responsabilità internazionale per condotte di Stati membri dell'Unione europea: in margine al caso Bosphorus*, in Riv. dir. int., 2005, 762-767.
- CIAMPI A., *L'Union européenne et le respect des droits de l'homme dans la mise en oeuvre des sanctions devant la Cour européenne des droits de l'homme*, in Revue générale de droit international public, 2006, 85-116.
- CONFORTI B., *Le principe d'équivalence et le contrôle sur les actes communautaires dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme*, in S. BREITENMOSER (a cura di), *Human Rights, Democracy and the Rule of Law: Liber Amicorum Luzius Wildhaber*, Zürich, Baden-Baden, 2007, 173-182.
- CROCI F., *La Corte di giustizia si pronuncia sul requisito della condivisione degli oneri relativi agli aiuti di Stato alle banche: una "legittimazione" del bail-in?*, in Sidi-blog <www.sidiblog.org> ult. accesso 30 agosto 2016.
- FRIGO M., *Le operazioni di ristrutturazione del debito obbligazionario alla luce delle norme Cedu in materia di diritto di proprietà*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 135-150.
- JACQUÉ J.-P., *L'arrêt Bosphorus, une jurisprudence "Solange II" de la Cour européenne de droits de l'homme?*, in Revue trimestrielle de droit européen, 2005, 756-767.

---

<sup>35</sup> Già alla luce della sentenza concernente il caso *Kotnik* era possibile pronosticare che la Corte sarebbe giunta ad una tale conclusione. In quella pronuncia, pur avendo escluso l'esistenza di un contrasto fra regola del *burden sharing* e diritto di proprietà, la Corte aveva, *ad abundantiam*, osservato che l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario, al contempo evitando una spesa pubblica eccessiva e minimizzando le distorsioni della concorrenza, costituivano un interesse pubblico superiore dell'Unione: *Kotnik, cit.*, par. 69.

PLATON S., *Le principe de protection équivalente: à propos d'une technique de gestion contentieuse des rapports entre systèmes*, in L. POTVIN-SOLIS (a cura di), *La conciliation des droits et libertés dans les ordres juridiques européens*, Bruxelles, 2012, 463-494.

RUCCIA N., *Le crisi bancarie al vaglio della Corte di giustizia. Osservazioni sulla sentenza del 19 luglio 2016, causa c-526/14, Tadej Kotnik e altri*, in Eurojus.it <<http://rivista.eurojus.it>> pubblicato il 5 settembre 2016.

VILLATA F.C., *La ristrutturazione del debito pubblico greco del 2012: nuove prospettive per l'optioiuris*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, p. 107 ss.

VITERBO A., *La ristrutturazione del debito sovrano greco allo scrutinio della Corte europea dei diritti umani: nessuna tutela per i piccoli investitori*, in *Diritti umani e diritto internazionale*, 2017, 11, 1, 294-300.

# L'INCIDENZA DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA SUL RISPARMIO: UN QUADRO A TINTE FOSCHE?

*Laura Magi*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. La politica del rigore dei conti prima e dopo la crisi dei debiti sovrani. – 1.2.1 *Segue*: Gli effetti sul risparmio. – 1.3. L'azione della BCE. – 1.4. L'Unione bancaria. – 1.5. Valutazione d'insieme.

## 1.1. *Introduzione*

L'Unione europea non ha competenze specifiche in materia di promozione e tutela del risparmio<sup>1</sup>, ma le sue politiche hanno un'incidenza significativa su di esso. Il presente contributo analizza gli effetti indiretti, ma non per questo meno significativi, che il funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM) ha sul risparmio, concentrandosi, in particolare, su tre aspetti: l'incidenza sul risparmio della politica del rigore dei conti, le ricadute sul risparmio dell'azione della BCE, ed infine gli effetti sul risparmio dell'Unione bancaria. L'obiettivo è quello di evidenziare, in termini generali, le principali conseguenze prodotte sul risparmio ed interrogarsi se, in considerazione degli effetti riscontrati, l'attuazione nel nostro ordinamento degli atti normativi dell'Unione concernenti l'Unione economica e monetaria stia compromettendo l'impegno dello Stato italiano, ai sensi dell'art. 47 della Costituzione, di promuovere e proteggere il risparmio in tutte le sue forme<sup>2</sup>.

## 1.2. *La politica del rigore dei conti prima e dopo la crisi dei debiti sovrani*

La politica del rigore dei conti, è noto, trova il suo fondamento giuridico nel Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE): per effetto dell'art. 125

---

<sup>1</sup> J. ZILLER, *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea*, in *Il diritto dell'economia*, 2008, 16 ss.

<sup>2</sup> Quella italiana è una delle poche costituzioni europee che contiene una disposizione dedicata alla tutela del risparmio. Su questo tema G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011.

è vietato all'Unione di farsi carico degli impegni assunti dagli Stati membri; simile divieto è esteso agli Stati membri stessi (cd. "no bail-out clause"). A sua volta l'art. 123 vieta la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della Banca centrale europea e delle banche centrali nazionali a favore degli Stati membri. Entrambe le disposizioni hanno quale obiettivo quello di dissuadere gli Stati, fiduciosi di poter contare sull'assistenza finanziaria dell'Unione o di altri membri, dal portare avanti politiche di bilancio non oculate sul versante della spesa pubblica, che potrebbero comportare l'emissione di titoli del debito pubblico che i medesimi Stati potrebbero non essere in grado di rimborsare<sup>3</sup>.

Vengono poi in rilievo gli articoli 121 e 126 che costituiscono il fondamento giuridico del Patto di stabilità e crescita (PSC). Tali disposizioni, insieme ai regolamenti istitutivi del Patto<sup>4</sup>, hanno complessivamente come obiettivo quello di istituire un sistema di sorveglianza multilaterale – esercitata dal Consiglio e dalla Commissione – sui bilanci degli Stati membri per prevenire il determinarsi di disavanzi pubblici eccessivi, correggerli ove si verificano, e coordinare e sorvegliare le politiche economiche degli Stati membri.

L'applicazione delle disposizioni del TFUE intese a contenere l'aumento della spesa pubblica finanziata attraverso l'emissione di titoli di stato, che avrebbero potuto proteggere i risparmi in essi investiti (cioè i sopra citati articoli 123 e 125 TFUE), non è servita, è noto, a contenere l'aumento del debito pubblico in alcuni Stati membri.

Neppure la procedura dei disavanzi pubblici eccessivi prevista dal PSC ha funzionato poiché, come è stato evidenziato in alcuni studi<sup>5</sup>, in passato molte volte gli Stati hanno violato i parametri che avrebbero dovuto attivare la procedura, ma per ragioni politiche il Consiglio ha potuto decidere di non avviarla.

Per evitare il fallimento di alcuni Stati membri e per prevenire il verificarsi di altre crisi del debito sovrano sono stati adottati, sia nell'ambito dell'ordinamento giuridico dell'Unione, che al di fuori di esso ma con quest'ultimo in collegamento, una serie di atti normativi<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> P. MANZINI, *La riforma delle regole UE sulla sorveglianza dei bilanci pubblici nazionali*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 31 ss.

<sup>4</sup> Con l'espressione "Patto di stabilità e crescita" si fa riferimento alla risoluzione del Consiglio europeo del 17 giugno 1997 (G.U.C.E. C 236, 2.8.1997), al regolamento (CE) 1466/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche (G.U.C.E. L 209, 2.8.1997), modificato dal regolamento (CE) n. 1055/2005 del 27 giugno 2005 (G.U.U.E L 174, 7.7.2005) e al regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (G.U.U.E. L 209, 2.8.1997), modificato dal regolamento (CE) n. 1056/2005 del Consiglio del 27 giugno 2005 (G.U.U.E L 174, 7.7.2005).

<sup>5</sup> G. CORSETTI, M.P. DEVEREUX, J. EGBERT-STURM, J. HASSLER, G. SAINT-PAUL, H.W. SINN, XAVIER VIVES, *Un meccanismo anti crisi per l'euro*, 15 maggio 2011, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

<sup>6</sup> Fra i molti contributi sulla riforma della governance economica europea v. O. PORCHIA (a cura

È stato creato il *Meccanismo europeo di stabilità* (MES)<sup>7</sup>, che opera sul modello del Fondo monetario internazionale (FMI): fornisce assistenza finanziaria imponendo come contropartita l'adozione di un programma di riforme strutturali o precauzionali negoziato fra lo Stato richiedente l'assistenza e la Commissione europea, di concerto con la BCE<sup>8</sup>. Il Meccanismo, è noto, è un'organizzazione internazionale istituita formalmente al di fuori del quadro normativo dell'Unione europea, per effetto di un accordo internazionale fra gli Stati membri della zona euro<sup>9</sup> (aperto comunque all'adesione degli altri Stati membri dell'Unione), nel cui ambito due istituzioni dell'Unione, la Commissione e la BCE, svolgono però un ruolo importante. Per conto del Consiglio dei governatori del MES valutano il rischio per la stabilità finanziaria della zona euro rappresentato dalle difficoltà economiche dello Stato richiedente assistenza e le esigenze finanziarie effettive di tale Stato. Negozano con il richiedente assistenza un accordo che definisce il dispositivo di assistenza finanziaria che il MES erogherà a favore del richiedente e le condizioni alle quali l'assistenza dovrà essere subordinata<sup>10</sup>. La Commissione conclude anche il suddetto accordo per conto del Consiglio dei governatori del MES. Entrambe le istituzioni hanno anche il compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinata la concessione di assistenza finanziaria. Secondo la Corte di giustizia dell'Unione le funzioni affidate alla Commissione e alla BCE nell'ambito del MES non implicando alcun potere decisionale proprio e impegnano solo il MES<sup>11</sup>. Ciò non rende superfluo trattare

---

di), *Governance economica europea. Strumenti dell'Unione, rapporti con l'ordinamento internazionale e ricadute nell'ordinamento interno*, Napoli, 2015; R. BIN, P. CARETTI, G. PITRUZZELLA, *Profili costituzionali dell'Unione Europea. Processo costituente e governance economica*, Bologna, 2015; M. E. BARTOLONI, A. CALIGIURI, B. UBERTAZZI (a cura di), *L'Unione europea e la riforma del governo economico della zona euro*, Napoli, 2013; M. STARITA, *Il Consiglio europeo e la crisi del debito sovrano*, in Riv. dir. int. 2013, 385-423; G.L. TOSATO, *L'integrazione europea ai tempi dell'euro*, in Riv. dir. int. 2012, 881 ss.; A. VITERBO, R. CISOTTA, *La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, in Dir. UE 2012, 323 ss.; A. DE GREGORIO MERINO, *Legal Developments in the Economic and Monetary Union During the Debt Crisis: the Mechanisms of Financial Assistance*, in Comm. Market Law Rev. 2012, 1613 ss.

<sup>7</sup> Per evitare che l'istituzione del MES fosse contraria agli impegni che gli Stati membri si sono assunti ai sensi dell'art. 125 del TFUE, è stato necessario modificare l'art. 136 del TFUE.

<sup>8</sup> A tale condizionalità se ne aggiunge un'altra: infatti ai sensi del quinto considerando del trattato istitutivo del MES l'assistenza finanziaria di tale Meccanismo è anche subordinata alla ratifica da parte dello Stato richiedente del *Fiscal Compact* e all'inserimento del principio del pareggio di bilancio a livello costituzionale.

<sup>9</sup> Trattato che istituisce il meccanismo europeo di stabilità, G.U. n. 175, 28.7.2012. Cfr. C. OHLER, *The European Stability Mechanism: the Long Road to Financial Stability in the Euro Area*, in German Yearbook Int. Law 2011, 47-74.

<sup>10</sup> Cfr. articoli 5, par. 5, lett. g), e 13 e ss. del trattato istitutivo del MES.

<sup>11</sup> Corte di Giustizia, sentenza 27 novembre 2012, Pringle e altri, C370/12, par. 158 e Corte di giustizia, sentenza 20 settembre 2016, Ledra Advertising Ltd e altri, cause riunite da C-8/15 P a C-10/15 P. In dottrina, P. CRAIG, *Pringle and Use of EU Institutions Outside the EU Legal Framework: Foundations, Procedure and Substance*, in *European Const. Law Rev.* 2013, 263-284.

del Meccanismo nell'ambito di questa analisi. Se l'assistenza finanziaria erogata dal MES può incidere sul risparmio negli Stati beneficiari (v. *infra*), concludere che tale influenza sia riconducibile esclusivamente alle decisioni prese da un'organizzazione internazionale distinta dall'Unione non è realistico. Il MES è stato creato per sostituire due meccanismi di assistenza finanziaria previsti dall'ordinamento dell'Unione, il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) e il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM)<sup>12</sup>; il suo obiettivo è quello di garantire la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso. È dunque ragionevole sostenere che nell'ambito del MES Commissione e BCE agiscono anche nell'interesse, e dunque per conto, dell'Unione. È la stessa Corte di giustizia ad averlo ammesso, forse involontariamente, quando ha riconosciuto che in considerazione dell'obiettivo del MES la Commissione, svolgendo funzioni per conto del Meccanismo, non si sottrae al compito che le è stato affidato dall'art. 17 del Trattato sull'Unione europea di promuovere l'interesse generale dell'Unione<sup>13</sup>. La BCE, sempre ad opinione della Corte, esercitando le funzioni nell'ambito del Trattato MES, sostiene le politiche economiche generali nell'Unione, conformemente all'art. 282, par. 2, TFUE<sup>14</sup>. È dunque difficile, sulla base di queste considerazioni, escludere che le condotte delle due istituzioni nell'ambito del MES siano anche tenute per conto dell'Unione e, quindi, siano attribuibili ad essa oltre che al MES. Vi è addirittura da chiedersi se, tenuto conto che l'obiettivo del Meccanismo – come appena ricordato – è garantire la stabilità finanziaria della zona euro, sia possibile affermare che il Consiglio dei governatori, organo composto dai rappresentanti degli Stati dell'eurozona, possa adottare atti espressivi di una volontà distinta e differente da quella che l'Unione esprime nell'esercizio delle sue competenze in materia di Unione economica e monetaria in relazione agli Stati della zona euro.

Il Patto di stabilità è stato integrato e rafforzato dalla disciplina contenuta in due pacchetti di regolamenti (e una direttiva) noti con il nome di Six pack<sup>15</sup> e Two pack<sup>16</sup>. In particolare merita segnalare che per rendere più efficace la politica del

<sup>12</sup> Regolamento (UE) n. 407/2010 del Consiglio, dell'11 maggio 2010, che istituisce un meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria, *G.U.U.E.* L 118, 12.5.2010, 1-4.

<sup>13</sup> *Pringle, cit.*, par. 163 s.

<sup>14</sup> *Ibidem*, par. 165.

<sup>15</sup> Regolamento (UE) n. 1173/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011 relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; Regolamento (UE) n. 1174/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011 sulle misure esecutive per la correzione degli squilibri macroeconomici eccessivi nella zona euro; Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici; Direttiva 2011/85/UE del Consiglio dell'8 novembre 2011 relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri. Tutti gli atti citati sono pubblicati in *G.U.U.E.L.* 306, 23.11.2011, 1 ss.

<sup>16</sup> Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013,

rigore dei conti, per effetto delle modifiche introdotte dal reg. 1173/2011 è stata prevista la possibilità di applicare allo Stato inadempiente sanzioni ulteriori rispetto a quelle originariamente contemplate dal PSC sia relativamente alla violazione degli obblighi finalizzati a prevenire disavanzi pubblici eccessivi<sup>17</sup>, sia in caso di mancata adozione di misure correttive di tali disavanzi<sup>18</sup>. Per garantirne l'applicazione si è inoltre cercato di rendere automatica la loro imposizione, al fine di evitare che, per ragioni politiche, il Consiglio decidesse di non applicarle. Attualmente, infatti, le sanzioni decise dalla Commissione sono automaticamente approvate dal Consiglio a meno che quest'ultimo non si opponga alla loro applicazione con maggioranza qualificata (cd. *reverse majority*). Va comunque detto che resta sottoposta al negoziato politico la decisione concernente l'accertamento di un disavanzo pubblico eccessivo, poiché resta di competenza del Consiglio stabilire se esso si sia effettivamente verificato.

È stata inoltre introdotta la procedura di sorveglianza sull'andamento delle economie degli Stati membri per prevenire squilibri macroeconomici eccessivi e correggerli ove si verificano<sup>19</sup>. L'accertamento relativo all'avverarsi di squilibri macroeconomici eccessivi è di competenza della sola Commissione<sup>20</sup>, mentre sia la decisione per effetto della quale il Consiglio accerta che lo Stato non ha adempiuto alle raccomandazioni da esso adottate<sup>21</sup> per correggere gli tali squilibri<sup>22</sup> sia quella con la quale impone al medesimo Stato delle sanzioni a causa di tale inadempimento<sup>23</sup> sono adottate con la regola della *reverse majority*.

Le misure di cui sopra vengono oggi adottate secondo una procedura e un calendario definito Semestre europeo, nel cui ambito confluiscono anche altri provvedimenti finalizzati a realizzare un controllo sulle politiche di bilancio degli Stati membri oltre che, più in generale, un coordinamento delle loro politiche economiche<sup>24</sup>. Il Semestre ha infatti inizio con l'adozione, da parte della Commissione, dell'*Analisi annuale della crescita* che, una volta approvata dal Consiglio europeo, individua le

---

sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria e Regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro. Entrambi i regolamenti sono pubblicati in G.U.U.E. L 140, 27.5.2013, 1 ss.

<sup>17</sup> Cfr. reg. 1173/2011, art. 4, parr. 1 e 2.

<sup>18</sup> *Ibidem*, art. 5, parr. 1 e 2 e art. 6, parr. 1 e 2.

<sup>19</sup> Cfr. reg. 1176/2011.

<sup>20</sup> *Ibidem*, artt. 5-7.

<sup>21</sup> Il potere di adottare tali raccomandazioni è contemplato dal reg. 1176/2011, art. 8, par. 2.

<sup>22</sup> Reg. 1176/2011, art. 10, par. 4.

<sup>23</sup> Reg. 1174/2011, art. 3, parr. 1-3.

<sup>24</sup> Reg. 1175/2011, art. 1.



strategie che gli Stati membri devono seguire in tema di crescita economica, occupazione e inclusione sociale, e si conclude con la presentazione alla Commissione dei progetti di leggi di bilancio <sup>25</sup>.

A rafforzare gli impegni che gli Stati membri dell'Unione si sono assunti per garantire il rigore dei conti pubblici è poi intervenuta anche la conclusione del *Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance economica e monetaria* (cd. *Fiscal compact*) <sup>26</sup>, accordo attualmente estraneo al diritto dell'Unione, ma nel quale (art. 16) è prevista la possibilità che il suo contenuto venga integrato nell'ordinamento giuridico dell'Unione. Per effetto di tale accordo venticinque Stati membri dell'Unione si sono impegnati a prevedere nel proprio ordinamento, preferibilmente con disposizioni costituzionali, la regola per cui la posizione di bilancio della pubblica amministrazione degli Stati contraenti deve essere in pareggio o in attivo, ed hanno assunto l'obbligo di predisporre un meccanismo di correzione automatica che dovrà attivarsi ove si verificassero deviazioni significative da tale obiettivo o dal percorso posto in essere per raggiungerlo.

### 1.2.1. Segue: *Gli effetti sul risparmio*

Rinviando per un'analisi approfondita degli effetti dell'UEM sul risparmio agli studi di economisti esperti del settore, questo contributo si limita ad evidenziare le conseguenze più facilmente apprezzabili (da un giurista) che la politica del rigore dei conti dell'Unione può produrre sul risparmio dopo le riforme intervenute a seguito della crisi dei debiti sovrani. Trattasi di un'incidenza che, ad opinione di chi scrive, è ambivalente.

Una disciplina di bilancio rafforzata è garanzia di una maggiore solvibilità delle economie degli Stati membri, e dunque costituisce, in senso lato, una garanzia per i risparmiatori che hanno investito i loro risparmi in titoli del debito pubblico di tali Stati.

D'altro canto, il controllo sui conti pubblici messo in atto attraverso il programma prestabilito di riduzione dei disavanzi pubblici, il controllo sull'evoluzione della spesa pubblica, la procedura di sorveglianza e, successivamente, quella sui disavanzi pubblici eccessivi, e ancor più l'impegno al pareggio di bilancio possono comportare l'aumento dell'imposizione fiscale e tagli alla spesa pubblica. La conseguenza di tali misure è un'erosione dello Stato sociale e, a parità di redditi, un'erosione dei risparmi. Contribuiscono a tale erosione le scelte politiche dei governi degli Stati membri,

<sup>25</sup> Reg. 473/2013. Per un'analisi v. COSTAMAGNA, *Il coordinamento delle politiche economiche nell'ambito del semestre europeo*, in O. PORCHIA (a cura di), *op. cit.*, 127 ss.

<sup>26</sup> G.U. n. 175, 28.07.2012. Per alcuni commenti cfr. R. BARATTA, *Legal Issues of the Fiscal Compact. Searching for a Mature Democratic Governance of the Euro*, in Dir. UE, 2012, 647 ss.; L. S. ROSSI, *Fiscal Compact e trattato sul meccanismo europeo di stabilità: aspetti istituzionali e conseguenze dell'integrazione differenziata dell'UE*, in Dir. UE, 2012, 293 ss.

responsabili – quando costretti a razionalizzare la spesa pubblica – di preferire frequentemente la via più semplice, quella di ridurre le prestazioni sociali, piuttosto che impegnarsi ad eliminare gli sprechi o i privilegi.

Ciò vale ancor più per gli Stati che richiedono l'assistenza finanziaria del MES. Se infatti, come è stato detto, è difficile escludere che la Commissione e la BCE agiscano anche nell'interesse e per conto dell'Unione quando negoziano gli accordi di assistenza finanziaria fra MES e Stato richiedente l'assistenza, le condizioni alle quali essa è subordinata possono essere considerate (anche) misure dell'Unione la cui incidenza sul risparmio può essere oggetto di valutazione in questo contributo. Al riguardo va detto che se la costituzione del MES è servita ad evitare il fallimento di alcuni Stati membri, che avrebbe comportato una perdita totale dei risparmi investiti nei rispettivi titoli di stato, d'altro canto la politica di condizionalità alla quale è subordinata la concessione di detta assistenza ha anch'essa un'incidenza, seppur indiretta, sul risparmio nella misura in cui agli Stati che ne beneficiano viene richiesto di tagliare la spesa pubblica<sup>27</sup>, di attuare riforme quali quelle del mercato del lavoro orientate ad una maggiore flessibilità o ad un contenimento dei salari e/o di riformare i regimi pensionistici al fine di garantirne la sostenibilità<sup>28</sup>. Trattasi di riforme in parte necessarie. A chiedere assistenza finanziaria sono infatti Stati nei quali, per molti anni, le autorità di governo hanno adottato politiche economiche del tutto inadeguate, specialmente per quanto concerne l'aumento incontrollato della spesa pubblica. D'altro canto la tendenza dei governi che sono chiamati ad operare tale tipo di riforme è quella di scegliere non sempre adeguatamente le voci di spesa da tagliare, ma piuttosto far gravare il peso delle riforme sulla classe media, privando così coloro che tradizionalmente erano in grado di risparmiare di tale capacità. Tale tendenza, non va dimenticato, non è stata fino ad ora in alcun modo ostacolata dal MES.

### 1.3. L'azione della BCE

Anche l'azione della BCE<sup>29</sup> ha un effetto controverso sul risparmio.

Una politica monetaria unica, avente quale obiettivo principale quello di garantire la stabilità dei prezzi, è stata considerata una cessione di sovranità tale da non pregiudicare la funzione che l'art. 47 della Costituzione attribuisce allo Stato: la

---

<sup>27</sup> Cfr. *Memorandum of Understanding Between the European Commission Acting on Behalf of the European Stability Mechanism and the Hellenic Republic and the Bank of Greece*, par. 2.5.3.

<sup>28</sup> Cfr., ad esempio, il *Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality Concluded Between the Republic of Cyprus and the ESM*, che prevede la riforma del regime pensionistico, la riduzione dei costi della sanità pubblica, la riforma del mercato del lavoro: parr. 3.1 s. e 4.1.

<sup>29</sup> Cfr. S. CAFARO, *L'azione della BCE nella crisi dell'area dell'euro alla luce del diritto dell'Unione europea*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), cit., 49 ss.; A. VITERBO, *La politica di condizionalità della BCE: problematiche e prospettive*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), cit., 99 ss.

promozione del risparmio in tutte le sue forme. Si tratta di quella dottrina secondo la quale l'art. 47, co. 1, Cost. sancirebbe il principio della difesa del valore della moneta<sup>30</sup>. In questa prospettiva aderendo alla moneta unica (e al meccanismo di *governance* della stessa) l'Italia avrebbe realizzato un interesse costituzionalmente protetto dall'art. 47, la tutela del valore della moneta. Che si condivida o meno questa tesi, essa da un punto di vista pratico coglie un dato di fatto incontrovertibile: il contenimento dell'inflazione ha un effetto positivo sul risparmio, preservandone il valore. A fronte di questa incidenza positiva, altri aspetti della politica monetaria condotta dalla BCE hanno un effetto controverso, in alcuni casi contribuendo a realizzare una tutela indiretta del risparmio e, in altri, ad eroderlo.

Da una parte la politica dei tassi zero (attualmente è tale il valore del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale), incidendo sui tassi interbancari più importanti, riduce la remunerazione del risparmio investito o accantonato.

Dall'altra, va considerato il piano di *Quantitative Easing*, incluso il programma "Operazioni definitive monetarie" (*Outright Monetary Transactions*, OMT).

L'acquisto da parte della BCE di obbligazioni detenute dalle banche, inclusi i titoli di Stato, ha effetti controversi sul risparmio. Da una parte, la BCE ha inteso mettere il sistema creditizio europeo nella condizione di avere immediata disposizione dei crediti detenuti (specialmente quelli a più lungo termine), per stimolarlo ad aumentare il credito, e far ripartire la crescita. Tale manovra, in astratto, potrebbe anche comportare una ripresa della capacità di accumulazione di risparmio. D'altro canto non è da escludere che l'acquisto di obbligazioni pubbliche e private da parte della BCE non produca l'auspicato aumento di credito bancario poiché il ricavato della vendita di obbligazioni potrebbe essere in buona parte trattenuto per effettuare la patrimonializzazione degli enti creditizi richiesta dalla stessa Unione (v. *infra*). In tale scenario nessun effetto positivo si produce sulla capacità di accumulare risparmio.

Ambivalente è anche l'effetto che l'acquisto da parte della BCE dei titoli del debito pubblico degli Stati dell'area euro sul mercato secondario ha sullo *spread*. Da una parte, infatti, essa ne causa una riduzione, e ciò contribuisce a difenderne e/o ad aumentarne il valore, proteggendo il risparmio in essi investito. D'altro canto, la riduzione dello *spread* causa anche la riduzione dei rendimenti di tali titoli, e dunque riduce la remunerazione del risparmio in essi impegnato.

#### 1.4. *L'Unione bancaria*

Con la creazione dell'Unione bancaria, l'Unione europea ha inteso rispondere alla crisi del sistema bancario di questi ultimi anni. L'espressione, come noto, è utilizzata per indicare un complesso sistema di atti normativi che possono essere schematicamente raggruppati in quattro blocchi.

<sup>30</sup> Così F. MERUSI, *Commento sub art. 47*, in *Comm. Branca*, 153 ss., in particolare 156.

Anzitutto vi sono quell'insieme di atti che istituiscono il cd. *Codice unico europeo* in materia di requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese d'investimento<sup>31</sup> che si applica a tutti gli Stati membri.

Poi vi sono gli atti normativi relativi alla vigilanza finanziaria: quelli che istituiscono il *Sistema europeo di vigilanza finanziaria*<sup>32</sup> si applicano a tutti gli Stati membri, quelli che creano il *Meccanismo di vigilanza unica* riguardano solo gli Stati dell'eurozona e quelli che vi aderiranno volontariamente<sup>33</sup>.

Vengono poi in rilievo gli atti normativi relativi alla ristrutturazione e risoluzione delle banche<sup>34</sup> ed, infine, quelli in materia di schemi di garanzia dei depositi<sup>35</sup>; non è stato invece ancora adottato un regolamento che istituisce un sistema europeo

---

<sup>31</sup> Direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, *G.U.U.E.* L 176, 27.6.2013, 338 ss.; Regolamento (UE) n. 575/2013 del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, *G.U.U.E.* L 176, 27.6.2013, 1 ss.

<sup>32</sup> Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macro prudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico; Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione; Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione. I regolamenti sono tutti pubblicati in *G.U.U.E.* L 331, 15.12.2010, 1 ss.

<sup>33</sup> Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, *G.U.U.E.* L 287, 29.10.2013, 63 ss.; Regolamento (UE) n. 1022/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013 recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013, *G.U.U.E.* L 287, 29.10.2013, 5 ss.

<sup>34</sup> Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, *G.U.U.E.* L 173, 12.6.2014, 190 ss. e Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, *G.U.U.E.* L 225, 30.7.2014, 1 ss.

<sup>35</sup> Direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, *G.U.U.E.* L 173, 12.6.2014, 149 ss.

assicurazione dei depositi, ma è stata solo presentata una Proposta di regolamento in tal senso <sup>36</sup>.

L'impatto che la complessa regolamentazione che deriva da tali atti normativi ha sul risparmio è duplice.

Da un lato, infatti, ha una ricaduta positiva in termini di protezione del risparmio.

Il Codice unico europeo in materia di requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese d'investimento ha l'obiettivo di migliorare la capacità del settore bancario dell'Unione di resistere agli *shock* economici. Esso non può che incidere positivamente, sebbene indirettamente, sulla tutela del risparmio investito o depositato presso gli enti creditizi. Lo stesso dicasi per l'istituzione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria e del Meccanismo di vigilanza unica: rafforzando la vigilanza attraverso la verifica della conformità degli enti creditizi ai requisiti prudenziali esso dovrebbe garantire maggiore solidità al mercato bancario europeo e, dunque, indirettamente, tutelare anche il risparmio in esso depositato e/o investito. Si pensi anche alle modifiche apportate alla regolamentazione relativa ai sistemi nazionali di garanzia dei depositi e alla Proposta di regolamento che istituisce un sistema europeo assicurazione dei depositi: pur perseguendo l'obiettivo di garantire la stabilità finanziaria complessiva nel mercato unico, tali atti normativi hanno comunque l'effetto di proteggere i depositanti.

Dall'altro lato le norme relative alla ristrutturazione e risoluzione delle banche, ed in particolare la direttiva 2014/59/UE prevedendo, come noto, il salvataggio interno degli enti creditizi – cioè coinvolgendo nel salvataggio non solo gli azionisti della banca e i titolari di obbligazioni subordinate, ma anche i titolari di obbligazioni ordinarie e i depositanti per la parte eccedente i 100.000 euro – può pregiudicare il risparmio accantonato presso l'ente creditizio in risoluzione.

### 1.5. *Valutazione d'insieme*

In base a quanto emerge dalla sintetica analisi che precede è possibile concludere che l'operare dell'Unione economica e monetaria ha un effetto ambivalente sul risparmio, in parte positivo e in parte negativo.

Altro dato certo ricavabile da quanto fin qui emerso è che gli effetti positivi che l'attuazione dell'UEM ha sul risparmio sono solo la conseguenza indiretta di misure finalizzate al perseguimento di obiettivi di politica economica e monetaria, in particolare la stabilità finanziaria dell'area euro, ben lontane dalla preoccupazione di difendere il risparmio. Sotto questo secondo profilo quella dell'Unione europea

---

<sup>36</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, 4.11.2015, COM(2015) 586 final.

appare un'azione che sottovaluta le funzioni che il risparmio può svolgere in un contesto di crisi economica come quella attuale, nella quale il risparmio può fungere in parte da sostituto degli ammortizzatori sociali che lo Stato non è più in grado di offrire, garantendo la tenuta della coesione sociale e, dall'altra, quella di risorsa che, in fasi recessive, può essere utilizzata per promuovere nuove forme di investimento, e dunque nuove opportunità di crescita.

Se gli effetti complessivi dell'attuazione dell'UEM sul risparmio individuale sono, come si è cercato di illustrare, controversi, vi è da chiedersi se l'Italia, partecipando alla definizione e all'attuazione di tale politica stia ancora esercitando la funzione di proteggere e promuovere il risparmio in tutte le sue forme come prevede l'art. 47 della Costituzione o se, piuttosto, gli effetti prodotti sul risparmio dall'UEM non stiano forse andando oltre il ragionevole bilanciamento fra interessi costituzionalmente protetti (la protezione del risparmio, il pareggio di bilancio, l'adesione all'Unione europea), finendo per contraddire lo stesso impegno richiesto dall'art. 47 della Costituzione<sup>37</sup>.

## Bibliografia

- BARATTA R., *Legal Issues of the Fiscal Compact. Searching for a Mature Democratic Governance of the Euro*, in Dir. Unione eur., 2012, 647 ss.
- BARTOLONI M. E.-CALIGIURI A.-UBERTAZZI B. (a cura di), *L'Unione europea e la riforma del governo economico della zona euro*, Napoli, 2013.
- BIN R.-CARETTI P.-PITRUZZELLA G., *Profili costituzionali dell'Unione Europea. Processo costituente e governance economica*, Bologna, 2015.
- CAFARO S., *L'azione della BCE nella crisi dell'area dell'euro alla luce del diritto dell'Unione europea*, in M. VELLANO-G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 49 ss.
- CERRINA FERONI G. (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011.
- CORSETTI G., DEVEREUX M.P.-EGBERT-STURM J.-HASSLER J.-SAINT-PAUL G.-SINN H.W.-XAVIER VIVES, *Un meccanismo anti crisi per l'euro*, 15 maggio 2011, in <www.lavoce.info>.
- COSTAMAGNA F., *Il coordinamento delle politiche economiche nell'ambito del semestre europeo*, in O. PORCHIA (a cura di), *Governance economica europea. Strumenti dell'Unione, rapporti con l'ordinamento internazionale e ricadute nell'ordinamento interno*, Napoli, 2015, 127 ss.
- DE GREGORIO MERINO A., *Legal Developments in the Economic and Monetary Union During the Debt Crisis: the Mechanisms of Financial Assistance*, in Comm. Market Law Rev. 2012, 1613 ss.
- MANZINI P., *La riforma delle regole UE sulla sorveglianza dei bilanci pubblici nazionali*, in

---

<sup>37</sup> Cfr. in questo senso, Corte Cost. 24 gennaio 1994, n. 19, par. 5 (*Considerato in diritto*), Corte cost. 4 maggio 1995, n. 143, par. 6 (*Considerato in diritto*); Corte cost. 14 febbraio 2002, n. 29, par. 4.4 (*Considerato in diritto*).

- M. VELLANO-G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 29 ss.
- PORCHIA O. (a cura di), *Governance economica europea. Strumenti dell'Unione, rapporti con l'ordinamento internazionale e ricadute nell'ordinamento interno*, Napoli, 2015.
- ROSSI L. S., *Fiscal Compact e trattato sul meccanismo europeo di stabilità: aspetti istituzionali e conseguenze dell'integrazione differenziata dell'UE*, in *Dir. Unione eur.*, 2012, 293 ss.
- STARITA M., *Il Consiglio europeo e la crisi del debito sovrano*, in *Riv. dir. int.*, 2013, 385-423.
- TOSATO G.L., *L'integrazione europea ai tempi dell'euro*, in *Riv. dir. int.*, 2012, 881 ss.
- VITERBO A., *La politica di condizionalità della BCE: problematiche e prospettive*, in M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro. Profili giuridici*, Torino, 2013, 99 ss.
- VEZZANI S., *Sulla responsabilità extracontrattuale dell'Unione Europea per violazione della Carta dei diritti fondamentali: riflessioni in margine alla sentenza della Corte di giustizia nel caso "Ledra Advertising"*, in *Riv. dir. int.*, 2017, 154-161.
- VITERBO A.-CISOTTA R., *La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, in *Dir. Unione eur.*, 2012, 323 ss.
- ZILLER J., *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea*, in *Dir. econ.*, 2008, 16 ss.

# LA TUTELA PENALE DEL “RISPARMIO” TRA EFFETTIVITÀ E SIMBOLISMO: LA VICENDA DELLE FALSE COMUNICAZIONI SOCIALI

*Gianfranco Martiello*

SOMMARIO: 1.1. L'origine del concetto: il risparmio-patrimonio. – 1.2. L'evoluzione del concetto: il risparmio-investimento. – 1.3. Il punto d'arrivo: le “regole del gioco” che assicurano il (buon) risparmio. – 1.4. Esigenze di tutela e centralità delle informazioni rilasciate al mercato: uno sguardo d'insieme alla disciplina penale. – 1.5 La recente riforma del reato di «False comunicazioni sociali»: in particolare, la fattispecie dell'art. 2622 c.c. – 1.5.1. L'abolizione delle soglie di rilevanza penale del falso societario. – 1.5.2. Gli elementi di “specializzazione” della tutela offerta dall'art. 2622 c.c. al risparmio investito in strumenti finanziari. – 1.6 (*Segue*). La questione della rilevanza penale del falso nelle valutazioni estimative. – 1.6.1. Il dibattito suscitato dalla riforma del duemilaquindici. – 1.6.2. Legalità *versus* ragionevolezza?. – 1.7. Rilievi conclusivi.

## 1.1. *L'origine del concetto: il risparmio-patrimonio*

Proprio all'indomani del varo del codice penale, Francesco Carnelutti tenne a Venezia un corso eloquentemente dedicato alla «Tutela penale della ricchezza», del quale offrì poi un ampio sunto pubblicato su di una nota rivista penalistica<sup>1</sup>. Lo scopo che l'eccentrico Autore si prefiggeva in modo esplicito era quello di «costruire [ ] una sintesi di quelle sue norme [del codice penale] che più strettamente presidiano l'economia, pubblica e privata», e ciò «mette[ndo] insieme una quantità di norme e di figure, che di solito non cadono sotto un'osservazione sintetica». Tale visione d'insieme avrebbe consentito di verificare come la protezione accordata dal giure penale alla ricchezza coprisse sostanzialmente l'intero ciclo vitale della stessa, che l'insigne Autore articolava in tre fasi: quella della sua «formazione», quella della sua «conservazione» e, infine, quella della sua «circolazione»<sup>2</sup>. In particolare, il processo di «formazione» della ricchezza veniva ulteriormente distinto da Carnelutti nei due momenti della «produzione» della stessa e – ciò che qui più interessa – del suo «risparmio», che venivano accostati in quanto «La ricchezza cresce in ragione della

---

<sup>1</sup> Cfr. F. CARNELUTTI, *La tutela penale della ricchezza*, in *Riv. it. dir. pen.*, 1931, 7 s.

<sup>2</sup> Cfr. F. CARNELUTTI, *op cit.*, 10.



differenza tra la produzione e il consumo, onde per essere ricchi non è sufficiente produrre, ma è necessario consumare meno di quanto si è prodotto»<sup>3</sup>. Sul presupposto, poi, che «Lo strumento giuridico più importante per ottenere il risparmio è, nel nostro ordinamento, il diritto di proprietà», e che quindi «I reati *contro il risparmio* sono dunque i reati *contro la proprietà*», l'illustre Autore riconduceva alla tutela penale del risparmio così definito un'ampia selezione di fattispecie criminose, distinte in base al tipo di aggressione sanzionata, che egli attingeva interamente dalla classe dei «Delitti contro il patrimonio» di cui al Titolo XIII<sup>o</sup>, Libro II<sup>o</sup> del codice penale e da quella «Delle contravvenzioni concernenti la prevenzione dei delitti contro il patrimonio» contemplate dagli artt. 705 ss. del medesimo codice<sup>4</sup>.

Orbene, non è difficile trarre dalla costruzione teorica sopra sommariamente riassunta l'idea di risparmio e della relativa tutela penale che ne sta a fondamento. Sotto il profilo concettuale, appare infatti chiaro come il risparmio risulti inteso essenzialmente secondo la classica definizione che di esso hanno offerto le scienze economiche, ovvero sia come quota del reddito prodotto da un certo soggetto che non viene spesa nel periodo in cui il reddito stesso è maturato, ma che è invece accantonata per un suo futuro utilizzo<sup>5</sup>. Quale oggetto di salvaguardia penale, tuttavia, il risparmio sembra assumere una connotazione più specifica, parendo esso riferirsi a quella parte di ricchezza che sia stata materializzata in «cose», ossia in entità fisiche dotate di valore economico. A tale conclusione conduce, infatti, la stessa rassegna delle fattispecie incriminatrici che si assumono poste a suo presidio, le quali individuano nella «cosa», mobile o immobile che sia, l'oggetto materiale su cui si avventa la condotta illecita, che notoriamente costituisce un prezioso indice per ricostruire l'entità giuridica tutelata. Così infatti espressamente è, rimanendo nell'ambito delle esemplificazioni richiamate da Carnelutti, per i reati di furto (art. 624 c.p.), di rapina (art. 628 c.p.), di estorsione (art. 629 c.p.), di truffa (art. 640 c.p.), di appropriazione indebita (art. 646 c.p.), di ricettazione (art. 648 c.p.), di acquisto non autorizzato di cose preziose (art. 705 c.p.) o di cose di sospetta provenienza (art. 712 c.p.), ma anche, a ben vedere, per i delitti di deviazione di acque e modifica dello stato dei luoghi (art. 632 c.p.) o di ingresso abusivo nel fondo altrui (art. 637 c.p.). Il che, del resto, non deve stupire più di tanto, visto che, una volta sostanzialmente assimilato il risparmio al patrimonio, non può non valere anche per il primo quella che una felice espressione definisce come «dimensione cosale» del secondo<sup>6</sup>, la quale icasticamente allude alla

<sup>3</sup> Cfr. F. CARNELUTTI, *op cit.*, 11.

<sup>4</sup> Cfr. F. CARNELUTTI, *op cit.*, 11 s., che poi distingueva (13 s.) i reati di sottrazione senza il consenso (es.: artt. 624, 625, 626, 628, 631, 632, 636, 637 c.p.) o con il consenso altrui (es.: artt. 640, 642, 643, 629, 630 c.p.), quelli di appropriazione (es.: artt. 646-647 c.p.), quelli di ricettazione (648 c.p.), quelli di «contegno pericoloso per la proprietà» (es.: artt. da 705 a 712 c.p.) e quelli di «sperpero» (artt. da 718 a 721 c.p.).

<sup>5</sup> V. per tutti P.A. SAMUELSON-W.D. NORDHAUS, *Economia*, XIV<sup>a</sup> ed., Bologna, 1993, 830.

<sup>6</sup> Così, tra gli altri, A. CARMONA, *Tutela penale del patrimonio individuale e collettivo*, Bologna, 1996, 255, con riferimento a 65 s.

visione spiccatamente materialistica che del patrimonio ebbero i codificatori, che nel rapporto diretto tra la «cosa», quale entità fisico-materiale spazialmente definita<sup>7</sup>, ed il soggetto videro la componente costitutiva fondamentale del concetto penalistico di «patrimonio».

Ancora, la suddetta "patrimonializzazione" del risparmio, se così vogliamo definirla, relega quest'ultimo in una dimensione prettamente individualistica e privatistica<sup>8</sup>, peraltro del tutto coerente con la suddetta concezione materiale della ricchezza in esso cristallizzata. Non è difatti un caso che proprio in tale caratterizzazione la dottrina abbia rinvenuto il fondamentale discrimine tra i reati contro il patrimonio e quelli contro la «Economia pubblica, l'industria ed il commercio» contemplati dal Titolo VIII°, Libro II° del codice penale, che pure presentano fortissime analogie strutturali con i primi. A tale ultimo riguardo, infatti, non è difficile cogliere ad esempio nei delitti di «Distruzione di materie prime o di prodotti agricoli o industriali ovvero di mezzi di produzione» (art. 499 c.p.) o di «Diffusione di una malattia delle piante o degli animali» (art. 500 c.p.) altro se non peculiari ipotesi di danneggiamento (art. 635 c.p.)<sup>9</sup>; nel delitto di «Arbitraria invasione o occupazione di aziende agricole o industriali» (art. 508, comma 1, c.p.) nulla di diverso da una precipua declinazione di quello di «Invasione di terreni o edifici» (art. 633 c.p.)<sup>10</sup>; così come non può sfuggire il fatto che le frodi descritte dagli artt. 515, 516 e 517 c.p. si atteggiino, sostanzialmente, a truffe consumate o tentate *in incertam personam*<sup>11</sup>.

Ebbene, di fronte a rassomiglianze così evidenti, che mettevano logicamente in dubbio l'effettiva autonomia concettuale delle incriminazioni racchiuse nel citato Titolo VIII° rispetto a quelle del richiamato Titolo XIII°, la dottrina più accorta ha dovuto mettere in adeguato rilievo come la differenza fondamentale tra queste due categorie di reati fosse da ricercarsi, sostanzialmente, nella diversa prospettiva dalla quale il legislatore avrebbe guardato appunto alla ricchezza: quella «incorporata essenzialmente in beni materiali» nei reati contro il patrimonio, la cui capacità offensiva non travalicherebbe perciò l'ambito dei titolari di quei medesimi beni; quella

<sup>7</sup> In questi termini, sul concetto penalistico di «cosa», v. F. SGUBBI, voce *Patrimonio (reati contro il)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 368 s., nonché più di recente, e per tutti, F. MANTOVANI, *Diritto penale, Delitti contro il patrimonio*, Vª ed., Padova, 2014, 23 s.

<sup>8</sup> Su tali connotati del patrimonio quale oggetto di tutela, v. per tutti F. SGUBBI, voce *Patrimonio*, cit., 337.

<sup>9</sup> Cfr. G. FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale. Spunti esegetici e prospettive di riforma*, Milano, 1990, 35-36 e 38, nonché F. GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, IIª ed., Torino, 2004, 80.

<sup>10</sup> Cfr. G. FORNASARI, *Il concetto*, cit., 98-99.

<sup>11</sup> V. tra gli altri G. FORNASARI, *Il concetto*, cit., 116, 126 s., F. GIUNTA, *op ult. cit.*, 99-100, 109, nonché, con particolare riferimento al reato di frode in commercio, L. CONTI, voce *Economia pubblica, industria e commercio (delitti contro)*, in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990, 199, e, da ultimo N. MAZZACUVA, *Introduzione*, in G. FORNASARI (a cura di), *Delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*, Napoli, 2015, 13.

«rappresentata da beni immateriali» nei reati contro l'economia pubblica – da intendersi come «l'insieme delle attività economiche che si svolgono nell'ambito della nazione, fatte oggetto di una considerazione globale, colte nel loro reciproco coordinamento e condizionamento, in quanto confluiscono in un sistema unitario»<sup>12</sup> –, i quali minaccerebbero invece una cerchia indeterminata di soggetti, le cui ragioni prevarrebbero, nella considerazione del legislatore, su quelle di coloro sui quali direttamente può abbattersi il pregiudizio patrimoniale<sup>13</sup>. In breve: mentre i delitti contro il patrimonio del Titolo XIII° tutelerebbero «la ricchezza nella dimensione per così dire statica», quelli contro l'economia pubblica di cui al Titolo VIII° vorrebbero invece salvaguardare «la ricchezza nella dimensione, per così dire, dinamica, ossia nelle su potenzialità di ulteriore crescita»<sup>14</sup>.

Equiparare la ricchezza che confluisce nel risparmio a quella che si cristallizza nel patrimonio significa chiaramente, sotto il versante del *quomodo* della tutela penale, proteggere la prima con le medesime tecniche che sono proprie della seconda. Sul punto, sarà allora sufficiente ricordare come la salvaguardia penale del patrimonio propriamente detto si presenti come volutamente frammentaria e disponibile. Non è infatti un caso, sotto il primo aspetto, che le figure delittuose ricomprese nel più volte richiamato Titolo XIII°, ossia quelle che dovrebbero esprimere la reazione più energica avverso l'offesa inferta al bene giuridico, presentino in abbondanza elementi di selezione – e quindi contenimento – della tipicità penale: si pensi, ad esempio, alla ricorrente previsione dell'evento di danno (patrimoniale), al diffuso riferimento ad una specifica modalità di condotta che deve produrre quest'ultimo, alla richiesta necessità, non certo infrequente in quella classe di reati, che il soggetto attivo abbia agito in quanto psicologicamente animato da una specifica finalità di lucro, ecc. Sotto il secondo profilo, il pensiero non va soltanto al meccanismo della procedibilità a querela, ma anche all'indiscussa applicabilità in tale ambito normativo della scriminante recata dall'art. 50 c.p., considerato che, per pacifica opinione, i diritti patrimoniali costituiscono il prototipo di quelle situazioni giuridiche “disponibili” alle quali la richiamata norma codicistica espressamente autolimita il proprio campo d'azione.

Tali tratti caratterizzanti la disciplina dei delitti contro il patrimonio, invero pre-

<sup>12</sup> È, questa, la notissima definizione di C. PEDRAZZI, voce *Economia pubblica (delitti contro la)*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 279.

<sup>13</sup> Fondamentale, ancora, l'impostazione sistematica di C. PEDRAZZI, voce *Economia*, cit., 280 s., seguita dalla maggioranza della dottrina successiva: v., tra gli altri, C.F. GROSSO, *Interessi protetti e tecniche di tutela*, in AA.VV., *Beni e tecniche della tutela penale. Materiali per la riforma del codice*, Milano, 1987, 164 s. e 172 s.; F. GIUNTA, *Lineamenti*, cit., 59 e 64; L. FOFANI, *Tra patrimonio ed economia: la riforma dei reati d'impresa*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, 752 s. Non sono mancati, per vero, Autori che in alcuni reati collocati nel Titolo XIII° (ad esempio quelle degli artt. 644, 648 e 648-bis c.p.) hanno visto, in realtà, la lesione di una più ampia fascia di interessi, alcuni anche di coloritura pubblicistica: v. infatti A. CARMONA, *Tutela*, cit., 235 s. e V. PLANTAMURA, *Diritto penale ed economia pubblica: tra esigenze di determinatezza e nuove prospettive di tutela*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, spec. 880, ed *ivi* ulteriori riferimenti dottrinali.

<sup>14</sup> Cfr. F. GIUNTA, *Lineamenti*, cit., 59.

senti già dal suo esordio nel codice del 1930, sono stati ritenuti *ex post* non incompatibili con la collocazione che tale bene giuridico ha assunto nella gerarchia dei valori desumibile dalla Costituzione. Basterà qui difatti ricordare, da un lato, come nella propria sistematica la Carta chiaramente anteponga i diritti della personalità umana a quelli di natura economica, e, dall'altro, come lo stesso art. 42, comma 2, Cost., che pure espressamente riconosce e garantisce il principale tra i diritti patrimoniali, ossia quello di proprietà, nondimeno ponga a quest'ultimo dei «limiti» aventi l'inequivoco scopo di porlo in bilanciamento con ulteriori valori di natura sociale<sup>15</sup>. Né, a giudizio di chi scrive, una tale visione "patrimonialistica" del risparmio potrebbe contare su di una più forte legittimazione laddove se ne cercasse un ulteriore o più consono accreditamento in seno all'art. 47 Cost. Pur trascurando che proprio quest'ultima disposizione meglio fa comprendere che «risparmio» e «proprietà» – e quindi, per estensione, «patrimonio» – sono entità non coincidenti nel linguaggio del costituente, l'interprete non potrebbe infatti che rivolgersi al secondo comma del citato art. 47 Cost., che in effetti allude a quelle specifiche forme di cristallizzazione del risparmio («popolare») su beni corporali come indubbiamente sono la proprietà diretta coltivatrice e quella dell'abitazione. Tuttavia, il peso specifico di un tale addentellato normativo parrebbe scarso nella prospettiva di cui si diceva, considerato che la dottrina maggioritaria e la giurisprudenza costituzionale sono concordi nel riconoscere all'art. 47, comma 2, Cost. una funzione meramente promozionale, di indirizzo di politica economica e sociale, al più utile a legittimare l'esistenza di provvedimenti di incentivo o premiali rivolti appunto a «favorire» l'instradamento del risparmio verso la proprietà diretta coltivatrice o l'acquisto dell'abitazione<sup>16</sup>: il che, tuttavia, è cosa ben diversa dall'accreditare un sistema di tutela penale che ruoti attorno ad un ibrido oggetto come è quello del risparmio-patrimonio.

## 1.2. *L'evoluzione del concetto: il risparmio-investimento*

Di tutela del risparmio la dottrina penalistica è tornata poi ciclicamente a parlare ogniqualvolta essa ha cercato di conferire un ordine sistematico all'addenda sanzionatoria che di norma è posta in coda ad ogni provvedimento di riforma o riassetto della disciplina regolativa dei mercati finanziari che il legislatore ha storicamente varato.

Va invero premesso che è prassi ormai consolidata della nostra penalistica condurre l'analisi di ogni fattispecie incriminatrice muovendo dall'individuazione del suo precipuo oggetto di tutela. Allorquando, poi, l'indagine abbracci più illeciti rag-

---

<sup>15</sup> V. al riguardo V. MILITELLO, voce *Patrimonio (delitti contro il)*, in *Dig. disc. pen.*, IX, Torino, 1995, 293 s. e F. MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., 16 s.

<sup>16</sup> Sul punto, v. per tutti l'ampio studio di M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost.*, Napoli, 2014, 61 s., 103 s.

gruppati in un medesimo testo normativo o comunque inerenti a settori di attività reputati omogenei, la tendenza ora ricordata si spinge sino al tentativo di emarginare oggettività giuridiche “di categoria”, in grado, almeno nelle intenzioni, di esprimere in modo sintetico ed unitario i beni salvaguardati dalle singole ipotesi di reato prese in esame. A prescindere dal reale valore euristico che si voglia riconoscere a tali oggettività di categoria<sup>17</sup>, un siffatto tipo di indagine esita di norma in un’ampia ridda di opinioni, tanto più ampia ove la ricerca coinvolga il diritto penale complementare, nel quale raramente l’interprete può beneficiare quanto meno dello “spunto” ermeneutico offerto dalle partizioni legislative, che invece si ritrovano nel codice penale.

Nell’economia della presente trattazione, tuttavia, sarà sufficiente segnalare come proprio nel «risparmio» un’autorevole opinione abbia riconosciuto l’oggetto in grado di polarizzare attorno a sé le incriminazioni contenute nei numerosi provvedimenti legislativi succedutisi nel tempo in materia di intermediazione finanziaria, culminati da ultimo nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 («Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria [...]»: d’ora in poi t.u.f.). In tale prospettiva, il risparmio andrebbe visto in senso «dinamico» e «marcatamente pubblicistico», e precipuamente identificato «con l’interesse ad una migliore allocazione della ricchezza e con l’interesse ad una più robusta struttura economica». Tale interesse – si prosegue – troverebbe un autorevole referente normativo nell’art. 47 Cost.<sup>18</sup>, che in effetti, quanto meno nella sua genesi storica, intendeva offrire tutela anzitutto al «risparmio» quale entità di natura oggettiva e pubblicistica, piuttosto che all’interesse privatistico dei “risparmiatori”<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup>Le perplessità sulla reale consistenza ed utilità dell’oggetto giuridico di categoria sono da tempo emerse in dottrina: sempre attuali, al riguardo, le parole di A. MOLARI, *La tutela penale della condanna civile*, Padova, 1960, 158 s. di G. GREGORI, *Saggio sull’oggetto giuridico del reato*, Padova, 1978, 74 s.; da ultimo, e per tutti, v. D. PULITANÒ, *Introduzione alla parte speciale del diritto penale*, Torino, 2010, 51 s.

<sup>18</sup>V. anzitutto F. BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, 37 s., e successivamente, tra gli altri, P. D’AGOSTINO-A. DI AMATO, *Il diritto penale degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, 39; A. MASI, *Le condotte illecite degli intermediari finanziari*, Torino, 1998, 139 s.; S. MAGNANENSI, *Profili di responsabilità penale degli intermediari finanziari*, in G. SCHIANO DI PEPE (a cura di), *Diritto penale delle società*, II<sup>a</sup> ed., Milano, 2003, 468 s., nonché, sebbene con riferimento ai soli reati di ostacolo all’esercizio delle funzioni della Consob e della Banca d’Italia, A. MANNA, *Lineamenti generali del diritto penale dell’impresa*, in A. MANNA (a cura di), *Corso di diritto penale dell’impresa*, Padova, 2010, 12 s. *Contra*, S. SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in C. PEDRAZZI, A. ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, G. SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell’impresa*, II<sup>a</sup> ed., Bologna, 2000, 520, secondo cui l’art. 47 Cost. «riguarda esclusivamente il “risparmio popolare” (cioè un risparmio limitato e a lenta formazione)» e non si estende ad ogni forma di investimento nel capitale delle imprese».

<sup>19</sup>Sulla genesi storica e sulle trasformazioni, imposte dalla mutata realtà economica, sociale ed istituzionale, subite nel tempo dal principio costituzionale di tutela del risparmio, v. per tutti F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA.VV., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, II, Napoli, 2010, spec. 1476 s.

Invero, è difficile negare che la funzione propria del mercato finanziario sia quella di porre in contatto, entro un ambiente giuridicamente protetto, i detentori del risparmio, inteso quale risorsa economica sottratta al consumo, con coloro che di tale liquidità necessitano per finanziare l'esercizio e lo sviluppo della propria attività. Non è un caso, difatti, che l'art. 117, comma 2, lett. e, Cost. abbinò «mercati finanziari» e «tutela del risparmio» e che la prevalente dottrina ritenga quest'ultima formula, utilizzata anche nell'art. 41, comma 2, Cost., riferibile al risparmio che gli investitori fanno circolare nei mercati degli strumenti finanziari<sup>20</sup>. Tuttavia, ciò non significa che il concetto «risparmio», che senza ombra di dubbio possiede una forte capacità evocativa, sia idoneo a vestire i panni di un "bene" o comunque di un "valore" attorno al quale coagulare una disciplina di protezione penale o per il quale costruirla.

In effetti, la questione non è tanto di astratta «meritevolezza di pena» (*Strafwürdigkeit*), vale a dire di idoneità di un certo valore ad elevarsi – poiché ritenuto appunto "meritevole" – al rango di interesse presidiabile con la sanzione penale<sup>21</sup>. Sotto questo punto di vista, in effetti, il risparmio parrebbe soddisfare i dettami della classica teoria costituzionalmente orientata del bene giuridico, la quale, nel tentativo di circoscrivere *ex ante* l'area di discrezionalità del legislatore penale, richiede che ciò che si vorrebbe proteggere con la pena debba essere un valore quanto meno «non incompatibile» con quelli espressi dalla Carta<sup>22</sup>. Anzi, proprio l'intonazione imperativa del comma 1 del più volte citato art. 47 Cost., secondo cui «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio [...]», potrebbe addirittura far pensare all'esistenza di un vero e proprio "obbligo" di ricorso alla più grave delle sanzioni disponibili, sebbene la dottrina di settore sia da tempo tiepida, per evidenti ragioni di legalità e di politica criminale, vero la teorica dei così detti «obblighi costituzionali» di

---

<sup>20</sup> Cfr. N. PECCHIOLO, *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2007, 61 s.; S. BARONCELLI, *Art. 47*, in R. BIFULCO-A. CELOTTO-M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla costituzione*, I, Torino, 2006, 950 s. Tra i penalisti, v. F. GUERRINI, *La tutela penale del mercato azionario*, Padova, 1984, 18 s. ed. A. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, 74.

<sup>21</sup> Sul concetto di «meritevolezza di pena» e su quello, ad esso complementare, di «bisogno di pena», quale coppia che esprime categorie euristiche proprie della politica criminale, v. autorevolmente G. FIANDACA, *Il «bene giuridico» come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in A.M. STILE (a cura di), *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, Napoli, 1985, 46 s.; D. PULITANÒ, voce *Politica criminale*, in *Enc. dir.*, XXXIV, Milano, 1985, 88 s. e 96 s.; C.E. PALIERO, *Il principio di effettività nel diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 462 s.; M. ROMANO, «Meritevolezza di pena», «bisogno di pena» e teoria del reato, *ivi*, 1992, 39 s.

<sup>22</sup> Sulla parabola della teoria costituzionalmente orientata del bene giuridico, dalle iniziali proposte "forti" di Franco Bricola alle più recenti accezioni "deboli", v. per tutti l'ampia sintesi di V. MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale. Canone di politica criminale, criterio ermeneutico, parametro di ragionevolezza*, Torino, 2005, 41 s.

tutela penale<sup>23</sup>. Altri, semmai, appaiono i problemi che l'assunzione del risparmio al rango di bene giuridico porrebbe. In primo luogo, si tratterebbe di dimostrarne ulteriormente il «bisogno di pena» (*Strafbedürfnis*), che nel linguaggio della dottrina designa l'insieme delle condizioni – per la verità non sempre univoche – che dovrebbero ricorrere per l'opportuno impiego della sanzione penale a tutela del bene, e che qui possiamo esemplificare nel rispetto dei canoni di «sussidiarietà», che pone l'esigenza di confrontare l'efficacia della pena con quella di altri possibili strumenti di salvaguardia del medesimo bene, e di «effettività», che impone di misurare, sia *ex ante* che *ex post*, la specifica funzionalità generale e special-preventiva della pena nel precipuo ambito di impiego<sup>24</sup>: ma su tali questioni, di intuibile ampio respiro, si tornerà brevemente in sede di riflessioni conclusive. In secondo luogo, occorrerebbe verificare la congruenza del concetto di risparmio che si volesse adottare rispetto ai caratteri di «afferrabilità» e «concretezza» che tradizionalmente si richiedono ad ogni interesse sociale che si candidi al ruolo di bene giuridico, perché proprio essi consentono a quest'ultimo di svolgere praticamente le funzioni interpretative e di referenza dell'offesa che lo caratterizzano.

Ebbene, proprio siffatta questione è tornata al centro del dibattito dottrinale allorché il legislatore, allarmato dai *cracks* finanziari di alcuni importanti gruppi industriali nazionali avvenuti nei primi anni duemila, decise di correre ai ripari con la l. 28 dicembre 2005, n. 262, eloquentemente intitolata «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari». Tra le numerose ed eterogenee disposizioni in essa contenute, quelle del Titolo V°, dedicato alle «Modifiche alla disciplina in materia di sanzioni penali e amministrative» (artt. da 30 a 40), provvedevano tra l'altro sia ad introdurre nuove fattispecie criminose, sia a modificarne altre già presenti nel codice civile, nella legge fallimentare, nel testo unico bancario ed in quello dell'intermediazione finanziaria. Orbene, siccome tali misure risultavano espressamente finalizzate, come detto, ad implementare la «tutela del risparmio», la dottrina penalistica ha colto l'occasione per interrogarsi sulla reale consistenza di siffatto concetto e sulla efficacia degli interventi di natura penale che, nelle intenzioni del legislatore, a tale entità avrebbero dovuto approntare un più robusto presidio.

Il dibattito che ne è scaturito ha anzitutto evidenziato il solco venutosi a creare tra la forma odierna di utilizzo del risparmio e quella più tradizionale. È stato difatti ricordato come, sino a non molti anni fa, l'impiego più diffuso di quella parte di ricchezza sottratta al consumo assumesse le forme o dell'investimento in titoli di Stato o del deposito presso le banche; tale impiego del risparmio poteva quindi sostanzialmente considerarsi «a rischio zero», dato che le uniche incognite – a parte l'allora inconcepibile ipotesi di *default* dello Stato – erano difatti quelle legate alla stabilità del sistema bancario e di quello monetario. In tale prospettiva, tutelare il

---

<sup>23</sup> Sia qui sufficiente il rinvio, per tutti, alle sempre attuali riflessioni di D. PULITANÒ, *Obblighi costituzionali di tutela penale?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1983, 484 s.

<sup>24</sup> V. gli autori già citati alla nota 21.

risparmio significava, in ultima analisi, salvaguardare banche e moneta<sup>25</sup>. Diversa appare, in tale ricostruzione, la prospettiva attuale di impiego del risparmio, che nella sua forma ormai più diffusa confluisce invece nel mercato degli strumenti finanziari; si sarebbe perciò al cospetto di «un utilizzo del risparmio precario, incerto, di breve termine, liquido, connotato da una elevata rischiosità»<sup>26</sup>. Orbene, se questa è oggi la forma prevalente di utilizzo del risparmio, ben difficilmente – si sostiene – quest'ultimo potrà assurgere al rango di vero e proprio bene giuridico.

A tale proposito, si è difatti anzitutto ricordato che, pur non esigendo necessariamente la materialità o la riferibilità ad interessi strettamente personali, per poter svolgere le proprie funzioni, ed avere quindi una reale utilità<sup>27</sup>, il bene giuridico richiede comunque «una sua facile percettibilità, un inequivoco substrato di valore, suscettibile di essere offeso da condotte diverse ma riconducibili ad unità proprio in ragione della loro carica e direzione lesiva *sostanzialmente unitaria*»<sup>28</sup>: condizioni, queste, che però l'attuale fisionomia del risparmio non realizzerebbe. Si è invero rilevato come nel momento in cui assume le forme dell'investimento finanziario il risparmio si ritrovi «inserito in dinamiche tra loro sensibilmente differenziate e quindi esposto a eterogenee tipologie di pregiudizi, che a loro volta suscitano bisogno di protezione variamente articolati»<sup>29</sup>, e ciò sino «al punto di perdere un comune denominatore o da renderlo talmente generico da essere inutilizzabile anche a soli fini classificatori o descrittivi»<sup>30</sup>. In altre parole, una volta finanziarizzato, il risparmio si trasformerebbe in una sorta di "scommessa", esposta ad un rischio estremamente variabile, sulla quale convergono esigenze di tutela molto diverse che, a ben vedere, si appuntano più sulle condizioni del sistema nel quale tale scommessa avviene che sul risparmio investito *in sé e per sé* considerato, nel quale si può al più scorgere lo scopo ultimo della salvaguardia penalistica<sup>31</sup>. E riprova ne sia il fatto che

<sup>25</sup> In tal senso, F. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, 2004, V, 136. Del resto, che in tale accezione minimale il risparmio fosse inteso, storicamente, dai costituenti lo confermano anche M. D'AMICO-S. CATALANO, *Tutela del risparmio e principi costituzionali*, in *Dir. dell'econ.*, 2008, n. 1, 35 s.

<sup>26</sup> V. ancora F. SGUBBI, *Il risparmio*, cit., 137. In termini concettuali non dissimili, contrapponeva il «risparmio statico» al «risparmio dinamico» già A. ALESSANDRI, *Offerta di investimenti finanziari e tutela penale del risparmiatore*, in AA.VV., *Mercato finanziario*, cit., 203.

<sup>27</sup> Sulle funzioni ed i necessari caratteri del bene giuridico, anche in prospettiva storica, sia qui sufficiente il rinvio al classico lavoro di F. ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano, 1983, 6 s. e 20 s.

<sup>28</sup> Così, A. ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., 72 (il corsivo è dell'Autore). Evidente, peraltro, il riferimento ad E. MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, Milano, 1974, spec. 127.

<sup>29</sup> In questi termini, A. ALESSANDRI, *Offerta*, cit., 201, che si riferisce, anzitutto, alla natura non unitaria del mercato finanziario, del quale si evidenziano i distinti segmenti bancario, assicurativo e degli strumenti finanziari.

<sup>30</sup> Testualmente, ancora A. ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., 75.

<sup>31</sup> Sulla inidoneità del risparmio a porsi quale bene giuridico concorda oggi la più autorevole dottrina: oltre ovviamente ad A. ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., 70 s., v. infatti anche F. SGUBBI, *Il rispar-*



allorquando il legislatore ha costruito, od ha avuto in animo di costruire figure criminose espressamente incentrate su condotte produttive di un diretto ed immediato «nocumento» al risparmio, il risultato è stato un prodotto normativo tecnicamente discutibile e dagli effetti pratici – previsti o riscontrati sul campo – nulli o poco più che simbolici.

Il riferimento è anzitutto, e *de iure condendo*, al così detto “Progetto Tremonti”<sup>32</sup>, prodromico alla l. 262/2005, il cui art. 44 intendeva inserire tra i reati del già richiamato Titolo VIII°, Libro II° del codice penale il delitto di «Nocumento al risparmio» (art. 499-*bis*). Per mezzo di tale previsione incriminatrice si sarebbe voluto punire in modo rigoroso colui che, commesso intenzionalmente uno degli illeciti amministrativi (*sic!*) individuati *per relationem* dal riferimento ai principali testi normativi in tema di attività bancaria, di intermediazione finanziaria, di assicurazioni e di pensioni integrative, avesse cagionato un «grave nocumento ai risparmiatori», per tale intendendosi quello che avesse «riguardato un numero di risparmiatori superiori all'uno per mille della popolazione risultante dall'ultimo censimento Istat», ovvero che fosse consistito «nella distruzione o riduzione del valore di titoli di entità complessiva superiore all'uno per mille»<sup>33</sup>. Ma proprio l'esplicita assunzione del rispar-

---

*mio*, cit., 137; L. FOFFANI, *Sicurezza dei mercati e del risparmio*, in M. DONINI-M. PAVARINI (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, 2011, 276 s., nonché, sostanzialmente, C.E. PALIERO, *Sicurezza dei mercati o mercato delle insicurezze? Prove libere di psicopolitica criminale*, *ivi*, 311 s., sebbene l'A. si riferisca espressamente alla «sicurezza economica». Tuttavia, per una rivalutazione del risparmio quale bene giuridico, v., limitatamente all'ambito dei reati in materia di intermediazione finanziaria, A. NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale: posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009, 75 s. (ma spec. 91 s.), nonché, in prospettiva ancora più generale, C. PEDRAZZI, *La riforma dei reati contro il patrimonio e contro l'economia* (1993), ora in *Id.*, *Diritto penale*, II, Milano, 2003, 387 s.

<sup>32</sup> Si trattava, in particolare, del d.d.l. presentato alla Camera dei Deputati il 16 febbraio 2004 (A.C. n. 4705) e previamente approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 febbraio 2004, reperibile all'indirizzo internet <http://storia.camera.it/documenti/progetti-legge/20040217-4705-interventi-tutela-del-risparmio-4705>.

<sup>33</sup> Il testo dell'auspicato art. 499-*bis* c.p. così suonava: «[1] Chiunque, commettendo intenzionalmente uno o più illeciti amministrativi previsti dal D. Lgs. n. 385/93, D. Lgs. n. 58/1998, dalla Legge n. 576/1982 e dal D. Lgs. n. 124/1993, cagiona un grave nocumento ai risparmiatori è punito, in concorso con le sanzioni amministrative applicabili, con la reclusione da tre a dodici anni e con la multa non inferiore a Euro 500.000. [2] Il nocumento si considera grave quando abbia riguardato un numero di risparmiatori superiori all'uno per mille della popolazione risultante dall'ultimo censimento Istat, ovvero sia consistito nella distruzione o riduzione del valore di titoli di entità complessiva superiore all'uno per mille del prodotto interno lordo. [3] La stessa pena si applica quando uno dei fatti previsti dagli articoli 2624 e 2625, 2635 e 2637, limitatamente alle condotte poste in essere dai responsabili del controllo contabile o della revisione, e 2638 del Codice civile deriva, quale conseguenza non voluta dal colpevole, un grave nocumento ai risparmiatori, così come definito dal comma 1. [4] Le pene sono aumentate se i fatti sono commessi da chi esercita funzioni di amministrazione direzione o controllo ovvero attività di lavoro dipendente presso società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'art. 116 del D. Lgs. n. 58/1998. [5] Alla condanna per i reati previsti dal presente articolo consegue la pubblicazione della sentenza. [6] Al reato previsto dal presente articolo conseguono le

mio nella sua totalizzante dimensione macroeconomica ad *oggetto immediato* della tutela penale, plasticamente espressa dal "gigantismo" dell'evento offensivo, ha reso agevole la collocazione della prospettata fattispecie tra gli esercizi di diritto penale simbolico<sup>34</sup>. Buon gioco, infatti, ha avuto la dottrina ad evidenziare criticamente, tra l'altro: la prevedibile limitatissima area operativa della disposizione, posto che il macroevento tipizzato dai *conditores* si sarebbe potuto verificare soltanto a seguito dei più disastrosi scandali finanziari; l'insidiosità – per non dire la diabolicità – della prova che l'accusa avrebbe dovuto fornire tanto della predetta verifica empirica dell'evento, che in sede processuale si sarebbe prestata verosimilmente ad interminabili contenziosi statistici e numerici, tanto della sua riconducibilità causale alla condotta; infine, l'estrema difficoltà di dimostrare la puntuale rappresentazione e volizione di tale macroevento nella psiche del soggetto agente<sup>35</sup>. Ed in parte analoghi rilievi critici in punto di titanismo dell'evento, di sua riconnessione causale ad una o più condotte, magari dilazionate nel tempo, di bontà dei parametri prescelti per la sua definizione, di riverberi sul profilo soggettivo sono stati riproposti in dottrina allorquando è stato chiaro che il legislatore, pur abbandonato il progetto di un tale art. 499-*bis* c.p., aveva tuttavia insistito nella considerazione d'insieme del fenomeno-risparmio, avendo infatti riproposto la previsione del «grave nocumento ai risparmiatori», in parte ridimensionato, stavolta nell'ambito del delitto di false comunicazioni sociali<sup>36</sup>, che non a caso, in questa sua parte, non ha avuto alcun riscontro giurisprudenziale durante i suoi anni di vigenza<sup>37</sup>.

---

sanzioni amministrative di cui all'art. 9, commi 1 e 2 del D. Lgs. n. 231/2001. La sanzione pecuniaria è applicata in un numero di quote non inferiore a cinquecento e fino ad un massimo di duemila; l'importo di una quota può essere fissato da un minimo di euro mille a un massimo di euro cinquemila».

<sup>34</sup> La messa in guardia dal «gigantismo» di quelle fattispecie nelle quali «l'evento di danno o di pericolo assume proporzioni smisurate, a ovvio scapito dell'efficacia pratica» è nota e risale a C. PEDRAZZI, voce *Economia*, cit., 281, che l'aveva formulata con riferimento ad alcune figure criminose contenute proprio in quel medesimo Titolo VIII°, Libro II° del codice penale entro cui, paradossalmente, il delitto dell'art. 499-*bis* avrebbe dovuto collocarsi; di recente, e per tali motivi, ha confermato il «bilancio sconfortate» della rilevanza pratica delle fattispecie *de quibus*, N. MAZZACUVA, *Introduzione*, cit., 18.

<sup>35</sup> Convergenti su questi ed altri punti critici della progettata incriminazione risultavano A.R. CASTALDO, *La nuova fattispecie di reato di nocumento al risparmio*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, n. 5, 6 s.; E. MUSCO, *Nasce il nocumento al risparmio una inutile "norma spettacolo"*, in *Dir. giust.*, 2004, n. 6, 8 s.; S. SEMINARA, *Considerazioni penalistiche sul disegno di legge in tema di tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, 507 s.

<sup>36</sup> Il riferimento è ai commi 4 e 5 dell'art. 2622 c.c. come modificati dalla l. 262/2005, i quali così recitavano: «[4] La pena è da due a sei anni se, nell'ipotesi di cui al terzo comma, il fatto cagiona un grave nocumento ai risparmiatori. [5] Il nocumento si considera grave quando abbia riguardato un numero di risparmiatori superiori allo 0,1 per mille della popolazione risultante dall'ultimo censimento ISTAT, ovvero se sia consistito nella distruzione o riduzione del valore di titoli di entità complessiva superiore allo 0,1 per mille del prodotto interno lordo».

<sup>37</sup> Gli aspetti di criticità sintetizzati nel testo furono evidenziati già nei primi commenti al versante penalistico della riforma del duemilacinque: v. infatti G. MARINUCCI-C.E. PALIERO, *Tutela del risparmio: soluzioni a metà sul nuovo assetto dei reati societari*, in *Guida dir.*, 2005, n. 11, 14; R. PALMIERI,

### 1.3. *Il punto d'arrivo: le "regole del gioco" che assicurano il (buon) risparmio*

La constatata difficoltà di intendere il concetto odierno di risparmio in chiave di vero e proprio bene giuridico e l'inefficacia pratica di fattispecie costruite in chiave di diretta lesione di tale oggetto, dimostrata plasticamente dalla vicenda applicativa dei reati conchiusi nel Titolo VIII°, Libro II°, del codice penale, ha indirizzato la dottrina verso altre costruzioni sistematiche e la pratica legislativa verso l'adozione di diverse tecniche di tutela penale. In effetti, già da tempo la riflessione scientifica ha chiarito che, ove la sensibilità sociale reclaims la più intensa protezione di valori superindividuali ed immateriali, la tutela penale deve tendere ad assumere forme del tutto peculiari rispetto a quella più tradizionale imperniata sulla previsione di illeciti di danno o di pericolo concreto. La "dimensione" di determinati beni superindividuali è difatti tale che scarsa presa applicativa avrebbero fattispecie di reato focalizzate sul necessario riscontro in concreto di un'offesa arrecata agli stessi dalla singola condotta criminosa. D'altra parte, l'empiria dei fenomeni dimostra come le più subdole aggressioni a tali beni provengano o da comportamenti prodromici alla produzione di un evento di danno o di pericolo concreto, ovvero da comportamenti che, individualmente osservati, costituiscono soltanto "microlesioni" del bene, ma che in prospettiva scalare, e specie se ripetuti nel tempo, ben possono pregiudicare l'esistenza del bene in questione. Da qui, l'emersione ed il recepimento legislativo di modelli alternativi di tutela penale anticipata, riconducibili fondamentalmente a due collaudati paradigmi<sup>38</sup>: a) quello della norma penale il cui precetto, negli auspicati limiti tracciati dalla giurisprudenza costituzionale, rinvia ad una disciplina

---

*Tutela del risparmio: riflessi penali sulla materia societaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, n. 4, 11 s.; A. PERINI, *Prime osservazioni sui profili penali della nuova legge sul risparmio*, in *Giur. it.*, 2006, 878; S. SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 552; A. ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., 79 s.; T. GIACOMETTI, *La "controriforma" dei reati societari*, in L. DE ANGELIS-N. RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, 574 s.; F. GIUNTA, *Innovazioni e ricadute della legge 28 dicembre 2005, n. 262 in materia di "falso in bilancio"*, in F. GIUNTA-D. MICHELETTI (a cura di), *La disciplina penale del risparmio*, Milano, 2008, 9 s.; A.F. TRIPODI, *Il nocumento al risparmio (art. 30)*, in F. GALGANO-F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, 607 s. e 612 s. Successivamente, tra i numerosi critici, v. E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, III<sup>a</sup> ed., Milano, 2007, 105 s.; C. SANTORIELLO, *Diritto penale societario*, in C. SANTORIELLO (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, 58; A. ROSSI, *Illeciti penali e amministrativi in materia societaria*, Milano, 2012, 132, tutti con ulteriori riferimenti dottrinali.

<sup>38</sup> Cfr. C. PEDRAZZI, *Odierna esigenze economiche e nuove fattispecie penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1975, 1101 s.; ID., *Problemi di tecnica legislativa* (1979), ora in ID., *Diritto penale*, III, Milano, 2003, spec. 142 s.; A. ALESSANDRI, *Parte generale*, in C. PEDRAZZI- A. ALESSANDRI-L. FOFFANI-S. SEMINARA-G. SPAGNOLO, *Manuale*, cit., 22 s. e 50 s.; A. FIORELLA, *I principi di offensività e materialità*, in L. CONTI (a cura di), *Il diritto penale dell'impresa*, Padova, 2001, 15 s.; G.M. FLICK, *Problemi e prospettive del diritto penale dell'impresa all'alba del nuovo secolo: il nodo dei beni protetti*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, II, Milano, 2002, spec. 1315 s.; A. MANNA, *Lineamenti*, cit., 10 s.

amministrativa generale ed astratta che impone il possesso di certi requisiti e/o l'adozione di determinate modalità operative per l'esercizio di una determinata attività, la cui violazione viene stigmatizzata con la pena; *b*) quello della norma penale il cui precetto, entro i confini sopra richiamati, rinvia a provvedimenti amministrativi individuali e concreti che impongono specifiche cautele o l'osservanza di determinate prescrizioni per l'esercizio di una certa attività, la cui violazione viene repressa con la pena (così detto «modello ingiunzionale»). Ne risulta, intuitivamente, l'elevazione a modello paradigmatico di intervento penale del reato di pericolo astratto<sup>39</sup>, in quanto l'offesa arrecata dalla condotta tipica al bene finale, la cui tutela rappresenta l'intimo scopo della norma incriminatrice, viene sostanzialmente "surrogata", poiché non agevolmente dimostrabile, dall'offesa inflitta immediatamente a beni «intermedi» e/o «strumentali», la cui salvaguardia garantisce una sorta di anticipata barriera difensiva del bene finale (così detta «seriazione di beni giuridici»).

In effetti, uno sguardo alle fattispecie incriminatrici contenute nella Parte V<sup>a</sup> del t.u.f., che al risparmio "finanziarizzato" dovrebbe offrire la più immediata protezione, non tarda a mostrare come la gran parte delle stesse risulti attestato sul presidio di beni strumentali, specie di «funzioni amministrative», il che rende questa specifica branca del diritto penale economico il terreno di coltura ideale dei reati così detti «ad offesa funzionale»<sup>40</sup>. Ed invero, volendo fornire alcuni esempi, si può constatare come al modello *sub a*) risultino riconducibili, tra le altre, le fattispecie degli artt 166, 170 e 170-*bis*, posto che, come noto: la prima incriminazione punisce il soggetto che violi quelle norme extrapenali che disciplinano l'accesso al mercato finanziario, riservandolo ai soli operatori in possesso di determinati requisiti professionali e di solidità economica; la seconda mira a far sì che il «sistema di gestione accentrata» degli strumenti finanziari ammessi al mercato, fondamentale per il pratico svolgimento delle operazioni di compravendita di questi ultimi, possa funzionare in modo congruente ai suoi scopi istituzionali, così da evitarne fraudolente strumentalizzazioni; la terza, infine, tutela l'esercizio del potere di vigilanza sui mercati finanziari riconosciuto dalla legge alla Consob ed alla Banca d'Italia, punendo coloro che a tale esercizio frappongano impedimenti. Al modello *sub b*) paiono invece ispirarsi le fattispecie criminose degli artt. 169 e 172, le quali puniscono *sic et simpliciter* la violazione di determinate disposizioni del t.u.f. che, a loro volta, altro non fanno se

---

<sup>39</sup> Sulla dibattuta "rivalutazione" del reato di pericolo astratto in ragione della più efficace tutela che essi garantirebbero a taluni beni superindividuali, v., pur con diversità di accenti, G. FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale*, 1977, 184 s.; G. GRASSO, *L'anticipazione della tutela: i reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, 689 s.; C. BERNASCONI, *Il reato ambientale*, Pisa, 2008, 119 s.

<sup>40</sup> Cfr. F. SGUBBI, *Il risparmio*, cit., 137; G. LOSAPPIO, *Risparmio, funzioni di vigilanza e diritto penale. Lineamenti di un sottosistema*, Bari, 2004, 330 s. e 355 s.; L. FOFFANI, *Sicurezza*, cit., 281, nonché, in precedenza, v. T. PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 638 s. e D. PULITANÒ, *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, in AA.VV., *Diritto penale, diritto di prevenzione e processo penale nella disciplina del mercato finanziario (Atti del IV congresso nazionale di diritto penale)*, Torino, 1996, 13 s.

non imporre a specifici soggetti l'ottemperanza a richieste o prescrizioni provenienti dalle Autorità amministrative di settore. Certo, non mancano fattispecie costruite in chiave di offesa – lesione od esposizione a concreto pericolo – che attinge senza mediazione alcuna beni ad ampio spettro, la cui intangibilità viene espressamente richiamata nel tipo legale. È questo il caso, ad esempio, del reato di «Manipolazione del mercato» di cui all'art. 185, che richiede la concreta idoneità della condotta a «provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari», ovvero di quello di «*Insider trading*» ex art. 184, che richiede che l'informazione privilegiata rivelata od utilizzata dal reo sia idonea a «influire in modo sensibile sui prezzi d[egli] strumenti finanziari». Ma è superfluo ribadire che gli illeciti penali che ubbidiscono a tale modello scontano intuitive difficoltà applicative, *in primis* l'opinabilità della prognosi postuma che caratterizza il modello del reato di pericolo concreto e le difficoltà dell'accertamento causale in quello del reato ad evento di danno.

Se così stanno le cose, non può stupire il fatto che proprio nelle «regole del gioco» imposte dalla normativa di settore al mercato finanziario una parte cospicua ed autorevole della dottrina rinventa l'oggetto immediato e diretto della tutela penale. Si osserva, infatti, come il risparmio investito nel mercato finanziario si connota per un elevato quanto fisiologico tasso di rischio, socialmente accettato, che non può eliminarsi proprio a cagione della natura intrinsecamente incerta degli andamenti di Borsa. Compito del diritto penale, quindi, non potrebbe certo essere quello di azzerare detta alea ma, al più, quello di impedire l'insorgenza di un rischio «anomalo», che trascende quello socialmente ammesso, la cui area risulta delimitata dalle sopra richiamate «regole del gioco», ossia da quelle norme comportamentali imposte agli operatori e che hanno principalmente il fine di mantenere la credibilità, l'affidabilità e la trasparente gestione di questi ultimi, di permettere l'espletamento dell'attività di vigilanza sugli stessi da parte dei soggetti preposti, di garantire la parità di accesso alle informazioni da parte di coloro che agiscono nel mercato, ecc.<sup>41</sup>: interessi, questi, che costituirebbero altrettanti «beni intermedi», funzionali alla tutela ultima degli investitori e degli stessi operatori finanziari<sup>42</sup>. Il presidio penale di tali «regole», d'altronde, ben potrebbe comunque trovare un addentellato costituzionale nell'art. 47

---

<sup>41</sup> Sul passaggio, infatti, dal modello di tutela tradizionale dell'investitore, teso fondamentalmente ad annullare il *deficit* informativo di quest'ultimo e consentirgli, così, scelte economiche efficienti, ai modelli di tutela allargata dell'investitore, visto come soggetto debole, i quali tendono invece ad assicurare più generalmente la correttezza sostanziale dei rapporti contrattuali mediante una regolamentazione più capillare dell'accesso ai mercati finanziari e del loro funzionamento, v. per tutti la sintesi di M.B. MAGRO, *Paternalismo penale e tutela dell'investitore dal rischio finanziario*, in C. BORSARI-L. SAMMICHELI-C. SARRA (a cura di), *Homo Oeconomicus. Neuroscienze, razionalità decisionale ed elemento soggettivo nei reati economici*, Padova, 2015, 197 s., 205.

<sup>42</sup> In tal senso, v. F. SGUBBI, *Il risparmio*, cit., 137; A. ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., 71 s.; L. FOFANI, *Sicurezza*, cit., 280 s.; C.E. PALIERO, *Sicurezza*, cit., 315 s.; E. MONTANI, *La tutela del corretto svolgimento dell'attività di intermediazione e bancaria*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, 2012, 221; P. SEVERINO, *Sicurezza dei mercati finanziari: interessi tutelati e strumenti di tutela*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, 676 s.

Cost., ove si consideri che l'«incoraggiamento» al quale esso allude si sostanzia anche nel assicurare l'investitore circa l'esistenza di regole (pubblicistiche) certe e prefissate che gli consentano di operare scelte realmente libere<sup>43</sup>.

In conclusione, non di tutela del risparmio *tout court* dovrebbe parlarsi, ma di presidio di quelle forme organizzative e tecnico-operative che mirano ad evitare che esso sia esposto ad una rischiosità anomala.

#### 1.4. *Esigenze di tutela e centralità delle informazioni rilasciate al mercato: uno sguardo d'insieme alla disciplina penale*

Le regole del gioco alle quali sopra si è fatto cenno risultano presidiate dalla sanzione penale in quanto esse, a loro volta, sono espressione di specifiche esigenze di tutela, che convergono, come detto, verso il fine ultimo di ritagliare al risparmio investito nel mercato degli strumenti finanziari una zona di "rischio controllato", "fisiologico". Ed invero, già da tempo la dottrina auspicava che l'intervento del legislatore penale si focalizzasse su poche e specifiche direttrici, che di tali esigenze di tutela fossero le più dirette interpreti. Si è così detto che la sanzione più afflittiva che l'ordinamento contempla avrebbe dovuto presidiare, ad esempio, la corretta gestione e la stabilità delle imprese di intermediazione mobiliare, l'accesso ai mercati soltanto di operatori aventi determinate caratteristiche professionali, la trasparenza dell'attività informativa che gli attori del mercato rivolgono ai potenziali investitori, nonché che essa avrebbe dovuto mettere al riparo il sistema finanziario da eventuali infiltrazioni della criminalità organizzata<sup>44</sup>: esigenze, tutte queste, che in effetti paiono trovare risposta – non importa qui valutare se adeguata o meno – anzitutto nelle numerose fattispecie di illecito contemplate dagli artt. 166 e seguenti del t.u.f.

Tuttavia, una volta rinvenuta nel contenimento entro il rischio "fisiologico" (per l'investitore) la finalità ultima perseguita dall'intera disciplina del mercato finanziario, inclusa quella penale, sembra difficile non condividere l'opinione di chi, già da tempo, evidenzia come il «tema della conoscenza» diventi allora fondamentale, non fosse altro perché, intuitivamente, «sapere è la necessaria premessa per valutare il rischio e decidere di conseguenza, in questo caso se investire o meno»<sup>45</sup>. A ben vedere, anzi, proprio la garanzia della correttezza dell'informazione che emittenti ed intermediari riversano sul mercato finanziario – ossia, in una parola, la loro "trasparenza" – costituisce probabilmente il cardine di tutto il sistema di tutele posto a difesa del risparmiatore-investitore, sebbene, come già rilevato, le "regole del gioco" tutelate penalmente siano ben più numerose. Volendo estremizzare il discorso, si potrebbe

---

<sup>43</sup> Per tale interpretazione, cfr. N. PECCHIOLO, *Incoraggiamento*, cit., 66 s.

<sup>44</sup> Cfr. in questi termini C. PEDRAZZI, *La riforma*, cit., 388 s., nonché A. ALESSANDRI, *Offerta*, cit., 205 s.

<sup>45</sup> Così, A. ALESSANDRI, *Offerta*, cit., 206.

ad esempio immaginare di non colpire con la pena l'abusivismo finanziario (v. ad es. l'art. 166 t.u.f.), ma ciò solo a condizione che, in ipotesi, fosse garantita l'osservanza dell'obbligo, imposto all'operatore, di specificare l'avvenuta o meno sua iscrizione nell'apposito Albo degli intermediari; parimenti, si potrebbe ipotizzare la rinuncia a colpire "a valle" condotte che l'operatore pone in essere versando in conflitto di interessi (v. ad es. gli artt. 167 t.u.f. e 2634 c.c.), ma ciò solo nella misura in cui fosse garantito "a monte" il presidio dell'obbligo di questi di informare i terzi dell'esistenza di una siffatta situazione conflittuale; allo stesso modo, infine, immaginare di prescindere da una precipua repressione penale di quelle operazioni che, ad esempio, minano l'integrità o l'effettività del capitale di una certa società (v. ad es. gli artt. 172 t.u.f. e 2626, 2627, 2632 c.c.) sarebbe concepibile soltanto ove fosse garantita la coerenza di un sistema di informazione continua che avvisasse i terzi dell'avvenuto compimento di untali operazioni<sup>46</sup>: in tutti questi casi, infatti, il risparmiatore sarebbe comunque messo nelle condizioni di percepire il rischio "anomalo" che egli va ad assumere nel momento in cui intrattiene rapporti con quel determinato operatore piuttosto che con un altro o con quella società dotata di quel certo capitale sociale piuttosto che con un'altra.

In effetti, non sono poche le fattispecie incriminatrici che, sebbene da prospettive diverse, mirano unitariamente a garantire la trasparenza informativa dei soggetti che, a vario titolo, agiscono nel mercato economico, e più specificamente in quello finanziario. Con riferimento anzitutto al t.u.f., si pensi, ad esempio al reato previsto dall'art. 169, che, a dispetto dell'equivoca rubrica («Partecipazione al capitale»), punisce chi «fornisce informazioni false» inserite in specifiche comunicazioni richiamate dalla stessa disposizione incriminatrice; al delitto dell'art. 170, che appunta lo stigma della pena su colui che «attesta falsamente fatti» nell'ambito del sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari; all'evocativa *figura criminis* del «Falso in prospetto» descritta dall'art. 173-*bis*, ecc. Allargando la visuale, si potrebbero inoltre richiamare l'espressiva fattispecie di «Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni dei responsabili della revisione legale», contemplata dall'art. 27 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 in materia di revisione legale dei conti, oppure quella di «Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza», che, nella precipua ipotesi ritagliata dall'art. 2638, comma 1, c.c., sanziona penalmente l'avvenuta esposizione di «fatti materiali non corrispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni» diretta alle medesime «Autorità». A riprova del ruolo fondamentale che il tema della informazione occupa nelle moderne economie "finanziarizzate" stanno, inoltre, quelle figure di reato che nell'uso distorto delle informazioni rinvergono una

---

<sup>46</sup> Chi scrive aveva avanzato l'ipotesi di un arretramento della tutela penale del capitale sociale a vantaggio di un sistema cogente di informazione societaria, che, entro certi limiti, avrebbe potuto svolgere una funzione surrogatoria delle garanzie offerte ai terzi dal *Legal capital system*: sia permesso infatti rinviare a G. MARTIELLO, *La tutela penale del capitale sociale nelle società per azioni*, Firenze, 2007, 250 s. Peraltro, la parziale perdita della funzione di garanzia tradizionalmente riconosciuta al capitale sociale sembra oggi essere confermata dall'introduzione della s.r.l. "semplificata" dell'art. 2463-*bis* c.c.

specifica modalità della condotta criminale, come è chiaramente il caso dei delitti di «Abuso di informazioni privilegiate» (così detto *Insider Trading*) e di «Manipolazione del mercato» (o “aggiotaggio”, che trova consimili espressioni anche negli artt. 501 c.p. e 2637 c.c.) previsti dagli artt. 184 e 185 t.u.f.

Non v'è dubbio, però, che la tutela della trasparenza informativa evochi più di tutte la fattispecie di reato delle «False comunicazioni sociali» prevista dal codice civile, e ciò per evidenti ragioni. Basterà qui infatti ricordare che non solo la figura criminosa del “falso societario” è tra le più antiche del diritto penale societario italiano, essendovene traccia già nel codice di commercio del 1882 (v. art. 247, 1°), ma, ancor più, che essa è anche quella che in tale microcosmo penale ha avuto la più ampia e costante applicazione giurisprudenziale, il che probabilmente ha contribuito a farne, nel tempo, l'oggetto di non poche novelle e di specifici studi<sup>47</sup>. Non è esagerato dire – complice anche, per la verità, una prassi applicativa non sempre ortodossa – che tale fattispecie di reato riveste nei fatti un ruolo assolutamente centrale in seno al sistema di tutela penale delle ragioni di quanti, soci, creditori, possibili finanziatori, si trovino ad avere rapporti patrimoniali con le società commerciali, quali sono, tra l'altro, gli emittenti strumenti finanziari. Peraltro, l'attinenza della figura criminosa in parola all'ambito che qui precipuamente interessa è divenuta ancora più evidente con l'entrata in vigore della l. 27 maggio 2015, n. 69, che tra le altre cose ha “specializzato” il delitto di false comunicazioni sociali previsto dall'art. 2622 c.c. proprio nella tutela della trasparenza informativa di quelle società che risultino avere titoli quotati o diffusi nei mercati finanziari.

### 1.5. *La recente riforma del reato di «False comunicazioni sociali»: in particolare, la fattispecie dell'art. 2622 c.c.*

Al momento in cui si scrive, il reato di false comunicazioni sociali dell'art. 2622 c.c. presenta la fisionomia da ultimo conferitagli dall'art. 11 della già richiamata l. 69/2015, la quale reca una più ampia gamma di disposizioni «in materia di delitti contro la pubblica amministrazione, di associazioni di tipo mafioso e di falso in bilancio». Volendo compiere un giro di orizzonte delle principali novità introdotte dalla novella, occorre anzitutto rilevare come il legislatore abbia mantenuto la scomposizione della *figura criminis* delle false comunicazioni sociali nelle due autonome

---

<sup>47</sup> A quanto consta, difatti, la fattispecie *de qua* è l'unica tra quelle ricomprese nel tradizionale nucleo del diritto penale societario che nel tempo ha beneficiato costantemente di studi monografici: v. senza pretesa di esaustività, G. ZUCCALÀ, *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, 1954; E. MORSELLI, *Il reato di false comunicazioni sociali*, Napoli, 1974; R. BRICCHETTI-E. CERVIO, *Il falso in bilancio ed in altre comunicazioni*, Milano, 1999; A. PERINI, *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, 1999; S. BOLOGNINI-E. BUSSON-A. D'AVIRRO, *I reati di false comunicazioni sociali*, Milano, 2002; P. BARTOLO, *I reati di false comunicazioni sociali*, Torino, 2004; A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso in bilancio*, Milano, 2015; R. RICCI, *Il nuovo reato di false comunicazioni sociali*, Torino, 2015.



fattispecie degli artt. 2621 e 2622 c.c., mutandone tuttavia radicalmente il criterio discriminante. Ed invero, in precedenza tali ipotesi criminose si distinguevano a seconda che la condotta mendace avesse o meno cagionato un danno patrimoniale alla stessa società, ai soci od ai creditori, il che di fatto funzionalizzava ognuna di esse alla tutela di un diverso bene giuridico e ne determinava, al contempo, sia la natura contravvenzionale o delittuosa che il regime di procedibilità. Gli attuali *conditores*, invece, hanno imperniato la distinzione applicativa tra le fattispecie degli artt. 2621 e 2622 c.c., entrambe peraltro delittuose, sulla “diffusione tra il pubblico” dei titoli della società il cui amministratore, direttore generale, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, sindaco o liquidatore abbia commesso il falso. In particolare, mentre l’art. 2621 c.c. si rivolge a tutte gli organismi societari ai quali risultino applicabili le disposizioni previste dal Titolo XI°, Libro V° del codice civile, l’art. 2622 c.c. ha di mira, precipuamente, le società «emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell’Unione europea», quelle «emittenti strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell’Unione europea», quelle «emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano», le società «che controllano società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell’Unione europea», nonché, infine, quelle che «fanno appello al pubblico risparmio o che comunque lo gestiscono».

Tale sorta di “doppio binario” della tutela non costituisce, peraltro, una novità assoluta in seno alla costellazione dei reati societari contemplata dal codice civile. Invero, il comma 3 dell’art. 2622 c.c., come risultante dalla riforma del duemiladue, già prevedeva una più severa cornice edittale per i falsi commessi nell’ambito delle «società soggette alle disposizioni della parte IV, titolo III, capo II del decreto legislativo 24.2.1998, n. 58». Successivamente, tale “specializzazione” della tutela divenne ancora più pronunciata, posto che la l. 262/2005 provvide, da un lato, e come già ricordato, ad incrementare la reazione sanzionatoria nei riguardi di quelle condotte di falso, commesse nell’ambito di società quotate, che avessero cagionato «un grave nocumento ai risparmiatori» (abr. art. 2622, comma 4, c.c.); dall’altro, ad introdurre un apposito delitto, collocato nell’art. 2629-*bis* c.c., teso a punire l’omessa comunicazione del conflitto di interessi da parte dell’amministratore o del componente del consiglio di gestione operanti in tali tipologie societarie.

L’esigenza di distinguere agli effetti penali le condotte di falso in base all’ambientazione societaria nella quale esse si collocano, emarginando il caso degli emittenti strumenti finanziari “diffusi”, risponde in effetti ad una esigenza politico-criminale largamente avvertita<sup>48</sup>. Ed invero, non v’è dubbio, anzitutto, che istituzionalmente

---

<sup>48</sup> Per tale sottolineatura, v. tra gli altri A. ABBAGNANO TRIONE, *Il nuovo volto delle false comunicazioni sociali*, in *Studium iuris*, 2015, 1251; A. D’AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 13 s.; V. MANES, *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).

tali enti collettivi si rivolgano ad una platea di soggetti, ossia quella dei risparmiatori e degli investitori che operano in Borsa, assai ampia e comunque senz'altro più numerosa rispetto a quella a cui possono attingere, al medesimo scopo di finanziamento, le società non "quotate": da qui, la maggiore amplificazione che la carica offensiva propria del falso societario è destinata a subire. Inoltre, e sempre a livello empirico, più volte il mercato finanziario si è dimostrato sensibile non soltanto alle notizie trasfuse nei documenti informativi tipizzati dalla legge, in primis i prospetti di bilancio, ma anche a quelle contenute in veicoli informativi atipici, per non dire dei meri *rumors* di Borsa, che non di rado sono riusciti ad orientare cospicui flussi finanziari di investimento e disinvestimento. Sotto il profilo teorico, non può ignorarsi che quella medesima "trasparenza societaria" che anzitutto l'art. 2621 c.c. tende a tutelare presenta una consistenza in parte diversa allorché la condotta criminosa si ambienta in società quotate sui mercati finanziari. Occorre infatti ricordare che gli interessi economici sottostanti a siffatto bene istituzionale tendono, in quel caso, ad aggregarsi a loro volta attorno alla salvaguardia della stabilità e del regolare funzionamento dello stesso mercato finanziario, nel quale trova massima espressione quell'esigenza di «tutela del risparmio» diffuso consacrata nell'art. 47, comma 1, Cost.<sup>49</sup>, del quale più volte si è detto.

Entrando più nel dettaglio, non certo trascurabili appaiono le differenze che, rispetto all'immediato precedente plasmato dalle riforme del duemiladue e del duemilacinque, l'attuale fattispecie dell'art. 2622 c.c. presenta in tema di requisiti costitutivi, di portata applicativa e di risposta sanzionatoria: elementi, questi, che peraltro presentano alcune differenze anche rispetto all'archetipo dell'art. 2621 c.c., sul quale il delitto qui in rilievo appare ritagliato. Volendo schematizzare:

- a) quanto ai veicoli informativi nei quali il falso può annidarsi, l'attuale art. 2622 c.c. parrebbe operare un ritorno all'antico, posto che esso, diversamente dal suo immediato precedente, non circoscrive più il novero delle «altre comunicazioni sociali» penalmente rilevanti solo a quelle «previste dalla legge», pur confermando che esse debbano comunque continuare ad essere «dirette ai soci o al pubblico». In ciò, peraltro, sta anche la prima significativa differenza con la figura-prototipo dell'art. 2621 c.c., che invece tale limite richiama;
- b) quanto all'oggetto materiale della condotta, risulta che il legislatore ha eliminato la precisazione, contenuta invece nella fattispecie abrogata, secondo la quale i «fatti materiali» sui quali il mendacio può cadere possono essere anche quelli «oggetto di valutazioni»; analogamente, ma con specifico riguardo alla condotta omissiva, il precedente riferimento alle «informazioni» che dovevano essere per legge comunicate è stato sostituito da quello ai «fatti materiali rilevanti», che debbono tuttavia continuare ad essere oggetto

---

<sup>49</sup> Così, A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 14 e S. SEMINARA, *La riforma dei reati di false comunicazioni sociali*, in *Dir. pen. proc.*, 2015, 818.

di un obbligo comunicativo *ex lege*. Tuttavia, mentre nella figura delittuosa dell'art. 2621 c.c. tale "rilevanza" riguarda sia il fatto oggetto della condotta attiva (la «esposizione» di fatti falsi) sia quello oggetto della condotta omissiva (la «omissione» di fatti che si sarebbero dovuto esporre), nel caso dell'art. 2622 c.c., invece, tale caratteristica è riferita esclusivamente ai fatti omessi, e non già anche a quelli oggetto della condotta attiva;

- c) quanto alla capacità decettiva della condotta, il legislatore attuale ha ritenuto di specificare che il mendacio punibile non è semplicemente quello commesso «in modo idoneo ad indurre in errore i destinatari» dello stesso, così come risultava dai previgenti artt. 2621 e 2622 c.c., bensì quello perpetrato in modo «concretamente» idoneo a sortire quel medesimo effetto;
- d) quanto ai possibili limiti di rilevanza del falso penalmente rilevante, ancora una volta il legislatore del duemilaquindici sembra aver voluto tornare al *more antiquo*, se è vero che la novella non ha previsto alcuna soglia quantitativa o qualitativa di rilievo penale del mendacio, che di conseguenza risulta punibile di per sé;
- e) quanto all'elemento soggettivo, risulta confermata la necessità per il reo di aver agito con il dolo specifico di «conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto», mentre il precedente riferimento all'ulteriore previsione del dolo intenzionale di inganno dei soci o del pubblico è oggi scomparso, sostituito da un (più criptico) richiamo alla necessità che il soggetto agente abbia «consapevolmente» commesso la condotta di falso;
- f) quanto, infine, alla risposta sanzionatoria, quella edittale si attesta tra il limite minimo dei tre e quello massimo degli otto anni di reclusione, ovvero sia ad un livello significativamente più alto sia dell'abrogato art. 2622 c.c., sia dell'odierno delitto dell'art. 2621 c.c.

Non è certo questa la sede per esaminare pedissequamente il contenuto e la portata di ognuno di questi *nova* legislativi, ma vale tuttavia qui la pena intrattenersi brevemente almeno sull'elemento probabilmente di più forte discontinuità tra la versione previgente e quella attuale dell'art. 2622 c.c., nonché sulle specificità che la fattispecie scolpita da quest'ultima disposizione incriminatrice mostra rispetto a quella più generale recata dall'art. 2621 c.c.: fattori, questi, che, salvo quanto diremo in seguito (v. *infra*, § 1.6), dovrebbero complessivamente dare il segno dell'intensità della tutela che alla trasparenza informativa delle società con titoli quotati o diffusi – e quindi, in ultima analisi, al risparmio modernamente inteso – il legislatore del duemilaquindici ha inteso accordare.

### 1.5.1. *L'abolizione delle soglie di rilevanza penale del falso societario*

Dopo la suddetta "specializzazione" della fattispecie recata dall'odierno art. 2622 c.c., non v'è dubbio che l'elemento differenziale tra questo e la sua previgente versione destinato ad avere le più immediate ripercussioni applicative sia la mancata ripro-

posizione, nel primo, delle soglie di rilevanza penale del falso. Per la verità, attraverso siffatti argini, peraltro comuni anche all’allora introdotto art. 2621 c.c., il legislatore del duemiladue aveva cercato a suo modo di appagare un’esigenza da tempo avvertita sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza, ossia quella di conferire una particolare pregnanza offensiva al reato di false comunicazioni sociali, tale da impedire che il mendacio penalmente illecito si appiattisse su quello rilevante sotto il profilo civilistico e tributario; il che – si sosteneva – avrebbe potuto ottenersi attraendo alla pena le sole falsità «rilevanti», cioè quelle che avrebbero potuto produrre una “significativa alterazione”, nella rappresentazione all’esterno, della situazione economica, finanziaria o patrimoniale della società, posto che la norma penale non avrebbe dovuto reprimere ogni e qualsiasi falso in nome di un astratto quanto formalistico “amor di verità”<sup>50</sup>. La questione che diveniva allora urgente era quella di individuare un parametro sufficientemente preciso che consentisse di riconoscere il falso meritevole di repressione penale. Ed a tale riguardo, la risposta offerta dal legislatore del duemiladue era stata netta, avendo questi tradotto il succitato requisito della “rilevanza” (informativa) del falso nella previsione di specifiche soglie numeriche e qualitative, il cui superamento avrebbe determinato la reazione penale<sup>51</sup>.

Non v’è dubbio che, attraverso il sistema delle soglie, i *conditores* del tempo avessero raggiunto alcuni obiettivi: in primo luogo, accentuato il profilo offensivo del falso in bilancio penalmente sanzionato rispetto a quello civilmente rilevante; in secondo luogo, soddisfatto in buona parte l’esigenza di certezza della fattispecie incriminatrice, specie in considerazione degli inevitabili margini di elasticità ed opinabilità che le stime di rilevanza del falso presentano; in terzo ed ultimo luogo, reso penalmente irrilevante la figura del così detto “falso qualitativo”, che ricorre allorquando il mendacio abbia ad oggetto la sola causale – e non l’ammontare – di un costo o di un ricavo realmente sostenuto, come accade nel tipico caso dell’amministratore che iscrive a bilancio le somme erogate illecitamente a partiti politici, appostandole tuttavia

---

<sup>50</sup> Cfr. tra gli altri C. PEDRAZZI, voce *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, XIII, Torino, 1997, 358; F. MANTOVANI, *Sul diritto penale dell’informazione societaria e dell’impresa* (1987), ora in *Id.*, *Umanità e razionalità del diritto penale*, Padova, 2008, 615; L. FOFFANI, *Reati societari*, in C. PEDRAZZI-A. ALESSANDRI-L. FOFFANI-S. SEMINARA-G. SPAGNOLO, *Manuale*, cit., 242 s.; A. PERINI, *Il delitto*, cit., 616 s. In senso contrario, per tutti, E. MUSCO, *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 110 s. Quanto alla giurisprudenza, per dichiarazioni di principio conformi v. tra le altre Cass. pen., Sez. V, 11.12.1991, Scibetta, in *Cass. pen.*, 1993, 2117; *Id.*, 21.1.1998, Cusani, in *Guida dir.*, 1998, n. 8, spec. 96; *Id.*, 9.10.2000, Mattioli e altro, in *Riv. pen.*, 2001, spec. 380 s.

<sup>51</sup> Sia la contravvenzione dell’art. 2621 c.c. (commi 3 e 4) che il delitto dell’art. 2622 c.c. (commi 7 e 8) prevedevano infatti che la punibilità fosse esclusa: «se le falsità o le omissioni non alterano in modo sensibile la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene»; «se le falsità o le omissioni determinano una variazione del risultato economico di esercizio, al lordo delle imposte, non superiore al 5% o una variazione del patrimonio netto non superiore all’1%»; se il fatto fosse risultato «conseguenza di valutazioni estimative che, singolarmente considerate, differiscono in misura non superiore al 10% da quella corretta».

tra le spese di pubblicità<sup>52</sup>: secondo l'interpretazione prevalente, infatti, l'avvenuta subordinazione, tramite il sistema delle soglie percentuali, della rilevanza penale del mendacio alla sua influenza quantitativa sul risultato economico d'esercizio o sul patrimonio della società sarebbe stata incompatibile con la figura del falso qualitativo, che per definizione, come detto, lascia impregiudicata la consistenza numerica di tali grandezze di bilancio<sup>53</sup>. Proprio la previsione di soglie percentuali di irrilevanza (quantitativa) del falso societario, unitamente all'equivoco loro rapporto con l'argine (qualitativo) della "sensibile alterazione", aveva tuttavia attirato le puntute critiche della dottrina. In proposito, basterà qui ricordare che tale scelta politico-criminale era apparsa ai più come espressione della maliziosa volontà del legislatore di creare una sorta di "zona franca" consegnata al malcostume degli amministratori, che tanto più avrebbero dovuto agire con dolo di inganno, la quale, specie nelle società di grandi dimensioni, può sostanzarsi in cifre assolute di grande rilievo; e ciò senza contare che proprio nei confronti del mendacio societario più diffuso, ossia quello quantitativo, il sistema delle soglie percentuali sembrava precludere al giudice ogni vaglio sulla dimensione – assai più rilevante – qualitativa dell'informazione falsificata od omessa<sup>54</sup>, visto che, almeno a prestare fede alle parole del legislatore storico, il limite della "sensibile alterazione" avrebbe dovuto applicarsi solo in via alternativa «per tutte le ipotesi in cui in cui non è possibile utilizzare tali soglie»<sup>55</sup>.

Orbene, siffatti rilievi critici devono essere stati tenuti in massima considerazione dal legislatore del duemilaquindici, se è vero che proprio la cancellazione delle predette soglie di rilevanza penale del falso societario è stata definita dagli stessi *conditores* come il «punto centrale» della nuova disciplina<sup>56</sup>, la quale, come già detto, si limita a richiamare il solo requisito della «rilevanza» del fatto oggetto di mendacio. Anche a ritenere comunque salvaguardata la pregnanza offensiva delle nuove fatti-

<sup>52</sup> Su tale figura di mendacio, v. più ampiamente E. ZIGIOTTI, *Il falso in bilancio nei suoi fondamenti di ragioneria*, Padova, 2000, 123 s.

<sup>53</sup> In questo senso, ad esempio, E. MUSCO, *I nuovi reati*, cit., 75; F. GIUNTA, *Lineamenti* cit., 218 s.; N. MAZZACUVA-E. AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, II<sup>a</sup> ed., Padova, 2013, 134 s.

<sup>54</sup> Tra i numerosi critici del sistema delle soglie, v. A. CRESPI, *Le false comunicazioni sociali: una riforma faceta*, in *Riv. soc.*, 2001, 1348 s.; B. TINTI, *La legge "forza ladri"*, in *Micromega*, 2001, n. 4, 176 s.; G. MARINUCCI, *"Depenalizzazione del falso in bilancio con l'avallo della SEC: ma è proprio così?"*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, 137 s.; E. FILIPPI, *Le soglie di non punibilità*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Padova, 2002, 271 s.; L. FOFFANI, *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622)*, in A. GIARDA-S. SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 288 s.; S. SEMINARA, *False comunicazioni, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, 678 s.

<sup>55</sup> V. la Relazione governativa al d.lgs. 11.4..2002, n. 61, che può leggersi in *Guida dir.*, 2002, n. 16, 28 s., spec. § 2. Era questa peraltro la conclusione cui perveniva ampia parte della dottrina: per un quadro del dibattito, sia permesso rinviare a G. MARTIELLO, *Precisazioni giurisprudenziali sulla natura ed il modus operandi delle soglie di rilevanza penale del "falso in bilancio"*, in *Giust. pen.*, 2014, II, 23 s.

<sup>56</sup> Cfr. il d.d.l. di iniziativa del Sen. Grasso ed altri recante «Disposizioni in materia di corruzione, voto di scambio, falso in bilancio e riciclaggio» (Atto Senato n. 19, VXII<sup>a</sup> legislatura), punto n. 7, 5.

specie, garantita dal carattere ingannevole del mendacio, preme segnalare quanto meno due ricadute applicative che l'avvenuta eliminazione delle soglie verosimilmente produrrà. La prima appare evidente: unico arbitro del carattere necessariamente «rilevante» del falso societario tornerà ad essere, come nel primigenio art. 2621, n. 1, c.c., il giudice<sup>57</sup>, al quale però la legge non affida alcun criterio valutativo di riferimento<sup>58</sup>, e ciò anche a cercare entro la normativa comunitaria, che un tale parametro ha introdotto nella disciplina civilistica di bilancio<sup>59</sup>. È perciò immaginabile che alla perdita di precisione della fattispecie sotto questo profilo, prontamente segnalata da qualcuno<sup>60</sup>, corrisponderà la riemersione di quel medesimo problema di commisurazione della rilevanza penale del falso societario già insorto nella vigenza dell'originario art. 2621, n. 1, c.c.

La seconda non è difficile da prevedere. Sia la più parte dei commentatori della riforma che la più autorevole giurisprudenza, infatti, non hanno mancato di osservare come, salvo il rispetto degli anzidetti caratteri di rilevanza e di insidiosità del mendacio, l'avvenuta eliminazione del sistema delle soglie quantitative rende indiscutibile la rilevanza penale del falso qualitativo, sempreché esso risulti appunto «rilevante» ed attenga alla condizioni economiche, patrimoniale e finanziarie della società<sup>61</sup>. Si pensi, a tacer d'altro, al possibile falso contenuto nella «nota integrativa», la quale, come noto, nel contribuire a comporre il «bilancio» (art.

---

<sup>57</sup> Circostanza, questa, non a caso prontamente segnalata dalla prima giurisprudenza: v. Cass. pen., Sez. V, 12.11.2015, Giovagnoli, che può leggersi, tra gli altre, in *Guida dir.*, 2016, n. 7, spec. 88 e Cass. pen., SS.UU., 30.3.2016, Passarelli, in *Cass. pen.*, 2016, 2748, con nota di F. D'ALESSANDRO, spec. § 10.2.

<sup>58</sup> Nel già citato d.d.l. di iniziativa del Sen. Grasso ed altri si parla genericamente, ed al contrario, di difformità irrilevanti in quanto «inidonee a generare nel destinatario della comunicazione un inganno in ordine alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società» (v. punto n. 7, 5).

<sup>59</sup> Il riferimento è all'art. 2, n. 16, della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, recepita in Italia dal già richiamato d.lgs. 136/2015, che definisce rilevante l'informazione «quando la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori, sulla base del bilancio dell'impresa».

<sup>60</sup> Di «pericolosa genericità» della formula legislativa parlano infatti R. BRICCHETTI-L. PISTORELLI, *Per le "non quotate" la tenuità del fatto salva dalla condanna*, in *Guida dir.*, 2016, n. 26, 64. Preoccupazioni simili sono espresse anche da A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 118 e S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 816.

<sup>61</sup> Cfr. F. D'ALESSANDRO, *La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità: davvero penalmente irrilevanti le valutazioni mendaci?*, in *Giur. it.*, 2015, 2212; A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 118 s.; M. GAMBARDILLA, *Il "ritorno" del delitto di false comunicazioni sociali: tra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità*, in *Cass. pen.*, 2015, 1732 s.; V. MANES, *La nuova disciplina*, cit., 19 del PDF; M. SCOLETTA, *Tutela dell'informazione societaria e vincoli di legalità nei nuovi delitti di false comunicazioni sociali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1307; S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 816; F. SUPERTI FURGA, *Riflessioni sulla novella legislativa concernente il falso in bilancio in una prospettiva economico-aziendalistica*, in *Le società*, 2015, 1296; A. ROSSI, *Il falso valutativo nella sistematica delle false comunicazioni sociali: problemi e percorsi interpretativi*, in *Dir. pen. proc.*, 2016, 240. In giurisprudenza, v. Cass. pen., SS.UU., 31.3.2016, Passarelli, cit., spec. § 10.2.

2423, comma 1, c.c.), ha il compito di fornire una nutrita serie di informazioni relative ai valori numerici espressi nello «stato patrimoniale» e nel «conto economico» (v. l'art. 2427 c.c.), le quali, specie ove assumano la natura di indicazioni “supplementari” rispetto a questi ultimi, possono contribuire non poco a influenzare la percezione che i terzi hanno della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società<sup>62</sup>: così, ad esempio, è agevole comprendere che per un creditore non è indifferente conoscere l'esatta ripartizione dei debiti sociali tra quelli a breve, media o lunga scadenza; così come non è irrilevante sapere se una certa somma presente nell'attivo dei prospetti contabili di un'impresa che commercia in prodotti deperibili derivi dalla vendita degli stessi (quindi costituisca un “credito verso clienti”) piuttosto che dalla pur prudente valutazione delle merci presenti in magazzino<sup>63</sup>.

### 1.5.2. *Gli elementi di “specializzazione” della tutela offerta dall'art. 2622 c.c. al risparmio investito in strumenti finanziari*

Da quanto schematicamente esposto in precedenza, appare chiaro che, a parte ovviamente il riferimento alle società con titoli quotati o diffusi, il delitto dell'art. 2622 c.c. si differenzia dalla fattispecie-archetipo dell'art. 2621 c.c. sotto tre diversi profili, che più direttamente dovrebbero restituire la cifra di quella maggiore tutela che la l. 69/2015 ha voluto accordare al bene della trasparenza informativa di tali società. Volendo qui ancora una volta schematizzare il discorso, risulta infatti che:

1) Entrambe le condotte criminose descritte dall'art. 2621 c.c. hanno ad oggetto fatti materiali «rilevanti», mentre nel caso dell'art. 2622 c.c. tale aggettivazione è riservata ai soli fatti omessi, e quindi non risulta prevista per quelli oggetto della condotta attiva. La ragione di una tale asimmetria non sembra, tuttavia, agevolmente spiegabile. Per vero, qualcuno l'ha giustificata con la maggiore comprensione che il legislatore avrebbe voluto mostrare verso eventuali errori umani o di malfunzionamento delle procedure, più frequenti nei falsi omissivi<sup>64</sup>; secondo altri, si tratterebbe di un puro e semplice *lapsus calami* del legislatore<sup>65</sup>; non manca infine chi, ribadita l'irrazionalità della scelta normativa, ritiene che in ogni caso quest'ultima sarebbe priva di effetti pratici, poiché quando le falsità esposte consistano in «divergenze trascurabili» con la realtà, «anche se non può essere

<sup>62</sup> Sul falso nella nota integrativa, sia permesso rinviare, più ampiamente, a G. MARTIELLO, *Verso un'autonoma rilevanza penale del falso nella nota integrativa?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2005, 317 s.

<sup>63</sup> Gli esempi sono, rispettivamente, di R.G. MARUOTTI, *I reati societari*, in A. MANNA (a cura di), *Corso*, cit., 112 e di A. PERINI, *Il delitto*, cit., 625.

<sup>64</sup> Cfr. P. GUALTIERI, *Le nuove false comunicazioni sociali: il punto di vista dell'economista aziendale*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 12 del PDF.

<sup>65</sup> V. F. SUPERTI FURGA, *Riflessioni*, cit., 1296.

invocato, perché non previsto dalla norma il requisito della rilevanza, si [sarebbe] in presenza di una falsa rappresentazione inidonea ad ingannare i destinatari della comunicazione»<sup>66</sup>. Sotto diverso, e forse assorbente profilo, non è chiaro in verità come l'esigenza di rafforzare l'obbligo di trasparenza delle società con titoli quotati o diffusi possa giovare del mancato riferimento al carattere rilevante del fatto. A ben vedere, se è vero che di regola l'obliterazione di un elemento specificativo della fattispecie ne dilata il perimetro applicativo, ampliando così l'area di tutela del bene giuridico, nel caso di specie l'amputazione compiuta dal legislatore porterebbe semplicemente ad attrarre alla pena anche l'esposizione di fatti mendaci ma "irrilevanti"<sup>67</sup>: esito, questo, che tradirebbe una visione formalistica della tutela penale, che in ogni caso urterebbe con la corretta applicazione del principio di offensività in chiave interpretativa<sup>68</sup>;

II) Per il tramite dell'art. 2621 c.c., il giudice penale è legittimato a sindacare il falso che fosse contenuto, oltretutto nei bilanci e nelle relazioni, anche nelle «altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico», purché esse, però, risultino «previste dalla legge»: limite, quest'ultimo, che invece non si trova riprodotto in seno all'art. 2622 c.c. Una tale omissione non deve di certo passare inosservata, poiché essa, nel tracciare il solco probabilmente più profondo tra le fattispecie criminose ora richiamate, rischia al contempo di comportare un problematico ritorno al passato. Per comprendere la questione è necessario ricordare che, nel circoscrivere le «altre» comunicazioni sociali a quelle previste dalla legge, il riformatore del duemiladue – non a caso sul punto elogiato dalla dottrina<sup>69</sup> – aveva evidentemente inteso chiarire uno degli aspetti più controversi della previgente normativa, ossia l'individuazione delle comunicazioni sociali, diverse dai bilanci e dalle relazioni, rilevanti ai fini penali, che l'art. 2621, n. 1, c.c. risalente al 1942 aveva genericamente indicato come «altre comunicazioni sociali»<sup>70</sup>. Com'è agevole comprendere, infatti, l'estrema latitudine di tale espressione linguistica aveva facilitato la nascita in giurisprudenza di una corrente interpretativa che, nelle sue più estreme espressioni, aveva finito per attrarre al sindacato del giudice penale qualsivoglia manifestazione di volontà, scritta od orale, ufficiale od officiosa, proveniente da un soggetto qualificato e diretta

<sup>66</sup> Così, A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 150. Diversamente, secondo M. SCOLETTA, *Tutela*, cit., 1310, la decettività del falso, pur privo del requisito della rilevanza, consentirebbe di sanzionare «falsità significative anche solo in rapporto a singole voci di bilancio», là dove il carattere rilevante del mendacio imporrebbe di norma di accertare «la significativa incidenza del falso sulla rappresentazione complessiva della "situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società"».

<sup>67</sup> Lo riconosce anche M. SCOLETTA, *Tutela*, cit., 1309.

<sup>68</sup> Per questa condivisibile conclusione, cfr. V. MANES, *La nuova disciplina*, cit., 37 del PDF e S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 823.

<sup>69</sup> Sull'opportunità di tale precisazione, v. per tutti F. GIUNTA, *Lineamenti*, cit., 207.

<sup>70</sup> Per vero, il legislatore del duemiladodici aveva anche chiarito che dette comunicazioni dovessero essere «dirette ai soci o al pubblico», ma tale limite non appare qui rilevante, essendo esso stato conservato anche nelle odierne fattispecie degli artt. 2621 e 2622 c.c.



a chiunque, soggetto privato o pubblico che fosse, la quale risultasse anche solo indirettamente attinente alla condizione economica della società<sup>71</sup>.

Orbene, la ragione della mancata riproposizione, in seno all'odierno art. 2622 c.c., di un tale argine alla indiscriminata rilevanza delle «altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico» è stata ricercata dalla dottrina proprio nell'esigenza di approntare una tutela quanto più ampia possibile del risparmio di massa<sup>72</sup>. Non deve essere infatti apparsa irrilevante, agli occhi dei *conditores*, la considerazione dell'estrema "sensibilità informativa" storicamente dimostrata dai mercati, che nel movimentare i flussi finanziari hanno più spesso badato alla fonte di provenienza dell'informazione piuttosto che al veicolo – tipico od atipico che fosse – per mezzo del quale essa perveniva a conoscenza dei terzi. Si aprono così le porte al (potenziale) rilievo penale – salvo ovviamente il rispetto degli altri requisiti di fattispecie e la circostanza che si tratti pur sempre di una «comunicazione sociale» che sia diretta «ai soci o al pubblico» – di tutti quei falsi che si annidassero in comunicazioni sociali "atipiche", che taluno ha sinteticamente riassunto «in ogni dichiarazione, orale o scritta, resa non sulla base di obblighi normativi taciti o espressi, ma anche in considerazione di iniziative volontariamente assunte»<sup>73</sup>, e talaltro ha identificato, ad esempio, nelle comunicazioni fornite dall'amministratore ai soci nel corso dell'assemblea, nei comunicati e nelle conferenze stampa, nelle lettere o circolari indirizzate dagli amministratori agli azionisti o ai creditori che esponessero fatti inerenti la situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società, ecc.<sup>74</sup>. Resta inteso – ma giova ribadirlo, potendo il rilievo fungere da contrappeso all'apertura compiuta dal legislatore – che la rilevanza della comunicazione sociale che veicola ai terzi il mendacio è cosa diversa e distinta, ai fini della tipicità del fatto, dalla rilevanza del contenuto informativo falsificato;

III) Il fatto previsto dall'art. 2622 c.c. risulta punito in modo più severo rispetto a quello contemplato dall'art. 2621 c.c., il che non deve ovviamente sorprendere, considerata l'inequivoca volontà dell'attuale legislatore di rafforzare il dovere di trasparenza a carico delle società con titoli diffusi o quotati sui mercati finanziari. Tuttavia, al fine di potere sondare a pieno la portata di un tale irrigidimento della reazione sanzionatoria, occorre guardare allo stesso da un duplice punto di vista. "In positivo", il legislatore ha provveduto infatti a munire il delitto dell'art. 2622 c.c. di una forbice edittale non solo più ampia ma anche più severa di quella prevista dal

<sup>71</sup> Basti, al riguardo, l'ampia casistica riportata da R. BRICCHETTI-E. CERVIO, *Il falso*, cit., 161 s. e da E. MUSCO, *Diritto penale*, cit., 77 s.

<sup>72</sup> Sul punto, v. A. ABBAGNANO TRIONE, *Il nuovo volto*, cit., 1257; A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 87; V. MANES, *La nuova disciplina*, cit., 36 del PDF; S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 822.

<sup>73</sup> Così, *in primis*, S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 822, seguito da F. D'ALESSANDRO, *La riforma*, cit., 2212, G. LUNGHINI, *Artt. 2621-2642 c.c.*, in E. DOLCINI-G.L. GATTA (diretto da), *Codice penale commentato*, IV<sup>a</sup> ed., III, Milano, 2015, 1859 e V. MANES, *La nuova disciplina*, cit., 37 del PDF.

<sup>74</sup> Cfr. A. D'AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 88.

limitrofo art. 2621 c.c., oscillando la pena reclusiva dai tre agli otto anni, invece che da uno a cinque anni, ai quali vanno poi aggiunte le conseguenze sanzionatorie – anch'esse più severe – in capo allo stesso collettivo stesso (v. art. 25-ter, lett. b, d.lgs. 231/2001). Impietoso risulta poi il confronto con la più assimilabile tra le previsioni incriminatrici emerse dalla riforma del duemiladue, ossia quella del comma 3 dell'abrogato art. 2622 c.c., che puniva il falso ambientato nelle «società soggette alle disposizioni della parte V, titolo III, capo I del testo unico di cui al decreto legislativo 24.2.1998, n. 58» con la reclusione da uno a quattro anni, salvo gli inasprimenti di pena dovuti all'eventuale causazione di un «grave nocumento ai risparmiatori» (commi 4 e 5, abr. art. 2622 c.c.), sulla cui pratica verificabilità, tuttavia, già si è detto (v. *supra*, § 1.2)<sup>75</sup>. E non certo insignificanti, tanto più rispetto alla situazione *quo ante*, appaiono le conseguenze a cascata che le nuove soglie sanzionatorie producono, a tacer d'altro, sul termine di prescrizione (v. art. 157 s. c.p.), sul possibile utilizzo di misure cautelari, specialmente di natura personale (v. art. 280 s. c.p.p.) e sulla facoltà dell'Autorità giudiziaria di disporre intercettazioni telefoniche (art. 266 s. c.p.p.). Come anticipato, infine, il maggior rigore sanzionatorio mostrato dal legislatore emerge anche "in negativo", sotto forma, cioè, di denegato riconoscimento al reo della possibilità di accedere a determinate riduzioni di pena. A tale proposito, basterà qui ricordare che il fatto di reato delineato dall'art. 2622 c.c. non potrà mai essere ritenuto dal giudice né di «lieve entità» ex art. 2621-bis c.c., né di «particolare tenuità» ai sensi degli artt. 2621-ter c.c. e 131-bis c.p., e ciò per espressa disposizione normativa. In questa prospettiva, e ragionando a fortiori, quanto meno dubbia dovrebbe perciò risultare l'applicabilità dell'attenuante dell'art. 2640 c.c., che risulta letteralmente applicabile a tutti «i fatti previsti come reato dagli articoli precedenti» che abbiano però «cagionato un'offesa di particolare tenuità».

#### 1.6. (Segue). *La questione della rilevanza penale del falso nelle valutazioni estimative*

Il confronto sin qui operato tra l'attuale figura delittuosa dell'art. 2622 c.c. e quella abrogata, nonché tra la prima e quella recata dal limitrofo art. 2621 c.c. oggi vigente, testimonia lo sforzo compiuto dalla l. 69/2015 per irrobustire, rispetto al passato, la tutela penale della trasparenza societaria, ed in particolare quella pretesa dalle società emittenti titoli quotati o diffusi sui mercati finanziari. Tuttavia, un'analisi che volesse sondare la reale efficacia di tale sforzo risulterebbe senz'altro incompleta se non investisse pure l'atteggiamento che il riformatore del duemilaquindici

<sup>75</sup> Peraltro, la previsione in discorso sarebbe risultata ancora meno incisiva se, all'esito del dibattito sorto a proposito della sua natura giuridica (sul quale, per tutti, v. A.F. TRIPODI, *Il nocumento*, cit., 610 s.), si fosse imposto l'orientamento interpretativo che la qualificava non già come fattispecie autonoma bensì quale circostanza aggravante, come tale soggetta al giudizio di bilanciamento previsto dall'art. 69 c.p.

ha assunto nei confronti di un tema che tanto la storia normativa che la pratica giuridiziarica hanno dimostrato essere quello su cui si misura l'effettiva funzionalità della fattispecie di false comunicazioni sociali: quello della sua applicabilità al mendacio valutativo eventualmente contenuto nei bilanci societari.

Per rendersi conto del rilievo assolutamente primario e problematico del tema saranno sufficienti due constatazioni. La prima è che anche un corrivo sguardo diacronico alla casistica giurisprudenziale – per non dire agli studi della dottrina – dimostra agevolmente come il *focus* applicativo del reato di false comunicazioni sociali sia in realtà costituito da una sua specifica forma di manifestazione, nota gergalmente come “falso in bilancio”: in altre parole, sono i «bilanci», piuttosto che le «relazioni» o le «altre comunicazioni sociali», a risultare statisticamente più esposti al falso, e la ragione è intuibile, considerata la funzione che i prospetti di bilancio svolgono sia nell'ambito delle relazioni interne tra gli organi della società, sia nell'ambito di quelle che essa intrattiene all'esterno con fornitori, investitori, clienti, ecc. La seconda attiene al rilievo quantitativamente preponderante che proprio in seno ai prospetti numerici di bilancio assumono le valutazioni, le quali tra l'altro portano con sé il non banale problema – al quale solo fuggacemente accenneremo – di stabilire quando esse possano dirsi “vere” oppure “false”.

Per comprendere il contenuto di tale ultima constatazione occorre anzitutto premettere che, per statuto logico, verità e falsità sono concetti relativi, poiché, misurando lo scostamento del loro oggetto da un prefissato parametro di riferimento, è chiaro che essi risentono del tasso di precisione di quest'ultimo. Così, ad esempio, appurato con un semplice conteggio per capi che in un determinato magazzino e ad una certa data è presente una precisa quantità di beni, non sarà difficile stabilire la falsità dell'affermazione secondo cui in quel medesimo luogo ed in quello stesso giorno si trovava un diverso numero di beni: l'oggettività del parametro di riferimento, costituito da una realtà materiale misurabile con precisione aritmetica, rende infatti agevole rilevare eventuali scostamenti dalla stessa e quindi predicare di verità o di falsità l'affermazione che l'abbia ad oggetto. Il giudizio di verità/falsità si fa invece progressivamente più opinabile man mano che il suo parametro di riferimento diventa più relativo. Così, stabilire la falsità o la verità della dichiarazione resa da un soggetto che abbia qualificato come “osceno” il comportamento tenuto da altri è operazione complessa, proprio perché il metro di commisurazione del vero e del falso, ossia qui il concetto di “oscenità”, è notoriamente condizionato da numerose variabili, legate alla sensibilità soggettive, all'epoca storica, al contesto situazionale, ecc.

Orbene, gli esempi ora riportati, volutamente estremi, aiutano a comprendere le difficoltà di apprezzamento della condotta mendace in seno al reato di “falso in bilancio”. Ed invero, se si sofferma l'attenzione sui prospetti contabili che costituiscono – pur non esaurendolo – il bilancio normativamente inteso (art. 2423, comma 1, c.c.), cioè il «conto economico» e lo «stato patrimoniale» (artt. 2423-ter ss. c.c.), ci si avvede che essi non richiedono affatto la descrizione della realtà fattuale di ciò che ha costituito l'attività svolta dall'ente societario in un certo anno solare o di quella in cui constano le componenti patrimoniali o finanziarie di quest'ultima, bensì la

loro espressione in termini numerici, il che sottintende la loro previa “valutazione”. Volendo estremizzare il discorso, poco più del dato numerico che esprime la consistenza monetaria del denaro presente in cassa o di quello depositato su conti correnti non è frutto di una vera e propria valutazione, là dove gran parte di tutte le altre voci che compongono i prospetti contabili del bilancio altro non sono se non il risultato della previa attribuzione di un valore monetario al dato della realtà al quale esse si riferiscono, sia esso costituito da un immobile, da merce in rimanenza, da un credito da esigere, ecc. Riprova ne sia che più volte la complessa normativa civile che sovrintende alla redazione del bilancio, oggetto di recente riforma a seguito del d.lgs. 18.8.2015, n. 136<sup>76</sup>, richiama la necessità di procedere alla «valutazione» delle voci di bilancio (v. l’art. 2423-*bis*, comma 1, nn. 1 e 6, c.c.) e si intrattiene sui «criteri» in base ai quali dette valutazioni devono essere operate (v. artt. 2423-*bis*, comma 1, n. 6, 2425-*bis*, 2426 c.c.): criteri, questi ultimi, che tuttavia risentono – e questo è il punto – di una significativa ma ineliminabile componente di discrezionalità tecnica, seppure variamente vincolata<sup>77</sup>. Così, ad esempio, il costo di produzione al quale possono essere iscritti in bilancio le immobilizzazioni può comprendere anche altri costi ma «per la quota *ragionevolmente* imputabile» allo stesso (art. 2426, n. 1, c.c.); i crediti devono essere iscritti secondo il loro «valore di *presumibile* realizzazione» (id., n. 2); i titoli non costituenti immobilizzazione possono essere appostati al valore di realizzazione «*desumibile* dall’andamento del mercato» (id., n. 9); i lavori in corso prestati a terzi devono iscriversi nel bilancio per i «corrispettivi contrattuali maturati con *ragionevole* certezza» (id., n. 11); il “valore equo” al quale gli strumenti finanziari devono essere apprezzati va determinato in base a «modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati», i quali devono tuttavia assicurare una «*ragionevole* approssimazione al valore di mercato» (art. 2427-*bis*, comma 3, lett. b, c.c.), ecc.

Riportando il discorso sul versante penalistico, occorre avvertire che proprio l’inevitabile componente discrezionale dei criteri legali di apprezzamento delle voci del bilancio, unita al timore di un *vulnus* al principio di legalità, aveva offerto il destro ad una parte minoritaria della dottrina e della giurisprudenza per contrapporre il concetto di «valutazione» a quello di «fatto», e ciò al dichiarato fine di estromettere le prime dal raggio applicativo dell’originario art. 2621, n. 1, c.c. Si era così sostenuto che i «fatti» ai quali la norma alludeva erano propriamente soltanto i «dati della

<sup>76</sup> Per un aggiornato quadro della disciplina civile del bilancio, che per le società con titoli quotati – si ricordi – comprende anche, secondo quanto disposto già dal d.lgs. 28.2.2005, n. 38, l’obbligatorio riferimento ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, v. G. STRAMPELLI, *Le valutazioni di bilancio tra non veridicità (civile) e falsità (penale): spunti sulla punibilità dei falsi valutativi*, in *Riv. soc.*, 2016, 124 s.

<sup>77</sup> Su tale fisiologica caratteristica delle valutazioni di bilancio, v. per tutti, anche con numerosi altri esempi, E. ZIGIOTTI, *Il falso*, cit., 81 s.; R. SANTINI, *Le valutazioni di bilancio*, in R. BORSARI-R. SANTINI, *Il falso in bilancio*, Milano, 2002, 1 s.; G. STRAMPELLI, *Le valutazioni*, cit., 127 s.; A. ROSSI, *Il falso*, cit., 233 s. Per un ridimensionamento, tuttavia, della componente valutativo-soggettiva di molte delle poste di bilancio, considerato il contenuto stringente di molti principi contabili, A. PAVAN, *Il problema della verità dei valori e la riforma del falso in bilancio*, in *Le società*, 2016, spec. 763 s.

realtà obiettiva», gli unici del resto a potere essere apprezzati dal giudice in termini di verità o di falsità oggettive; al contrario, le valutazioni, in quanto «apprezzamenti che per propria natura sono sempre soggettivi e, quindi variabili», e sulle quali pure «esplica anche un notevole peso la maggiore o minore prudenza» del valutatore, rendono impossibile al magistrato un giudizio di tale genere, anche ricorrendo ad un perito; del resto, si osservava conclusivamente, sarebbe stato lo stesso legislatore a dimostrare di sapere distinguere il nudo “fatto” da ciò che invece è “interpretazione” e “parere”, e quindi valutazione, come emergerebbe dall’art. 373 c.p.<sup>78</sup>. Tale soluzione, però, non incontrò il favore della dottrina e della giurisprudenza maggioritarie, saldamente attestate sull’opposta tesi della rilevanza penale delle valutazioni, che veniva fondata su due principali argomenti: quello interpretativo-formale, secondo cui nel concetto generico di «fatto» ben può semanticamente rientrare anche quello, più specifico, di “fatto psichico”; e quello per così dire logico-politico criminale, secondo cui, essendo il mendacio nei prospetti di bilancio la figura più rilevante di false comunicazioni sociali, ed essendo altresì questi ultimi ontologicamente (e normativamente) composti di stime, ne sarebbe derivato che i «fatti» ai quali allude l’art. 2621, n. 1, c.c. «non possono non ricomprendere per necessità logica – o se si vuole: per la stessa natura delle cose – anche le valutazioni», considerato pure che, adottando la tesi contraria, «si giungerebbe ad un’evidente *interpretatio abrogans* della norma»<sup>79</sup>.

La questione è tuttavia sembrata riaprirsi, almeno in parte, con la riforma del duemiladue, posto che gli allora introdotti artt. 2621 e 2622 c.c. riferivano le condotte di falso a fatti «materiali» ancorché «oggetto di valutazione». In effetti, se, da un lato, proprio tale ultimo inciso sembrava sbarrare la via alla riproposizione delle tesi negazioniste, tanto più se coordinato con l’ulteriore previsione di una apposita soglia quantitativa di rilevanza penale delle «valutazioni estimative» (abr. artt. 2621, comma 4 e 2622, comma 6, c.c.), dall’altro la presenza dell’aggettivo «materiali» riferito ai «fatti» oggetto di mendacio pareva invece deporre in senso opposto. Orbene, se non erano mancate voci che, valorizzando in modo preponderante il suddetto carattere «materiale» del fatto inquinato dal falso, avevano radicalmente negato la rilevanza penale delle valutazioni<sup>80</sup>, altri, nel tentare di

<sup>78</sup> Così, F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, Leggi complementari*, I, XI<sup>a</sup> ed. aggiornata da L. CONTI, Milano, 1999, 134 s., nonché, similmente, A. CRESPI, *L’illegale ripartizione di utili e altri scritti di diritto penale societario*, II<sup>a</sup> ed., Milano, 1986, 64 s. e A. LANZI, *Le false comunicazioni sociali nella giurisprudenza degli ultimi quindici anni (1960-1974)*, in *Ind. pen.*, 1975, 268 s. In giurisprudenza, isolatamente, v. Cass. pen., Sez. V, 14.12.1994, Pozzo, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1996, 905, con nota critica di G. CASAROLI.

<sup>79</sup> In questi termini, rispettivamente, E. MUSCO, *Diritto penale*, cit., 91 ed A. PERINI, *Il delitto*, cit., 355. *Ex plurimis*, v. C. PEDRAZZI, *Società*, cit., 353; R. BRICCHETTI-E. CERVIO, *Il falso*, cit., 195 s.; L. FOFFANI, *Reati*, cit., 241 s. In giurisprudenza, tra le varie, cfr. Cass. pen., Sez. V, 18.5.2000, Patrucco, in *Giust. pen.*, 2001, II, 530; Id., 5.12.1995, Bianchini, in *Cass. pen.*, 1996, 2780; Trib. Milano, Sez. II, 24.11.1999, Baldo, in *Giur. it.*, 2000, spec. 2369.

<sup>80</sup> Cfr., ad esempio, B. TINTI, *La legge*, cit., 180 e D. SECCIA, *Il nuovo falso in bilancio, la frode fiscale e il problema delle valutazioni*, in *Il Fisco*, 2002, 1, 3321.

comporre il contraddittorio quadro normativo, avevano distinto due diverse tipologie di falso in valutazioni: quello che cade su di una mera operazione valutativa (c.d. «valutazione pura»), che prescinde da qualsiasi esposizione di dati oggettivi mendaci o che ha quale presupposto un fatto di per sé vero (ad esempio: sottovalutazione del valore delle merci effettivamente presenti in magazzino; sopravvalutazione di un credito esistente), al quale non avrebbe dovuto riconoscersi rilievo penale, proprio perché non fondato su di un fatto materiale, ma consistente in una mera valutazione; e quello che cade invece su di un pregresso fatto materiale, che ne costituirebbe il presupposto causale («così detto fatto valutativo»), a sua volta non vero (ad esempio: acquisto di un edificio fatiscente, che si afferma invero essere stato ampiamente ristrutturato e con vantaggiose prospettive urbanistiche), che invece avrebbe dovuto sanzionarsi con la pena, in quanto dotato di un proprio substrato «materiale»<sup>81</sup>.

Tuttavia, anche nel contesto della fattispecie previgenti, sia le tesi radicalmente negazioniste che quelle mirate a circoscrivere l'ambito tipologico delle valutazioni penalmente rilevanti sono rimaste del tutto minoritarie, in quanto fatte segno di penetranti critiche<sup>82</sup>. Sino alla recente riforma del duemilaquindici, infatti, risultava consolidata in dottrina l'opinione secondo cui il rilievo penale delle valutazioni avrebbe trovato quale unico e specifico limite quello imposto dal sistema delle soglie scolpite dagli artt. 2621 e 2622 c.c., il quale, anzi, avrebbe dimostrato a contrario la persistente volontà del legislatore di perseguire ogni altra valutazione mendace contenuta nel bilancio, eccettuata la manifestazione, per lo più in altre comunicazioni sociali, di mere congetture, opinioni personali o previsioni soggettive sulla verifica di eventi futuri<sup>83</sup>: risultato pratico, questo, al quale del resto mirava espressamente il legislatore (delegante) storico<sup>84</sup>. In tale prospettiva, l'associazione dell'aggettivo «materiale» al termine «fatti» fu considerata una «superfetazione che nulla

---

<sup>81</sup> Così I. CARACCIOLI, *Falso in bilancio: dietro le polemiche norme più aderenti alla realtà societaria*, in *Guida dir.*, 2001, n. 36, 10 (e più ampiamente ID., *La riforma del falso in bilancio e i rapporti con i reati tributari*, in *Il Fisco*, 2002, 1, 2657 s.) e R. BORSARI, *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in R. BORSARI-R. SANTINI, *Il falso*, cit., 98. Su tale posizione parrebbe anche G. LOSAPPIO, «Papè satàn, papè satàn aleppe». *La formula «fatti materiali non rispondenti al vero ancorché oggetto di valutazioni» nella riforma dei reati societari*, in *Cass. pen.*, 2003, 1429.

<sup>82</sup> Per un ampio quadro dei persuasivi argomenti di censura, v. tra gli altri D. PULITANÒ, *False comunicazioni sociali*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto*, cit., 163; E. MUSCO, *I nuovi reati*, 69; M. MALAVASI, *I nuovi reati societari*, Torino, 2008, 27.

<sup>83</sup> Tra gli altri, v. E. MUSCO, *I nuovi reati*, cit., 67 s.; F. GIUNTA, *Lineamenti*, cit., 195; C. SANTORIELLO, *Diritto penale*, cit., 37 s.; R.G. MARUOTTI, *I reati*, cit., 104; A. ROSSI, *Illeciti*, cit., 155. N. MAZZACUVA-E. AMATI, *Diritto penale*, cit., 128.

<sup>84</sup> In questi termini si esprimeva, ad esempio, la *Relazione illustrativa* (sub art. 10, par. 6.1) allo *Schema di legge delega per la riforma del diritto societario* del 2000 (così detto «progetto Mirone»), sul quale è stata poi in larga parte ricalcata la legge delega n. 366 del 2001 che ha dato origine al d.lgs. 61 del 2002, che può leggersi in *Riv. soc.*, 2000, spec. 75.

aggiunge e nulla toglie ai “fatti” di cui al previgente art. 2621, n. 1, c.c.»<sup>85</sup>, ovvero il frutto di una «affrettata traduzione» del termine *material*, utilizzato frequentemente per indicare il carattere ingannevole di un certo fatto nell’ambito della legislazione di Borsa statunitense<sup>86</sup>, alla quale, in effetti, il legislatore del duemiladue ha dichiarato espressamente di essersi ispirato, ad esempio in tema di determinazione delle soglie di rilevanza del falso societario<sup>87</sup>.

### 1.6.1. *Il dibattito suscitato dalla riforma del duemilaquindici*

La questione della rilevanza penale delle valutazioni di bilancio sembra destinata fatalmente a riaprirsi ad ogni modifica normativa del reato di false comunicazioni sociali, il che è difatti puntualmente avvenuto anche all’indomani della l. 69/2015. In particolare, ciò che ha ridestato il dubbio sul persistente rilievo penale del falso valutativo è stata l’eliminazione dagli artt. 2621 e 2622 c.c. sia della previsione delle soglie di rilevanza quali-quantitativa delle falsità, compresa quella riferita alle «valutazioni estimative», sia della precisazione che includeva espressamente nei fatti materiali inficiabili dal mendacio quelli «oggetto di valutazioni».

Ed invero, secondo una prima ricostruzione dottrinale<sup>88</sup>, condivisa da una parte della giurisprudenza<sup>89</sup>, sarebbe anzitutto il testuale riferimento degli artt. 2621 e 2622 c.c. ai soli «fatti materiali» ad espellere dall’area applicativa dei primi le valutazioni. Si sostiene, infatti, che tale formula linguistica, non temperata più dall’espres-

<sup>85</sup> Così, S. SEMINARA, *False comunicazioni*, cit., 677, nonché, sostanzialmente nello stesso senso, L. FOFFANI, *La nuova disciplina*, cit., 265.

<sup>86</sup> Cfr. R. BRICCHETTI-L. PISTORELLI, Punibili solo le «notizie» verso il pubblico o i soci, in *Guida dir.*, 2001, n. 16, 52.

<sup>87</sup> In questo senso, infatti il § 2 della Relazione governativa al d.lgs. 61/2002, cit., spec. 30, sul punto criticata da G. MARINUCCI, “*Depenalizzazione*”, cit., 138 s.

<sup>88</sup> Cfr. R. BRICCHETTI-L. PISTORELLI, *Un intervento sulle “comunicazioni” che suscita imbarazzo*, in *Guida dir.*, 2015, n. 26, 59; ID., *Escluse le valutazioni dalle due nuove fattispecie*, *ivi*, 61 s.; I. CARACCIOLI, *Il rischio penale per le valutazioni estimative: reati fiscali a confronto con il nuovo falso in bilancio*, in *Il Fisco*, 2015, n. 28, 2736; A. D’AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 95 e 98 s.; A. LANZI, *Quello strano scoop del falso in bilancio che torna reato*, in *Guida dir.*, 2015, n. 26, 12; ID., *Il flebile incrocio tra illuminismo, legalità e diritto penale dell’economia*, in *Ind. pen.*, 2016, 5; A. PERINI, *I “fatti materiali non rispondenti al vero”: harakiri del futuribile “falso in bilancio”?*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 7 s. del PDF; F. SUPERTI FURGA, *Riflessioni*, cit., 1295 s., nonché M. SCOLETTA, *Tutela*, cit., 1306 s., che tuttavia riconosce persistente rilievo penale alle valutazioni «quando nel processo di elaborazione di un valore di bilancio non si tenga conto o comunque si alterino i contenuti oggettivi di documenti o di fatti materiali rilevanti ai fini della valutazione».

<sup>89</sup> V. Cass. pen., Sez. V, 16.6.2015, Crespi, in *Guida dir.*, 2015, n. 48, spec. 72 s., con nota di G. AMATO. V. anche, sulla stessa linea, Trib. Milano, 29.9.2015, Arpano, in *Riv. pen.*, 2016, spec. 368, che tuttavia distingue tra la «errata valutazione di una realtà effettivamente esistente», che non avrebbe più rilievo penale, e «valutazioni [...] basate su dati errati», che invece lo conserverebbero, così come, nella sostanza, Cass. pen., Sez. V, 8.1.2016, Banca popolare dell’Alto Adige, che può leggersi in *Riv. pen.*, 2016, 443.

sione «ancorché oggetto di valutazioni» e dalla previsione di soglie riferite a dette stime, non potrebbe che intendersi nel suo significato testuale più rigoroso, ossia come riferimento a dati della realtà fenomenica suscettibili di percezione sensoriale; il che, peraltro, sarebbe confortato anche da un argomento storico, offerto, sebbene in tema di evasione fiscale, dall'art. 4, lett. f, della l. 7 agosto 1982, n. 516. Invero, a seguito delle modifiche recate dalla l. 15 maggio 1991, n. 154, tale disposizione si riferiva espressamente alla attestazione di «fatti materiali» non rispondenti al vero, e ciò, come parrebbe emergere dai lavori preparatori, al conclamato fine di non punire proprio il falso valutativo. Ma vi sarebbe di più. A tale esito interpretativo, infatti, concorrerebbero pure la sostituzione del termine «informazioni» utilizzato nell'originario d.d.l., ed idoneo a ricomprendere anche le valutazioni, con l'espressione, appunto, «fatti materiali», nonché l'adagio interpretativo *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*, considerato che il delitto di «Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza» dell'art. 2638, comma 1, c.c., non interessato dalla novella, continua a riproporre la formula «fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni».

A tale ricostruzione si contrappongono tanto in dottrina quanto in giurisprudenza voci che sostengono, invece, la perdurante rilevanza penale del falso nelle valutazioni, e ciò sulla base di argomenti – peraltro non sempre nuovi – che affrontano la questione sia dal versante interpretativo che da quello teleologico e di politica criminale<sup>90</sup>. Ed invero, sotto il primo aspetto si è anzitutto osservato come, almeno nel linguaggio tecnico, l'aggettivo «materiale» sia privo di valore specificativo se riferito al termine «fatto», del quale, perciò, non comporterebbe alcun decremento semantico, come proverebbe il non senso giuridico che avrebbero le espressioni “fatti immateriali” e “fatti spirituali”<sup>91</sup>; risulterebbe perciò confermato che, volendo riconoscere una qualche funzione a tale aggettivo, essa sarebbe al più quella di escludere dal perimetro di tipicità delle false comunicazioni sociali le opinioni di natura squisitamente soggettiva, i pronostici e le mere previsioni, come già si affermava in passato. Del resto – si osserva ulteriormente – nell'ambito del linguaggio specialistico del bilancio, nel cui alveo la lettera degli artt. 2621 e 2622 c.c. va calata per evidenti

---

<sup>90</sup> Cfr. A. ABBAGNANO TRIONE, *Il nuovo volto*, cit., 1250, 1253 s.; A. CRESPI, *Sentenze opache e legalità "formalistica" (I sessant'anni della Rivista delle società)*, in *Riv. soc.*, 2015, 1035 s.; F. D'ALESSANDRO, *La riforma*, cit., 2214 s.; G. LUNGHINI, *Artt. 2621-2642 c.c.*, cit., 1835; M. GAMBARDELLA, *Il "ritorno"*, cit., 1740 s.; F. MUCCIARELLI, *Le "nuove" false comunicazioni sociali: note in ordine sparso*, in *www.penalecontemporaneo.it*, 8 s. e 22 s. del PDF; S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 814 s.; A. ROSSI, *Il falso*, cit., 237 s., nonché A. ALESSANDRI, *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2016, 33, spec. nota 50, il quale tuttavia precisa che, per effetto della sua «sciatta formulazione», la fattispecie «si conferma [...] aperta alle due interpretazioni». In giurisprudenza, sebbene con argomenti non sempre condivisibili, v. Cass. pen., Sez. V, 12.11.2015, Giovagnoli, cit., nonché la Relazione per la Quinta Sezione Penale curata dall'Ufficio del Massimario e del Ruolo, Servizio Penale, della Corte suprema di Cassazione, spec. par. 2.6.4. s., disponibile in rete.

<sup>91</sup> Peraltro, osserva A. ABBAGNANO TRIONE, *Il nuovo volto*, cit., 1253, che in ogni caso «la misurazione di qualcosa che esiste» – ché tale sarebbero le valutazioni – «è pur sempre un fatto materiale».



ragioni sistematiche, il concetto di “materialità” assume un contenuto assai diverso da quello che il gergo comune gli attribuisce. Nel suo significato tecnico, infatti, la “materialità” andrebbe intesa secondo la sua originaria matrice anglosassone di «*materiality*», che, sebbene presenti una assonanza linguistica con il termine laico “materialità”, significa concettualmente *rilevanza* del fatto esposto ai fini della rappresentazione delle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie della società. Ed è in questa accezione, infatti, che il derivato “principio di materialità” sarebbe sotteso alla legislazione comunitaria in tema di bilancio trasfusa nei vigenti artt. 2423 ss. c.c. quale componente presupposta di quella esigenza di *true and fair view* che il bilancio è chiamato normativamente a soddisfare (v. gli artt. 2, comma 3, IV<sup>a</sup> direttiva CEE e 16, comma 3, VII<sup>a</sup> direttiva CEE), e sarebbe previsto nei principi contabili di redazione del bilancio nazionali ed internazionali. Né argomento contrario alla tesi qui sostenuta – si opina da ultimo, sotto il profilo esegetico – potrebbe trarsi dall’assenza, negli attuali artt. 2621 e 2622 c.c., della precisazione secondo cui il mendacio è penalmente rilevante se cade su di un fatto materiale «ancorché oggetto di valutazioni»: formula, questa, che è stata invece mantenuta nel testo dell’art. 2638, comma 1, c.c. Si osserva, infatti, che il sintagma in esame avrebbe un valore meramente “concessivo”, come testimonia linguisticamente la congiunzione «ancorché» di esordio, la quale nulla aggiungerebbe all’estensione semantica del termine «fatto», allo stesso modo in cui nessuna contrazione applicativa subirebbe la fattispecie di omicidio doloso se l’art. 575 c.p. incriminasse l’uccisione di «un uomo, ancorché vecchio o malato». E riprova ne sarebbe la giurisprudenza sorta intorno allo stesso art. 2638, comma 1, c.c., la quale ha precisato che «la congiunzione “ancorché” equivalente a “sebbene, quantunque, anche se” ha, nel contesto generale della norma, valore concessivo [e] finisce col corrispondere in tutto all’espressione [...] “fatti non corrispondenti al vero”»<sup>92</sup>. Sotto il versante politico-criminale, infine, si è ribadito che l’estromissione del mendacio valutativo dai rigori degli artt. 2621 e 2622 c.c. avrebbe effetti dirompenti sulla vitalità operativa di questi ultimi, comportandone una sostanziale abrogazione. Per convincersene, sarebbe sufficiente ricordare, da un canto, che quelle di “falso in bilancio” costituiscono la parte senz’altro più cospicua delle ipotesi applicative del reato di false comunicazioni sociali, e, dall’altro, che è indiscutibile che la più parte delle voci di bilancio, per non dire tutte, consiste in valutazioni<sup>93</sup>.

Non deve perciò meravigliare che la questione dell’attuale rilievo penale delle valutazioni estimative abbia richiesto un intervento delle Sezioni Unite della Suprema Corte, chiamate a chiarire «se la modifica dell’art. 2621 c.c. per effetto dell’art.

<sup>92</sup> Così, Cass. pen., Sez. V, 28.9.2005, Mangiapane, in *Cass. pen.*, 2006, spec. 1400.

<sup>93</sup> Nella prospettiva aziendalistica, per una distinzione dei valori espressi nel bilancio in oggettivi (“certi”, predicabili di verità e falsità in senso semantico), ma residuali, e soggettivi (“stimati” e “congetturali”, predicabili solo di coerenza/incoerenza), prevalenti, v. F. SUPERTI FURGA, *Riflessioni*, cit., 1293 s.

9 l. 69/2015 nella parte in cui, disciplinando le “false comunicazioni sociali”, non ha riportato l’inciso “ancorché oggetto di valutazioni”, abbia determinato o meno un effetto parzialmente abrogativo della fattispecie»<sup>94</sup>. A tale domanda i giudici di legittimità hanno risposto in senso affermativo, statuendo che «Sussiste il delitto di false comunicazioni sociali, con riguardo alla esposizione o alla omissione di fatti oggetto di “valutazione” se, in presenza di criteri di valutazione normativamente fissati o di criteri tecnici generalmente accettati, l’agente da tali criteri si discosti consapevolmente e senza darne adeguata informazione giustificativa, in modo concretamente idoneo ad indurre in errore i destinatari»<sup>95</sup>. A siffatta conclusione i giudici sono giunti riproponendo gli argomenti già in buona misura richiamati dalla tesi “confermativa” della rilevanza penale delle valutazioni, i quali, usando le parole delle stesse Sezioni Unite, possono essere qui condensati<sup>96</sup>: *a*) nel premesso superamento metodologico dell’uso, quanto meno con valore assorbente, del dato letterale, visto che ai sensi dello stesso art. 12 delle preleggi al c.c. «non può certo negarsi che proprio l’intenzione del legislatore deve essere “estratta” dall’involucro verbale (“le parole”), attraverso il quale essa è resa nota ai destinatari e all’interprete»; *b*) nella «evidente fallacia» della contrapposizione tra fatti materiali e valutazioni, «e ciò per l’ottima ragione che il bilancio non contiene “fatti”, ma il “racconto” di tali fatti. Vale a dire: un fatto, per quanto “materiale”, deve comunque, per trovare collocazione in un bilancio, essere “raccontato” in unità monetarie e, dunque, valutato»; *c*) nell’inconcludenza dell’argomento interpretativo offerto dall’art. 2638 c.c., posto che la specificazione ivi contenuta, secondo la quale le falsità incriminate sono quelle aventi oggetto fatti materiali «ancorché oggetto di valutazioni», avrebbe, per la giurisprudenza pronunciata su tale fattispecie incriminatrice, «valenza meramente concessiva»; *d*) nella presa d’atto in prospettiva sistematica, «vale a dire in una visione [...] dell’intera materia societaria in tema di bilancio», che quest’ultimo «in tutte le sue componenti (stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario, nota integrativa), è un documento dal contenuto essenzialmente valutativo», e anzi che «tutta la normativa civilistica presuppone e/o prescrive il momento valutativo nella redazione del bilancio»; così che, «“sterilizzare” il bilancio con riferimento al suo contenuto valutativo significherebbe negarne la funzione e stravolgerne la struttura», con la conseguenza, sul versante penale, che «se si accedesse alla tesi della non punibilità del falso valutativo, si sarebbe in pratica al cospetto di una interpretatio abrogans del delitto di false comunicazioni sociali» e di un intervento legislativo – quello operato dalla l. 69/2015 – che «finirebbe per presentare una significativa falla nella sua trama costruttiva, prestandosi ad una lettura depotenziata proprio nella

---

<sup>94</sup> In questi termini è stato infatti formulato il quesito alle Sezioni Unite da Cass. pen., Sez. V, 2.3.2016, Passarelli, che può leggersi in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), con nota di F. MUCCIARELLI.

<sup>95</sup> È questo, difatti, il principio di diritto espressamente affermato da Cass. pen., SS.UU., 31.3.2016, Passarelli, cit.

<sup>96</sup> Cfr. Cass. pen., SS.UU., 31.3.2016, Passarelli, cit., spec. § 8 s.

parte che dovrebbe essere una delle più qualificanti [...]»; e) nella constatazione che «la figura del falso valutativo è solidamente incardinata e i suoi confini sono [...] sufficientemente tracciati» nella giurisprudenza di legittimità, la quale ritiene tale mendacio configurabile «quando la attestazione sia resa in un contesto implicante la necessaria accettazione di parametri di valutazione normativamente determinati o tecnicamente indiscussi», assumendo essa la qualificazione di “falsa” «se da tale parametri si discosti»: condizione, questa, che ben può verificarsi nel caso delle valutazioni qui in rilievo, posto che il legislatore civile, agli art. 2423 s. c.c., «non solo si fa carico di indicare la struttura e il contenuto del bilancio, ma detta i criteri di redazione dello stesso e [...] impone canoni di valutazione e indica quale debba essere il contenuto della nota integrativa». Ne conseguirebbe, in conclusione, che «perde rilievo [...] la questione su cosa si debba intendere per “materialità” del fatto, essendo essa una «espressione atecnica che non può essere intesa come antitetica alla soggettività delle valutazioni».

### 1.6.2. *Legalità versus ragionevolezza?*

Non vi è dubbio che le Sezioni Unite colgano nel segno, sul piano della ragionevolezza politico-criminale, laddove osservano che negare rilevanza penale al falso valutativo comporterebbe un innaturale quanto antistorico annichilimento delle fattispecie di nuovo conio, che vedrebbero con ciò sottratto al loro raggio di presione proprio l'ambito applicativo per esse più tipico, per non dire più naturale<sup>97</sup>. Riprova ne sia che la stessa dottrina che sostiene, invece, l'attuale irrilevanza del falso valutativo non manca di evidenziare la «curiosa conseguenza» secondo la quale proprio «per i più gravi casi di falsità in comunicazioni sociali a seguito di scorrette valutazioni, d'ora in poi, non si potrà più arrivare a una affermazione di responsabilità penale», là dove risulta «facile considerare che proprio in relazione alle “valutazioni” si caratterizzano le principali e più significative appostazioni di bilancio»<sup>98</sup>; allo stesso modo, non si è avuto remora a parlare di «smarrimento» ed «imbarazzo» dell'interprete<sup>99</sup>, di rischio di «abbattere drasticamente la tutela punitiva apprestata dalle

---

<sup>97</sup> Favorevoli ai risultati interpretativi ai quali giungono le Sezioni Unite parrebbero, tra gli altri, F. D'ALESSANDRO, *La riforma delle false comunicazioni sociali tra aporie legislative e primi disorientamenti applicativi*, in *Criminalia*, 2015, 464 s.; C. BENUSSI, *I nuovi delitti di false comunicazioni sociali e la rilevanza penale delle false valutazioni*, in *www.penalecontemporaneo.it*, spec. 45 s. del PDF; F. MUCCIARELLI, *Le sezioni unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, *ivi*, 2 s. del PDF; D. PULITANÒ, *Ermeneutiche alla prova. La questione del falso valutativo*, *ivi*, spec. 8 s. del PDF; D. PIVA, *Le sezioni unite sulle valutazioni: dai finti ai veri problemi delle nuove false comunicazioni sociali*, *ivi*, spec. 5 s. del PDF; A. ROSSI, *La rilevanza penale del falso valutativo: la motivazione “di conferma” delle Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 2016, 2010 s.; M. SCOLETTA, *Luci e ombre delle nuove fattispecie penali di false comunicazioni sociali*, in *Riv. dott. comm.*, 2016, 485 s.

<sup>98</sup> Così, A. LANZI, *Quello strano scoop*, *cit.*, 12.

<sup>99</sup> Cfr. R. BRICCHETTI-L. PISTORELLI, *Un intervento*, *cit.*, rispettivamente 58 e 59.

fattispecie di false comunicazioni sociali e, con essa, l’affidabilità delle informazioni di bilancio»<sup>100</sup>. E per vero, sintomatica di tale disagio appare la posizione di chi, pur avendo sostenuto in prima battuta l’esito interpretativo qui in discorso, aveva poi recuperato – così come in larga misura hanno fatto le stesse Sezioni Unite – all’alveo applicativo delle false comunicazioni sociali le valutazioni estimative individuate dalla mancata corrispondenza tra i criteri di stima dichiarati nella nota integrativa o nelle relazioni di accompagnamento al bilancio e quelli realmente utilizzati dagli amministratori, posto che – ed il punto merita attenzione – tale discrepanza «ben può integrare l’esposizione di fatti materiali non rispondenti al vero, dove i “fatti materiali” falsi consistono nel dato obiettivo dell’indicazione nella nota integrativa dei criteri di valutazione che però vengono disattesi nella redazione del bilancio»<sup>101</sup>: ma è proprio tale difformità tra il criterio di stima “dichiarato” e quello “realmente adottato” a costituire, almeno secondo molti autori, il criterio di individuazione della stessa figura del falso valutativo!<sup>102</sup>. Del resto, non si può non ricordare che la novella del duemiladue venne autorevolmente inscritta nel novero delle leggi «simboliche per ineffettività» disnomica», che tali sono in quanto composte da «precetti logicamente e formalmente contraddittori, contenenti ingiunzioni paradossali che, in definitiva, recano in sé i germi della loro paralisi», poiché le cruciali fattispecie di false comunicazioni sociali e di infedeltà patrimoniale vennero giudicate come «di fatto sterilizzat[e]» dal legislatore del tempo<sup>103</sup>. E che ad un siffatto convincimento avesse concorso pure la previsione delle soglie di rilevanza penale del falso valutativo può argomentarsi dalle numerose critiche che tale scelta raccolse, considerata proprio l’indiscussa incidenza che le valutazioni di bilancio posseggono nel fornire ai terzi il quadro delle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie della società, la cui “trasparenza” l’abrogato art. 2621 c.c. ancora mirava a garantire<sup>104</sup>; e si trattava – si badi – dell’apposizione di un mero argine al falso nelle valutazioni e non già, come invece ora si paventa, di un radicale suo disconoscimento agli effetti penali.

<sup>100</sup> Cfr. M. SCOLETTA, *Tutela*, cit., 1306.

<sup>101</sup> Così A. D’AVIRRO, *Il nuovo falso*, cit., 111 s., ma anche, sostanzialmente, C. SANTORIELLO, *Rilevanza penale delle valutazioni di bilancio. Poche parole per riportare ordine in un dibattito “isterico”*, in *Arch. pen.*, 2015, n. 2, 7 s. (ma spec. 11-12).

<sup>102</sup> La tesi risale, tra i penalisti, ad A. BARTULLI, *Tre studi sulle falsità in bilancio*, Milano, 1980, 122 s., ed appare oggi prevalente in dottrina: v. tra gli altri L. FOFANI, *Reati*, cit., 242; A. PERINI, *Il delitto*, cit., 379 s.; D. PULITANÒ, *False comunicazioni*, cit., 151 s.; E. MUSCO, *I nuovi reati*, cit., 74; F. GIUNTA, *Lineamenti*, cit., 197; N. MAZZACUVA, *Il falso in bilancio. Casi e problemi*, II<sup>a</sup> ed., Padova, 2004, 122 s.; R.G. MARUOTTI, *I reati*, cit., 107 s.; D. CULTRERA, *Le false comunicazioni sociali*, in G. CANZIO-L.D. CERQUA-L. LUPARIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, I, Padova, 2014, 87; A. ROSSI, *Illeciti*, cit., 157. In giurisprudenza, v. App. Milano, 18.12.1991, in *Le società*, 1992, 951; Trib. Lanciano, 25.11.1985, in *Foro it.*, 1986, I, 1062.

<sup>103</sup> In questi termini, C.E. PALIERO, *Nasce il sistema delle soglie quantitative: pronto l’argine alle incriminazioni*, in *Guida dir.*, 2002, n. 16, 37.

<sup>104</sup> V., *ex multis*, E. FILIPPI, *Le soglie*, cit., 271 s. e 280 s.; A. CRESPI, *Le false*, cit., 1348 s.; L. FOFANI, *La nuova disciplina*, cit., 288 s.; S. SEMINARA, *False comunicazioni*, cit., 679.

Vero è, inoltre, e sempre sotto il profilo politico-criminale, che la tesi negazionista renderebbe i nuovi delitti di false comunicazioni sociali del tutto contraddittori, per non dire antitetici, rispetto agli intenti politico-criminali di “rivalizzazione” di tale figura criminosa che l’odierno legislatore ha manifestato<sup>105</sup>, e che in effetti ha tradotto in opera agendo su qualificanti profili delle fattispecie, dei quali già si è detto: interventi di ritrovata effettività, questi, che tuttavia sarebbero ben poca cosa se tali incriminazione dovessero ritenersi inapplicabili al falso valutativo. Quale “trasparenza” sarebbe allora salvaguardata? Quale grado di reale effettività avrebbero gli artt. 2621 e 2622 c.c.?<sup>106</sup>; e, di rimbalzo, in che termini la tutela dell’obbligo degli amministratori di fornire a soci e terzi la *fair and true view* della situazione economica della società offerta dalle disposizioni in parola potrebbe considerarsi “adeguata” ed “effettiva” rispetto ai noti *desiderata* comunitari in materia?<sup>107</sup>. Tali domande rischierebbero di apparire puramente retoriche se si negasse cittadinanza penale al falso valutativo. Né, infine, potrebbero sfuggire le ricadute sistemiche che la sostanziale ineffettività del reato di false comunicazioni sociali, deprivato del mendacio in valutazioni, comporterebbe. A tale proposito, e per tacer d’altro, giova ricordare che dall’estensione dell’area applicativa di tale figura criminosa dipende in larga misura quella del reato di bancarotta impropria da reato societario prevista dall’art. art. 223, comma 2, n. 1, l.f., così come l’attivazione, sempre “da reato societario”, della responsabilità degli enti ai sensi dell’art. 25-ter del d.lgs. n. 231/2001.

Quanto, tuttavia, una siffatta interpretazione “orientata ai risultati” risulti congruente rispetto al principio di legalità, ovvero sia quanto appaiano persuasive le argomentazioni spese dalla Corte nel tentativo di dimostrare la congruenza ai medesimi obiettivi della lettera degli artt. 2621 e 2622 c.c. è tutt’altra questione, che nondimeno non può sottacersi<sup>108</sup>. Certo, da un lato è vero che, nei limiti in cui rilevi, l’atteg-

<sup>105</sup> Cfr. il già più volte richiamato d.d.l. di iniziativa del Sen. Grasso ed altri, nel quale, a tacer d’altro, si legge (v. punto n. 7, p. 5) che il «ripristino della punibilità del falso in bilancio» costituirebbe il «presupposto indefetibile per garantire la trasparenza delle vicende societarie e, quindi, l’affidamento dei terzi relativamente all’andamento delle società», che invece le modifiche del 2002 avrebbero «prejudicato in maniera gravissima».

<sup>106</sup> Osservava in modo condivisibile E. Musco, *L'illusione penalistica*, Milano, 2004, 122, che del principio di effettività, cui tutte le norme incriminatrici dovrebbero ispirarsi, sarebbe opportuno discutere «innanzitutto sul piano della genesi della fattispecie perché appare ovvio che non ha senso introdurre nel sistema un reato che, fin dall’origine, non possiede credibilità empirica o criminologica». Più in generale, sul principio di effettività, anche nella poiesi della norma penale, v. C.E. PALIERO, *Il principio*, cit., spec. 529 s.

<sup>107</sup> Il riferimento, puramente teleologico, è alla nota questione di illegittimità comunitaria (e quindi costituzionale) che interessò i previgenti artt. 2621 e 2622 c.c. proprio sotto tale profilo e che si concluse, altrettanto notoriamente, con la sentenza di irricevibilità dei ricorsi da parte della Corte di Giustizia nel duemilacinque: sulla vicenda, basti il riferimento, per tutti, a A. PERINI, *Art. 2621*, in F. D’ALESSANDRO (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, III, Padova, 2010, 105 s.

<sup>108</sup> In tale prospettiva, v. ad esempio i dubbi di R. BRICCHETTI, *Superato il rischio di sterilizzazione dei bilanci societari*, in *Guida dir.*, 2016, n. 28, 56 s., di I. CARACCIOLI, *La persistente punibilità delle “valutazioni” nel falso in bilancio*, in *Il Fisco*, 2016, n. 26, 2551 s. e di A. MANNA, *Il nuovo delitto di*

giamento assunto dal legislatore storico di fronte al problema ora in esame è stato – incredibilmente, consideratone il rilievo pratico – di sostanziale ignavia<sup>109</sup>; così come, dall’altro, è altrettanto vero che non è certo da ora che l’interpretazione delle fattispecie di reato tende ad essere influenzata dai risultati applicativi che essa può diversamente determinare, non mancando del resto casi nei quali anche la dottrina più garantista ammette letture sostanzialmente *contra legem* del dato normativo ove la stretta osservanza semantica dello stesso conduca ad esiti palesemente incongrui rispetto allo scopo di tutela della disposizione incriminatrice: è il caso, ad esempio, del reato di lesioni personali, che nessuno oggi riterrebbe inapplicabile ad un fatto di veneficio o di contagio da virus HIV solo perché l’art. 582 c.p. testualmente punisce soltanto quelle procurate malattie nel corpo o nella mente che derivino causalmente da una previa «lesione» inferta all’essere fisico altrui.

Ma resta il fatto che il ruolo di sostanziale “emendatore” *ex post* che, slabbrando il tenore letterale della fattispecie, nei fatti il giudice finisce per attribuirsi impatta su delicate tematiche. Si pensi, a tacer d’altro, all’uguaglianza di trattamento dei cittadini; al rispetto delle loro garanzie individuali e, non certo da ultimo, al corretto equilibrio dei rapporti tra poteri dello Stato, ed in specie tra quelli a base elettiva, dotati di legittimazione popolare e quindi di potestà normativa, e quelli che tale caratteristica istituzionalmente non hanno: tutte esigenze, queste, che non a caso stanno notoriamente alla base del principio di legalità formale e del suo precipitato che è la riserva di legge.

### 1.7. Rilievi conclusivi

È noto come da tempo la dottrina insista nel riconoscere che, quale mezzo di *enforcement* della disciplina dei mercati finanziari e più in generale di quella eco-

---

*false comunicazioni sociali (tra law in book and law in action): cronaca di una discutibile riforma*, in *Arch. pen.*, 2016, 498 s. Con grande sincerità, del resto, ammette M. SCOLETTA, *Luci e ombre*, cit., 486, che grazie all’intervento delle Sezioni Unite il problema del falso valutativo «può dirsi definitivamente risolto a favore della “ragion pratica” [...]», ed in particolare «con il sacrificio della legalità penale sull’altare della ragionevolezza punitiva».

<sup>109</sup> Così, almeno, stando ai lavori parlamentari richiamati tra l’altro da D. PRIVA, *Le sezioni unite*, cit., 2 del PDF e da D. PULITANÒ, *Ermeneutiche*, cit., 2, dai quali risulta che, interrogato sul rilievo penale delle valutazioni di bilancio, il relatore del Governo alla proposta di legge che porterà poi agli attuali artt. 2621 e 2622 c.c. rispose testualmente che «sarà opera dell’interpretazione giurisprudenziale stabilire se le valutazioni debbano essere considerate ai fini della sussistenza del requisito della non rispondenza al vero» (per un accesso diretto alla fonte, v. II<sup>a</sup> Commissione permanente Giustizia del Senato, XVII<sup>a</sup> Legislatura, resoconto sommario n. 192 della seduta pomeridiana del 18.3.2015, che può leggersi al seguente link: [www.senato.it/japp/bgt/showdoc/frame.jsp?tipodoc=SommComm&leg017&id=00907805&part=doc\\_dc-sedetit\\_isr&parse=no](http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/frame.jsp?tipodoc=SommComm&leg017&id=00907805&part=doc_dc-sedetit_isr&parse=no)). Con riferimento proprio a tale vicenda, di «esempio plateale di [...] incondizionata rinuncia all’esercizio dell’*ars legiferandi*» parla autorevolmente F. PALAZZO, *Legalità tra law in book e law in action*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 2 del PDF.

nomica, lo strumento penale incontra notevoli difficoltà di adattamento e sconti ancor più un livello di efficacia preventiva assai basso, pur non arrivando a predicarne, se non in pochi casi, la radicale estromissione da tali ambiti d'intervento. Da un lato, infatti, è stato evidenziato – ed in parte lo si è anche visto – che per godere di una qualche funzionalità il diritto penale è qui costretto a subire evidenti torsioni dei suoi caratterizzanti principî di legalità, determinatezza, causalità, offensività e colpevolezza, vedendo così trasfigurato il proprio tradizionale volto garantista<sup>110</sup>; dall'altro, ed all'incontro, è da molti evidenziata la precipua efficacia, nel contrasto alla così detta «criminalità del profitto», delle più elastiche fattispecie di illecito amministrativo, specie se collegate a sanzioni pecuniarie ed interdittive, o delle forme eventualmente «amministrativizzate» di confisca dei beni provenienti dall'illecito<sup>111</sup>, senza peraltro contare che, proprio nell'ambito dell'ordinamento dei mercati finanziari, la tipica distinzione funzionale e strutturale tra responsabilità penale e responsabilità civile tende a sfumare, poiché quest'ultima, anche in considerazione degli interessi generali in gioco, tende a surrogare la prima abbandonando la tradizionale logica riparatoria per assumere funzioni più spiccatamente preventivo-repressive, tipiche della pena<sup>112</sup>. Da parte propria, anche gli studi criminologici confermano d'altronde le difficoltà che lo strumento penale sconta nell'arginare efficacemente i così detti «*white collar crimes*». A tale proposito, e senza qui potersi dilungare sul complesso tema, basterà richiamare la problematica relativa alla individualizzazione della responsabilità penale nelle strutture complesse e l'imbarazzo che la pena soffre nello svolgere la propria funzione rieducativa verso soggetti – i «colletti bianchi» – che risultano invece ben inseriti nella società, spesso addirittura ammirati per la loro «spregiudicatezza» negli affari, laddove il loro agire illecito, tendenzialmente guidato da calcoli di convenienza, parrebbe trovare una maggiore dissuasione in adeguati modelli preventivi di *compliance* e nella minaccia

<sup>110</sup> In proposito, v. per tutti F. SGUBBI, *Il reato come rischio sociale*, Bologna, 1990, 12 s. e 47 s., nonché C.E. PALIERO, *Sicurezza*, cit., 319 s. V. anche, nella più generale prospettiva di flessibilizzazione delle categorie penalistiche della causalità e del pericolo nell'ambito delle attuali «società del rischio», F. STELLA, *Giustizia e modernità*, III<sup>a</sup> ed., Milano, 2003, 221 s. e 515 s.

<sup>111</sup> Il tema è da tempo al centro di un ampio dibattito, riacutizzatosi con la crisi economica degli anni duemila: v. C.E. PALIERO, *La sanzione amministrativa come moderno strumento di lotta alla criminalità economica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1993, 1027 s.; L. FORNARI, *Criminalità del profitto e tecniche sanzionatorie. Confisca e sanzioni pecuniarie nel diritto penale «moderno»*, Padova, 1997, 7 s. e 247 s.; A. ALESSANDRI, *Delitti e pene nello scenario della crisi*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 671 s.; K. LÜDERSSEN, *Funzionalità dei mercati finanziari e diritto penale dell'economia. La «crisi finanziaria» apre nuove prospettive di criminalizzazione? Delitti e pene nello scenario della crisi*, in M. DONINI-M. PAVARINI (a cura di), *Sicurezza*, cit., 289 s.; A. DI AMATO, *Il diritto penale come strumento di regolazione del mercato*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, spec. 6 s.

<sup>112</sup> Cfr. A. DI AMATO, *La responsabilità civile degli operatori del mercato finanziario*, in A. DI AMATO (diretto da), *Trattato*, vol IX, cit., 28 s. Sulla più ampia *deterrence theory*, figlia dell'approccio economico al diritto, incline al superamento delle dicotomie tra «civile», «penale» ed «amministrativo» in favore dell'uso di misure «compensative», v. per tutti P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 39 s. e 77 s.

di subire svantaggi economici che annullino o superino il lucro atteso dall'azione criminosa<sup>113</sup>.

Da qui, ed in conclusione, l'auspicio da più parti formulato per la costruzione di un sistema punitivo integrato, che a poche e ben tipizzate fattispecie penali, da contrapporre alle effettive lesioni dei più importanti beni giuridici coinvolti dall'attività economica, affianchi un più ampio ventaglio di illeciti amministrativi sanzionati in modo diversificato e finalizzati, in prevalenza, ad avanzare il fronte della tutela, magari anche solo salvaguardando *sic et simpliciter* l'effettività di prescrizioni civiliistiche<sup>114</sup>. Ed è infatti ad un tale sistema di "doppio binario" sanzionatorio penale ed amministrativo che sembra aver guardato anche il legislatore. Invero, a tale logica si è attenuto anzitutto il Governo nel predisporre l'apparato punitivo della Parte V<sup>a</sup> del Tuf, il cui Titolo II, peraltro successivamente implementato, prevedeva e prevede una nutrita serie di illeciti amministrativi, posto che, volendo evitare fenomeni di criminalizzazione "a pioggia", il Parlamento aveva preteso che la pena venisse utilizzata solo per colpire «le infrazioni [che] ledono o espongono a pericolo interessi generali dell'ordinamento interno», laddove l'illecito amministrativo pecuniario, da regolamentare secondo i principi della l. 689/1981, avrebbe dovuto reprimere «le infrazioni che ledono o espongono a pericolo interessi diversi da quelli suindicati» (v. gli artt. 3, lett. c, e 21, lett. r, l. 52/1996)<sup>115</sup>.

Alla virtuosa sinergia tra sanzione penale e sanzione amministrativa si è d'altra parte ispirato successivamente anche il d.lgs. 39/2010 in materia di revisione contabile, nonché le leggi novellistiche 62/2005 e 262/2005, le quali, nel tentativo di reprimere in modo più efficace i fenomeni di *market abuse*, hanno tuttavia impostato il rapporto tra tali generi di sanzione in un modo diverso, dando così vita ad un sistema non privo tuttavia di aporie e punti critici<sup>116</sup>, alcuni dei quali censurati dalla più

<sup>113</sup> V. anzitutto E.H. SUTHERLAND, White collar crime. The uncut version (trad. it. *Il crimine dei colletti bianchi. La versione integrale*, a cura di G. FORTI, Milano, 1987), 3 s., 67 s., 197 s., 305 s., nonché P. MARTUCCI, *La criminalità economica. Una guida per capire*, Roma-Bari, 2006, 3 s., 51 s. e 117 s.; G. FORTI, *Il crimine economico: prospettive criminologiche e politico-criminali*, in M. CATENACCI-G. MARCONI (a cura di), *Temi di diritto penale dell'economia e dell'ambiente*, Torino, 2009, spec. 10 s.; S. VINCIGUERRA-A. ROSSI, *Principi di criminologia*, IV<sup>a</sup> ed., Padova, 2013, 197 s.; S. ALEO, *Criminologia e sistema penale*, Padova, 2011, 118 s.

<sup>114</sup> L'auspicio è condiviso da molti: v. ad es. A. MELCHIONDA, *Mercato*, cit., 5; L. FOFFANI, *Sicurezza*, cit., 285; S. PANAGIA, *La tutela penale dei mercati finanziari*, Torino, 2011, 36, nonché, in prospettiva di riforma, L. CONTI, *La politica legislativa: criteri di scelta tra sanzioni penali, amministrative e civili*, in AA.VV., *Mercato finanziario*, cit., 49 s. e L. FOFFANI, *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: le proposte del «progetto euro delitti» per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in E. DOLCINI-C.E. PALIERO (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, III, Milano, 2006, spec. 2356 s.; P. SEVERINO, *Sicurezza*, cit., 681 s.

<sup>115</sup> La dottrina ha difatti in larga parte accolto favorevolmente le scelte sanzionatorie del t.u.f.: cfr. F. SGOBBI, *Le sanzioni*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 293 s.; C. FABBRI, *La tutela penale dell'attività bancaria e finanziaria (Parte seconda: Il t.u.f.)*, in E. GALANTI (a cura di), *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, 1365.

<sup>116</sup> Per un quadro, anche critico, del sistema di repressione punitivo-amministrativa in ambito



autorevole giurisprudenza: non v'è bisogno qui infatti di indugiare sulla vicenda del cumulo tra sanzioni penali ed amministrative previsto dal t.u.f. in materia di abusi di mercato che ha originato la nota "sentenza Grande Stevens"<sup>117</sup>, i cui strascichi appaiono ad oggi tutt'altro che esauriti<sup>118</sup>, sebbene non è da escludere che a breve il legislatore intervenga in materia<sup>119</sup>.

Resta tuttavia il fatto che è proprio nel settore della regolamentazione dei mercati finanziari che, specie negli ultimi anni, si è registrato paradossalmente un uso quantitativamente molto esteso della sanzione penale, nonostante che a livello empirico se ne sia riscontrata, come poc' anzi detto, una minima efficacia profilattica. Sintomatica, al riguardo, è ancora una volta la vicenda della disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato, che consente, specie nelle sue più recenti evoluzioni, di cogliere quale sia probabilmente il reale motivo che giustifica un così ampio ricorso alla sanzione penale nel settore che qui interessa. A tale proposito, preme richiamare l'attenzione sul preambolo della direttiva 2014/57/UE in tema di "abusi di mercato", la quale, come è noto, costituisce l'ultima novità normativa del settore, destinata peraltro ad avere un impatto significativo sull'attuale disciplina sanzionatoria dell'insider trading e dell'aggrigotaggio finanziario<sup>120</sup>. Ed invero, nello spiegare le ragioni del proprio intervento, il legislatore comunitario ha espressamente precisato che l'ampio ricorso alla sanzione penale, della quale viene anche fissato il limite minimo con riferimento a quella detentiva (v. art. 7), sarebbe giustificato non soltanto perché «L'adozione di

---

finanziario, v. per tutti M. DOVA, *Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Reati*, cit., 239 s.

<sup>117</sup> Si tratta, precipuamente, di Corte CEDU, Sez. II, 4.3.2004, Grande Stevens c. Italia, che può leggersi per estratto, tra le tante, in *Giur. comm.*, 2014, II, 543, con nota di F. ABBADESSA.

<sup>118</sup> Dopo che la Consulta aveva respinto i rilievi di incostituzionalità di un tale sistema di cumulo di sanzioni nell'ambito della repressione dei *market abuses* sollevati in relazione al combinato disposto degli art. 117, comma 1, Cost. e 4 del VII° protocollo aggiuntivo alla CEDU, che stabilisce il divieto di *bis in idem* (v. Corte cost., 12.5.2016, n. 102, che può leggersi in *Le società*, 2016, 1125, con nota di E. BINDI), la Corte di Cassazione ha recentissimamente rimesso alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea la questione della compatibilità di tale sistema rispetto a quanto previsto dal richiamato art. 4 del VII° protocollo aggiuntivo alla CEDU, dall'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'unione europea e dalla pregressa giurisprudenza della stessa Corte europea: v. infatti Cass. civ., sez. trib., 20.9.2016, n. 20675, che può leggersi in *www.penalecontemporaneo.it*, con nota di F. VIGANÒ ed in *www.dirittoegiustizia.it, newsletter* del 14.11.2016, con nota di E. BRUNO.

<sup>119</sup> Per vero, la questione dovrebbe trovare espressa soluzione normativa non appena il Governo eserciterà la delega conferitagli dall'art. 11 della l. 9.7.2015, n. 114 per il recepimento della Direttiva 2014/57/UE, delle quali ora si dirà, posto che il comma 1, lettera m) del citato art. 11 impone di «evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate».

<sup>120</sup> Al momento in cui si scrive risulta la sola delega al Governo per l'attuazione di tale *desideratum* comunitario, contenuta nell'art. 11 della già richiamata l. 114/2015 (legge di delegazione europea per l'anno 2014).

sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato» (v. Considerando n. 5), ma anche – o ancor più? – poiché essa costituisce «una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative», così che con la sua introduzione od il suo rafforzamento «si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti» (v. Considerando n. 6).

Orbene, alla dottrina più attenta non è sfuggita la portata di tale affermazione, nella quale si è vista la conferma dell'avvenuta trasfigurazione funzionale che, nell'ottica del legislatore europeo, ha subito il ricorso al diritto penale. Quest'ultimo, infatti, da strumento di tutela – razionalmente efficace – di un bene giuridico diviene, nella sostanza, «fattore di riconoscimento sociale dell'importanza di quest'ultimo», e quindi, in ultima analisi, mezzo utile per il suo valore meramente simbolico, per il disdoro anzitutto sociale che riversa sui suoi contravventori, e quindi strumento promozionale della normativa comunitaria sottostante<sup>121</sup>. Più in generale, si è di recente osservato come i bisogni di maggiore sicurezza finanziaria espressi dagli investitori a seguito della recente crisi economica abbiano determinato un significativo mutamento dei sistemi di controllo penale, ed in particolare il declino del tradizionale «*penal welfarism*», incentrato fondamentalmente sull'idea che la pena debba razionalmente perseguire l'obiettivo della riabilitazione e della reintegrazione sociale del reo. Al contrario, prevarrebbe nella modernità una generalizzata esasperazione delle politiche punitive, improntate a «logiche puramente repressive e di rassicurazione collettiva di tipo simbolico», le quali, proprio nel loro simbolismo, «esprimono, a livello emotivo, un diniego di criminalità, un vero e proprio *acting out* del crimine»<sup>122</sup>.

Che la pena costituisca il più forte strumento di disapprovazione sociale del comportamento umano è cosa risaputa, tanto essa è suggerita dal buon senso. Del resto, è proprio su tale suo fisiologico effetto che una parte della dottrina ha confidato per teorizzare il riconoscimento alla pena della capacità di esprimere uno specifico ruolo nell'ambito della general-prevenzione. A tale riguardo, infatti, si è detto che sarebbe proprio il timore di essere colpiti da un tale disdoro a facilitare nei consociati, anche inconsapevolmente, la formazione di una coscienza morale di osservanza dei comandi di legge, il che favorirebbe e stabilizzerebbe l'identificazione dei cittadini con il sistema dei valori protetti dall'ordinamento attraverso la minaccia della sanzione penale, e quindi, in ultima analisi, l'astensione spontanea dalle con-

<sup>121</sup> In questi termini, v. F. CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto europolitano*, in *Le società*, 2016, 204 s., e sostanzialmente F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina europolitano del market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *www.penalecontemporaneo.it*, 2 del PDF; tuttavia, all'efficacia della «sanzione di vergogna», che parrebbe ricollegarsi principalmente alla sanzione penale detentiva, fa appello, nell'ambito dell'auspicata prevalenza della Rule of Law sulla Rule of Economics, G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 945 s.

<sup>122</sup> In questo senso, M.B. MAGRO, *Paternalismo penale*, cit., 196.

dotte criminose<sup>123</sup>. Il punto sul quale interrogarsi è però un altro, ed è duplice: sino a quale limite la rincorsa di un tale effetto possa *ex se* giustificare il superamento delle più condivise direttive di impiego razionale – e non solo emozionale – della pena, che di essa esprimono, come si ricorderà, il «bisogno» in un certo contesto; se, in ogni caso, l'effetto preventivo derivante dalla simbolicità della norma penale sul quale si confida possa effettivamente dispiegarsi, tenuto conto sia della fisionomia che il legislatore ha conferito alle singole fattispecie di reato, che evidentemente ne condiziona le *chances* applicative, sia, e soprattutto, delle più generali condizioni “di contesto sistemico” entro le quali ogni incriminazione è destinata fatalmente ad operare.

Se l'intenzione è veramente quella di fornire una tutela effettiva ai beni giuridici selezionati, il processo di poiesi di qualsiasi disposizione incriminatrice dovrebbe perciò considerare, tra l'altro: che non vi può essere spazio nello Stato di Diritto per un diritto penale “speciale” rispetto a quello risultante dall'insieme dei principi costituzionali e delle categorie concettuali (e di garanzia) che lo caratterizzano, il cui tasso di elasticità non è certo infinito; che, se l'effetto simbolico sul quale si punta deriva soprattutto – come appare verosimilmente implicito – dallo spauracchio della pena penitenziaria, ci si dovrebbe coerentemente ricordare che le tendenze riformatrici attuali sia in ambito sostanziale che processuale sono ormai irreversibilmente orientate, anche per i limiti della finanza pubblica, verso il progressivo superamento del modello “carcerocentrico” ottocentesco; che l'amministrazione della giustizia penale in Italia è condizionata purtroppo da notori limiti, legati ad altrettanto ben conosciute carenze strutturali ed in parte normative, che al momento non consentono realisticamente una pronta ed efficace repressione di tutti i reati; che, d'altronde, i termini di prescrizione non possono estendersi all'infinito, tanto più se per rintuzzare gli effetti patologici delle suddette carenze strutturali; che, in conclusione, non c'è bisogno di richiamare il più classico insegnamento di Beccaria, tanto è intuitivo, per comprendere che nessun pratico effetto un'incriminazione può di per sé stessa sortire se l'infissione della correlata pena appaia, agli occhi dei consociati, ipotesi remota. Del resto, anche senza volere ovviamente rinunciare *in toto* all'utilizzo del diritto penale nell'ambito qui in rilievo, strumenti alternativi non mancano, considerata la ricchezza dell'arsenale a cui i moderni *conditores* potrebbero teoricamente attingere: si pensi alla sanzione amministrativa pecuniaria ed a quella interdittiva, al risarcimento dei danni civili, all'obbligo della riparazione del danno penale<sup>124</sup>, ai

<sup>123</sup> Il richiamo è chiaramente alla nota teoria della funzione general-preventiva «positiva», «pedagogica» o «mediante persuasione» della pena, sulla quale sia sufficiente il riferimento a J. ANDENAEUS, *La prevenzione generale: illusione e realtà* (trad. it. di A. CRESPI), in *Riv. it. dir. pen.*, 1953, 269 s. (che è successivamente tornato in argomento con *La prevenzione generale nella fase della minaccia, dell'irrogazione e dell'esecuzione della pena*, in M. ROMANO-F. STELLA (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, 33 s.) e ad H. FRISTER, *Strafrecht, A. T.*, V<sup>a</sup> ed., Monaco, 2011, 24 s.

<sup>124</sup> Il riferimento è alla *Wiedergutmachung* teorizzata in Germania quale “terzo binario” sanzionatorio: in argomento, v. C. ROXIN, *Strafrecht, A. T.*, IV<sup>a</sup> ed., Monaco, 1997, § 3, Rn 72 s. e, nella dottrina italiana, per tutti, D. FONDAROLI, *Illecito penale e riparazione del danno*, Milano, 1999, 279 s.

così detti “sostitutivi penali”<sup>125</sup>, alla previsione, di recente per vero sperimentata<sup>126</sup>, dei *punitive damages*, ecc.

In conclusione, se veramente, come da più parti si afferma, il momento è grave, non è detto che la soluzione stia esclusivamente – si perdoni il gioco di parole – nella più grave (a parole) delle sanzioni. La risposta che con tutta probabilità il «risparmio» ragionevolmente si attende non è, invero, né un simbolico feticcio al quale aggrapparsi, né tanto meno una inesigibile “obbligazione di risultato” che annulli l’alea insita in ogni investimento, bensì un (più) realistico ed efficace contrasto alla delinquenza finanziaria, che richiede, da parte dei regolatori, almeno l’assunzione di una “obbligazione di coraggio”: quella di battere vie alternative rispetto a quelle che, alla prova dei fatti, non hanno saputo evitare ciò che è purtroppo sino a qui accaduto.

## Bibliografia

- ABBAGNANO TRIONE A., *Il nuovo volto delle false comunicazioni sociali*, in *Studium iuris*, 2015, 1247 s.
- ALEO S., *Criminologia e sistema penale*, Padova, 2011.
- ALESSANDRI A., *Offerta di investimenti finanziari e tutela penale del risparmiatore*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, 201 s.
- ALESSANDRI A., *Parte generale*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell’impresa*, II<sup>a</sup> ed., Bologna, 2000, 1 s.
- ALESSANDRI A., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, 59 s.
- ALESSANDRI A., *Delitti e pene nello scenario della crisi*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 671 s.
- ALESSANDRI A., *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2016, 11 s.
- ANDENAES J., *La prevenzione generale: illusione e realtà* (trad. it. di A. CRESPI), in *Riv. it. dir. pen.*, 1953, 265 s.
- ANDENAES J., *La prevenzione generale nella fase della minaccia, dell’irrogazione e dell’esecuzione della pena*, in ROMANO M.-STELLA F. (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, 33 s.
- ANGIONI F., *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano, 1983.
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale, Leggi complementari*, I, XI<sup>a</sup> ed. aggiornata da L. CONTI, Milano, 1999.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell’ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell’art. 47, Il comma, Cost.*, Napoli, 2014.
- BARONCELLI S., *Art. 47*, in BIFULCO R.-CELOTTO A.-OLIVETTI M. (a cura di), *Commentario alla costituzione*, Torino, 2006, 945 s.

<sup>125</sup> Sui quali v., tanto per l’origine storica che per le possibili forme che essi possono assumere, E. DOLCINI-C.E. PALIERO, *Il carcere ha alternative?*, Milano, 1989, 1 s. e 157 s.

<sup>126</sup> Cfr. gli artt. 3 s. del d.lgs. 15.1.2016, n. 7, recante «Disposizioni in materia di abrogazione di reati e introduzione di illeciti con sanzioni pecuniarie civili».

- BARTOLO P., *I reati di false comunicazioni sociali*, Torino, 2004.
- BARTULLI A., *Tre studi sulle falsità in bilancio*, Milano, 1980.
- BENUSSI C., *I nuovi delitti di false comunicazioni sociali e la rilevanza penale delle false valutazioni*, in *www.penalecontemporaneo.it*.
- BERNASCONI C., *Il reato ambientale*, Pisa, 2008.
- BOLOGNINI S.-BUSSON E.-D'AVIRRO A., *I reati di false comunicazioni sociali*, Milano, 2002.
- BORSARI R., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in BORSARI R.-SANTINI R., *Il falso in bilancio*, Milano, 2002, 51 s.
- BRICCHETTI R., *Superato il rischio di sterilizzazione dei bilanci societari*, in *Guida dir.*, 2016, n. 28, 55 s.
- BRICCHETTI R.-CERVIO E., *Il falso in bilancio ed in altre comunicazioni*, Milano, 1999.
- BRICCHETTI R.-PISTORELLI L., *Punibili solo le «notizie» verso il pubblico o i soci*, in *Guida dir.*, 2001, n. 16, 46 s.
- BRICCHETTI R.-PISTORELLI L., *Un intervento sulle «comunicazioni» che suscita imbarazzo*, in *Guida dir.*, 2015, n. 26, 58 s.
- BRICCHETTI R.-PISTORELLI L., *Escluse le valutazioni dalle due nuove fattispecie*, in *Guida dir.*, 2015, n. 26, 61 s.
- BRICCHETTI R.-PISTORELLI L., *Per le «non quotate» la tenuità del fatto salva dalla condanna*, in *Guida dir.*, 2016, n. 26, 64 s.
- BRICOLA F., *Il diritto penale del mercato finanziario*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, 27 s.
- CARACCIOLI I., *Falso in bilancio: dietro le polemiche norme più aderenti alla realtà societaria*, in *Guida dir.*, 2001, n. 36, 10 s.
- CARACCIOLI I., *La riforma del falso in bilancio e i rapporti con i reati tributari*, in *Il Fisco*, 2002, 1, 2656 s.
- CARACCIOLI I., *Il rischio penale per le valutazioni estimative: reati fiscali a confronto con il nuovo falso in bilancio*, in *Il Fisco*, 2015, n. 28, 2735 s.
- CARACCIOLI I., *La persistente punibilità delle «valutazioni» nel falso in bilancio*, in *Il Fisco*, 2016, n. 26, 2551 s.
- CARMONA A., *Tutela penale del patrimonio individuale e collettivo*, Bologna, 1996.
- CARNELUTTI F., *La tutela penale della ricchezza*, in *Riv. it. dir. pen.*, 1931, 7 s.
- CASTALDO A.R., *La nuova fattispecie di reato di nocumento al risparmio*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, n. 5, 6 s.
- CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Le società*, 2016, 203 s.
- CONTI L., voce *Economia pubblica, industria e commercio (delitti contro)* in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990, 198 s.
- CONTI L., *La politica legislativa: criteri di scelta tra sanzioni penali, amministrative e civili*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, 49 s.
- CRESPI A., *L'illegale ripartizione di utili e altri scritti di diritto penale societario*, II<sup>a</sup> ed., Milano, 1986.
- CRESPI A., *Le false comunicazioni sociali: una riforma faceta*, in *Riv. soc.*, 2001, 1345 s.
- CRESPI A., *Sentenze opache e legalità «formalistica» (I sessant'anni della Rivista delle società)*, in *Riv. soc.*, 2015, 1033 s.
- CULTRERA D., *Le false comunicazioni sociali*, in CANZIO G.-CERQUA L.D.-LUPARIA L. (a cura di), *Diritto penale delle società*, I, Padova, 2014, 53 s.
- D'AGOSTINO P.-DI AMATO A., *Il diritto penale degli intermediari finanziari*, Padova, 1995.

- D'ALESSANDRO F., *La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità: davvero penalmente irrilevanti le valutazioni mendaci?*, in *Giur. it.*, 2015, 2211 s.
- D'ALESSANDRO F., *La riforma delle false comunicazioni sociali tra aporie legislative e primi disorientamenti applicativi*, in *Criminalia*, 2015, 435 s.
- D'AMICO M.-CATALANO S., *Tutela del risparmio e principi costituzionali*, in *Dir. dell'econ.*, 2008, n. 1, 33 s.
- D'AVIRRO A., *Il nuovo falso in bilancio*, Milano, 2015.
- DI AMATO A., *La responsabilità civile degli operatori del mercato finanziario*, in DI AMATO A. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, IX, Padova, 2007, 28 s.
- DI AMATO A., *Il diritto penale come strumento di regolazione del mercato*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, 3 s.
- DOLCINI E.-PALIERO C.E., *Il carcere ha alternative?*, Milano, 1989.
- DOVA M., *Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, 2012, 239 s.
- FABBRI C., *La tutela penale dell'attività bancaria e finanziaria (Parte seconda: Il t.u.f.)*, in GALANTI E. (a cura di), *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008.
- FIANDACA G., *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale*, 1977, 184 s.
- FIANDACA G., *Il «bene giuridico» come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in A.M. STILE (a cura di), *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, Napoli, 1985, 3 s.
- FILIPPI E., *Le soglie di non punibilità*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Padova, 2002, 265 s.
- FIGIELLA A., *I principi di offensività e materialità*, in CONTI L. (a cura di), *Il diritto penale dell'impresa*, Padova, 2001, 15 s.
- FLICK G.M., *Problemi e prospettive del diritto penale dell'impresa all'alba del nuovo secolo: il nodo dei beni protetti*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, II, Milano, 2002, 1313 s.
- FOFFANI L., *Reati societari*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, II<sup>a</sup> ed., Bologna, 2000, 213 s.
- FOFFANI L., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622)*, in GIARDA A.-SEMINARA S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 231 s.
- FOFFANI L., *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: le proposte del «progetto euro delitti» per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in DOLCINI E.-PALIERO C.E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, III, Milano, 2006, 2321 s.
- FOFFANI L., *Tra patrimonio ed economia: la riforma dei reati d'impresa*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, 751 s.
- FOFFANI L., *Sicurezza dei mercati e del risparmio*, in DONINI M.-PAVARINI M. (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, 2011, 273 s.
- FONDAROLI D., *Illecito penale e riparazione del danno*, Milano, 1999.
- FORNARI L., *Criminalità del profitto e tecniche sanzionatorie. Confisca e sanzioni pecuniarie nel diritto penale "moderno"*, Padova, 1997.
- FORNASARI G., *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale. Spunti esegetici e prospettive di riforma*, Milano, 1990.
- FORTI G., *Il crimine economico: prospettive criminologiche e politico-criminali*, in CATENACCI M.-MARCIONI G. (a cura di), *Temi di diritto penale dell'economia e dell'ambiente*, Torino, 2009.

- FRISTER H., *Strafrecht, A. T.*, V<sup>a</sup> ed., Monaco, 2011.
- GAMBARDELLA M., *Il "ritorno" del delitto di false comunicazioni sociali: tra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità*, in *Cass. pen.*, 2015, 1723 s.
- GIACOMETTI T., *La "controriforma" dei reati societari*, in DE ANGELIS L.-RONDINONE N. (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, 561 s.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GIUNTA F., *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, II<sup>a</sup> ed., Torino, 2004.
- GIUNTA F., *Innovazioni e ricadute della legge 28 dicembre 2005, n. 262 in materia di "falso in bilancio"*, in GIUNTA F.-MICHELETTI D. (a cura di), *La disciplina penale del risparmio*, Milano, 2008, 1 s.
- GRASSO G., *L'anticipazione della tutela: i reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, 710 s.
- GREGORI G., *Saggio sull'oggetto giuridico del reato*, Padova, 1978.
- GROSSO C.F., *Interessi protetti e tecniche di tutela*, in AA.VV., *Beni e tecniche della tutela penale. Materiali per la riforma del codice*, Milano, 1987, 163 s.
- GUALTIERI P., *Le nuove false comunicazioni sociali: il punto di vista dell'economista aziendale*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).
- GUERRINI F., *La tutela penale del mercato azionario*, Padova, 1984.
- LANZI A., *Le false comunicazioni sociali nella giurisprudenza degli ultimi quindici anni (1960-1974)*, in *Ind. pen.*, 1975, 261 s.
- LANZI A., *Quello strano scoop del falso in bilancio che torna reato*, in *Guida dir.*, 2015, n. 26, 10 s.
- LANZI A., *Il flebile incrocio tra illuminismo, legalità e diritto penale dell'economia*, in *Ind. pen.*, 2016, 1 s.
- LOSAPPIO G., «Papè satàn, papè satàn aleppe». *La formula «fatti materiali non rispondenti al vero ancorché oggetto di valutazioni» nella riforma dei reati societari*, in *Cass. pen.*, 2003, 1425 s.
- LOSAPPIO G., *Risparmio, funzioni di vigilanza e diritto penale. Lineamenti di un sottosistema*, Bari, 2004.
- LÜDERSSEN K., *Funzionalità dei mercati finanziari e diritto penale dell'economia. La "crisi finanziaria" apre nuove prospettive di criminalizzazione? Delitti e pene nello scenario della crisi*, in DONINI M.-PAVARINI M. (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, 2011, 289 s.
- LUNGHINI G., *Artt. 2621-2642 c.c.*, in DOLCINI E.-GATTA G.L. (diretto da), *Codice penale commentato*, IV<sup>a</sup> ed., III, Milano, 2015, 1825 s.
- MAGNANENSI S., *Profili di responsabilità penale degli intermediari finanziari*, in SCHIANO DI PEPE G. (a cura di), *Diritto penale delle società*, II<sup>a</sup> ed., Milano, 2003, 457 s.
- MAGRO M.B., *Paternalismo penale e tutela dell'investitore dal rischio finanziario*, in BORSARI C.-SAMMICHELI L.-SARRA C. (a cura di), *Homo Oeconomicus. Neuroscienze, razionalità decisionale ed elemento soggettivo nei reati economici*, Padova, 2015, 195 s.
- MALAVASI M., *I nuovi reati societari*, Torino, 2008.
- MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale. Canone di politica criminale, criterio ermeneutico, parametro di ragionevolezza*, Torino, 2005.
- MANES V., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).
- MANNA A., *Lineamenti generali del diritto penale dell'impresa*, in A. MANNA (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2010, 1 s.

- MANNA A., *Il nuovo delitto di false comunicazioni sociali (tra law in book and law in action): cronaca di una discutibile riforma*, in *Arch. pen.*, 2016, 487 s.
- MANTOVANI F., *Sul diritto penale dell'informazione societaria e dell'impresa (1987)*, ora in Id., *Umanità e razionalità del diritto penale*, Padova, 2008, 612 s.
- MANTOVANI F., *Diritto penale, Delitti contro il patrimonio*, V<sup>a</sup> ed., Padova, 2014.
- MARINUCCI G., "Depenalizzazione del falso in bilancio con l'avallo della SEC: ma è proprio così?", in *Dir. pen. proc.*, 2002, 137 s.
- MARINUCCI G.-PALIERO C.E., *Tutela del risparmio: soluzioni a metà sul nuovo assetto dei reati societari*, in *Guida dir.*, 2005, n. 11, 13 s.
- MARTIELLO G., *Verso un'autonoma rilevanza penale del falso nella nota integrativa?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2005, 316 s.
- MARTIELLO G., *La tutela penale del capitale sociale nelle società per azioni*, Firenze, 2007.
- MARTIELLO G., *Precisazioni giurisprudenziali sulla natura ed il modus operandi delle soglie di rilevanza penale del "falso in bilancio"*, in *Giust. pen.*, 2014, II, 22 s.
- MARTUCCI P., *La criminalità economica. Una guida per capire*, Roma-Bari, 2006.
- MARUOTTI R.G., *I reati societari*, in A. MANNA (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2010, 87 s.
- MASI P., *Le condotte illecite degli intermediari finanziari*, Torino, 1998.
- MAZZACUVA N., *Il falso in bilancio. Casi e problemi*, II<sup>a</sup> ed., Padova, 2004, 122 s.
- MAZZACUVA N., *Introduzione*, in FORNASARI G. (a cura di), *Delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*, Napoli, 2015, 11 s.
- MAZZACUVA N.-AMATI E., *Diritto penale. Problemi e casi*, II ed., Padova, 2013.
- MILITELLO V., voce *Patrimonio (delitti contro il)*, in *Dig. disc. pen.*, IX, Torino, 1995, 278 s.
- MOLARI A., *La tutela penale della condanna civile*, Padova, 1960.
- MONTANI E., *La tutela del corretto svolgimento dell'attività di intermediazione e bancaria*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, 2012, 221 s.
- MORSELLI E., *Il reato di false comunicazioni sociali*, Napoli, 1974.
- MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria del market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *www.penalecontemporaneo.it*.
- MUCCIARELLI F., *Le "nuove" false comunicazioni sociali: note in ordine sparso*, in *www.penalecontemporaneo.it*.
- MUCCIARELLI F., *Le sezioni unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, in *www.penalecontemporaneo.it*.
- MUSCO E., *Bene giuridico e tutela dell'onore*, Milano, 1974.
- MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999.
- MUSCO E., *L'illusione penalistica*, Milano, 2004.
- MUSCO E., *Nasce il nocumento al risparmio una inutile "norma spettacolo"*, in *Dir. giust.*, 2004, n. 6, 8 s.
- MUSCO E., *I nuovi reati societari*, III<sup>a</sup> ed., Milano, 2007.
- NISCO A., *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale: posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009.
- PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 634 s.
- PALAZZO F., *Legalità tra law in book e law in action*, in *www.penalecontemporaneo.it*
- PALIERO C.E., *Il principio di effettività nel diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 430 s.



- PALIERO C.E., *La sanzione amministrativa come moderno strumento di lotta alla criminalità economica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1993, 1027 s.
- PALIERO C.E., *Nasce il sistema delle soglie quantitative: pronto l'argine alle incriminazioni*, in *Guida dir.*, 2002, n. 16, 37 s.
- PALIERO C.E., *Sicurezza dei mercati o mercato delle insicurezze? Prove libere di psicopolitica criminale*, in DONINI M.-PAVARINI M. (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, 2011, 301 s.
- PALMIERI R., *Tutela del risparmio: riflessi penali sulla materia societaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, n. 4, 6 s.;
- PANAGIA S., *La tutela penale dei mercati finanziari*, Torino, 2011.
- PAVAN A., *Il problema della verità dei valori e la riforma del falso in bilancio*, in *Le società*, 2016, 759 s.
- PECCHIOLI N., *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2007.
- PEDRAZZI C., voce *Economia pubblica (delitti contro la)*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 278 s.
- PEDRAZZI C., *Odierna esigenza economiche e nuove fattispecie penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1975, 1099 s.
- PEDRAZZI C., voce *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, XIII, Torino, 1997, 347 s.
- PEDRAZZI C., *Problemi di tecnica legislativa* (1979), ora in ID., *Diritto penale*, III, Milano, 2003, 129 s.
- PEDRAZZI C., *La riforma dei reati contro il patrimonio e contro l'economia* (1993), ora in ID., *Diritto penale*, II, Milano, 2003, 385 s.
- PERINI A., *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, 1999.
- PERINI A., *Prime osservazioni sui profili penali della nuova legge sul risparmio*, in *Giur. it.*, 2006, 875 s.
- PERINI A., *Art. 2621*, in D'ALESSANDRO F. (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, III, Padova, 2010, 63 s.
- PERINI A., *I "fatti materiali non rispondenti al vero": harakiri del futuribile "falso in bilancio"?*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).
- PIVA D., *Le sezioni unite sulle valutazioni: dai finti ai veri problemi delle nuove false comunicazioni sociali*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).
- PLANTAMURA V., *Diritto penale ed economia pubblica: tra esigenze di determinatezza e nuove prospettive di tutela*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, 777 s.
- PULITANÒ D., *Obblighi costituzionali di tutela penale?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1983, 484 s.
- PULITANÒ D., voce *Politica criminale*, in *Enc. dir.*, XXXIV, Milano, 1985, 73 s. PULITANÒ D., *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, in AA.VV., *Diritto penale, diritto di prevenzione e processo penale nella disciplina del mercato finanziario (Atti del IV congresso nazionale di diritto penale)*, Torino, 1996, 9 s.
- PULITANÒ D., *False comunicazioni sociali*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Padova, 2002, 141 s.
- PULITANÒ D., *Introduzione alla parte speciale del diritto penale*, Torino, 2010.
- PULITANÒ D., *Ermeneutiche alla prova. La questione del falso valutativo* in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).
- RICCI R., *Il nuovo reato di false comunicazioni sociali*, Torino, 2015
- ROMANO M., *«Meritevolezza di pena», «bisogno di pena» e teoria del reato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 39 s.

- ROSSI A., *Illeciti penali e amministrativi in materia societaria*, Milano, 2012.
- ROSSI A., *Il falso valutativo nella sistematica delle false comunicazioni sociali: problemi e percorsi interpretativi*, in *Dir. pen. proc.*, 2016, 229 s.
- ROSSI A., *La rilevanza penale del falso valutativo: la motivazione "di conferma" delle Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 2016, 2010 s.
- ROSSI G., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 929 s.
- ROXIN C., *Strafrecht, A. T.*, IV<sup>a</sup> ed., Monaco, 1997.
- SAMUELSON P.A.-NORDHAUS W.D., *Economia*, XIV<sup>a</sup> ed., Bologna, 1993.
- SANTINI R., *Le valutazioni di bilancio*, in BORSARI R.-SANTINI R., *Il falso in bilancio*, Milano, 2002, 1 s.
- SANTORIELLO C., *Diritto penale societario*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, 1 s.
- SANTORIELLO C., *Rilevanza penale delle valutazioni di bilancio. Poche parole per riportare ordine in un dibattito "isterico"*, in *Arch. pen.*, 2015, n. 2, 1 s.
- SCIUMBATA G., *I reati societari*, II<sup>a</sup> ed., Milano, 2008.
- SCOLETTA M., *Tutela dell'informazione societaria e vincoli di legalità nei nuovi delitti di false comunicazioni sociali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1301 s.
- SCOLETTA M., *Luci e ombre delle nuove fattispecie penali di false comunicazioni sociali*, in *Riv. dott. comm.*, 2016, 477 s.
- SECCIA D., *Il nuovo falso in bilancio, la frode fiscale e il problema delle valutazioni*, in *Il Fisco*, 2002, 1, 3319 s.
- SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, II<sup>a</sup> ed., Bologna, 2000, 514 s.
- SEMINARA S., *False comunicazioni, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, 676 s.
- SEMINARA S., *Considerazioni penalistiche sul disegno di legge in tema di tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, 503 s.
- SEMINARA S., *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 549 s.
- SEMINARA S., *La riforma dei reati di false comunicazioni sociali*, in *Dir. pen. proc.*, 2015, 813 s.
- SEVERINO P., *Sicurezza dei mercati finanziari: interessi tutelati e strumenti di tutela*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, 672 s.
- SGUBBI F., voce *Patrimonio (reati contro il)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 331 s.
- SGUBBI F., *Il reato come rischio sociale*, Bologna, 1990.
- SGUBBI F., *Le sanzioni*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 293 s.
- SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, 2004, V, 136 s.
- STELLA F., *Giustizia e modernità*, III<sup>a</sup> ed., Milano, 2003.
- STRAMPELLI G., *Le valutazioni di bilancio tra non veridicità (civile) e falsità (penale): spunti sulla punibilità dei falsi valutativi*, in *Riv. soc.*, 2016, 118 s.
- SUPERI FURGA F., *Riflessioni sulla novella legislativa concernente il falso in bilancio in una prospettiva economico-aziendalistica*, in *Le società*, 2015, 1292 s.
- SUTHERLAND E.H., *White collar crime. The uncut version* (trad. it. *Il crimine dei colletti bianchi. La versione integrale*, a cura di G. FORTI, Milano, 1987).
- TINTI B., *La legge "forza ladri"*, in *Micromega*, 2001, n. 4, 173 s.

- TRIPODI A.F., *Il nocumento al risparmio (art. 30)*, in GALGANO F.-ROVERSI MONACO F. (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, 607 s.
- VINCIGUERRA S.-ROSSI A., *Principi di criminologia*, IV<sup>a</sup> ed., Padova, 2013.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA.VV., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, II, Napoli, 2010, 1469 s.
- ZIGIOTTI E., *Il falso in bilancio nei suoi fondamenti di ragioneria*, Padova, 2000.
- ZUCCALÀ G., *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, 1954.

# ACCESSO DEL RISPARMIO POPOLARE ALLA PROPRIETÀ DELL'ABITAZIONE TRA POLITICHE DELLA CASA E TUTELE PRIVATISTICHE

*Andrea Bucelli*

SOMMARIO: 1.1. L'art. 47, co. 2, Cost. tra risparmio popolare ed investimento reale. – 1.2. Proprietà e diritto all'abitazione. – 1.3. «La proprietà del mattone è meglio della proprietà dell'azione»? – 1.4. Politiche per la casa tra pubblico e privato: una valutazione d'insieme. – 1.5. Dal regime vincolistico delle locazioni alla tutela dell'acquirente immobiliare. – 1.6. Tutela del risparmiatore (non solo popolare) e nuovi profili della disciplina dei mutui ipotecari. – 1.7. Godimento finalizzato all'acquisto della proprietà: *rent to buy* (e *leasing* immobiliare abitativo). – 1.8. Fondi immobiliari per il *cohousing* sociale e principio di sussidiarietà. – 1.9. Duplice *favor* costituzionale.

## 1.1. *L'art. 47, co. 2, Cost. tra risparmio popolare ed investimento reale*

Letto nella sequenza delle proposizioni che lo compongono, l'art. 47 Cost. è tutto imperniato sulla Repubblica e sui suoi compiti: «incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme»<sup>1</sup>, guardando al *surplus* monetario in chiave dinamica perché, sottratto al consumo, può essere convogliato nel ciclo economico<sup>2</sup>; «disciplina, co-

---

<sup>1</sup> Rispetto al risparmio considerato in tutte le sue forme, pone il problema «di stabilire quando la destinazione giuridica di un surplus di danaro rimanga nella nozione di risparmio da tutelare e quando invece si sia trasformato in un bene sottratto alla disciplina dell'articolo in esame», F. MERUSI, *Rapporti economici, Art. 47, III*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di G. Branca, Bologna-Roma, 1980, 184, che propone l'esempio dei titoli azionari e trae argomento dalla loro prevalente natura di titoli non tanto di credito quanto di partecipazione, per dedurne che si tratta di una «forma di investimento nel capitale dell'impresa e, come tali, non rientranti nella nozione di risparmio». Contrario F. GALGANO, *Trattato di diritto civile e commerciale*, Padova, 2011, V, 210, che richiama la «pur nota circostanza che, nella società per azioni disseminate in un vasto pubblico di piccoli azionisti, il capitale sociale si ripartisce in capitale “dirigente” o di “comando” e capitale “monetario” o di “risparmio”, e che solo per chi detiene pacchetti di comando l'investimento in azioni è un'operazione imprenditoriale».

<sup>2</sup> «Non è infatti il risparmio come tale, come valore in sé, che viene incentivato e tutelato, ma il risparmio come componente del processo economico» (F. MERUSI, *Rapporti economici*, cit., 184). «La opportunità della tutela è in relazione alla funzione essenziale, necessaria del risparmio nello sviluppo dell'economia. Ma è, certamente, anche suggerita dalla esperienza di questi ultimi decen-

ordina e controlla l'esercizio del credito», sul presupposto che il rapporto tra risparmio e credito è «momento dell'equilibrio economico»<sup>3</sup>. Dopodiché, passando dal primo al secondo comma<sup>4</sup>, la stessa norma chiama la Repubblica ad un ulteriore impegno: «Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese».

Quest'ultima disposizione nel tempo non è stata oggetto di adeguata elaborazione dottrinale<sup>5</sup>. Appare perciò apprezzabile il recente tentativo di riportarla al centro dell'attenzione, indagandone le «dinamiche attuative»<sup>6</sup>.

Sul risparmio popolare – val la pena ricordarlo – si concentrò il dibattito all'Assemblea costituente. Risuonano tra le altre le parole del promotore dell'art. 47, co. 2, Cost., preoccupato per la sorte dei «risparmi delle classi popolari», falcidiati dalle «intemperie della moneta», quel «risparmio che proviene dal popolo», notava lo stesso on. Zerbi, «piccolo risparmio, frutto di lavoro», precisava l'on. Nobile. Espressioni, come si vede, attente sia alla condizione sociale dei percettori<sup>7</sup> che all'entità ed alla fonte del reddito accantonato. Anche se poi agli interpreti è sembrato per lo più plausibile ancorare la qualifica di “popolare” alla dimensione limitata e, perciò,

---

ni (e di un più lontano passato) di svalutazioni monetarie, di giuochi borsistici e di deficienze del sistema bancario, che hanno ridotto e talvolta polverizzato i risparmi» (A. BERTOLINO, *L'attività economica, funzioni e forme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, diretto da Piero Calamandrei e Alessandro Levi, Firenze, 1950, 411). Venendo all'oggi, in un contesto di cambiamento ontologico che declina verso un capitalismo senza fiducia, il risparmio da investimento sul futuro qual era, sta assumendo sempre più finalità precauzionali, vale cioè a fronteggiare tempi peggiori, sicché nel momento in cui viene accantonato, è sottratto non solo alla spesa per consumi ma anche all'investimento: sul punto, in questo volume, si vedano le interessanti riflessioni di M. LOMBARDI, *Il risparmio da meccanismo propulsore dell'economia capitalistica a "potenzialità di instabilità" endogeno al sistema economico*.

<sup>3</sup> F. MERUSI, *Rapporti economici*, cit., 175.

<sup>4</sup> F. MERUSI, *Rapporti economici*, cit., 185, nota 5, vede nel secondo comma «una norma particolare e non una specificazione della tutela del risparmio in “tutte le sue forme” di cui al 1° comma».

<sup>5</sup> Ad avviso di A. GENTILI, *Il credito e il risparmio*, in *I rapporti economici nella Costituzione*, III, Milano, 1989, 649 ss., è «perlomeno comprensibile che a taluno sia apparsa insufficiente, se non addirittura male indirizzata, l'elaborazione del sistema normativo per quanto concerne l'attuazione del 2° comma dell'art. 47». Secondo G. ALPA, *Equo canone e diritto all'abitazione*, in *Pol. dir.*, 1979, 158, la natura non vincolante per il legislatore spiegherebbe lo scarso interesse rivolto alla norma da parte della dottrina.

<sup>6</sup> È il programma della ricerca di M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014, 21, 24.

<sup>7</sup> Ne dà conferma sempre l'on. Zerbi, convinto che «il solo mezzo che l'esperienza storica abbia dimostrato sufficientemente efficace per difendere, almeno in larga parte, il contenuto economico del risparmio delle classi operaie, artigiane, pensionate, insomma del piccolo risparmio popolare stia nello spalancare a tale piccolo risparmio le porte dell'investimento reale» (T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, Milano, 1946, 6).

graduale dell'accumulazione di risparmio, qualche che sia lo *status* dei soggetti o la natura del rapporto giuridico<sup>8</sup>.

Certo è che, secondo il proponente (l'on. Zerbi) dell'emendamento che avrebbe portato all'approvazione del secondo comma dell'art. 47 Cost., la tutela più efficace per il risparmio popolare avrebbe dovuto consistere «nello spalancare a tale piccolo risparmio le porte dell'investimento reale»<sup>9</sup>. All'obiezione di chi (l'on. Ruini) domandava perché «noi dobbiamo limitarci alle tre forme d'investimento» indicate, si replicò per un verso adducendo il carattere esemplificativo dei beni evocati, per l'altro accettando di cancellare il generico ed ambiguo riferimento agli «investimenti reali».

## 1.2. Proprietà e diritto all'abitazione

Come il risparmio, anche la proprietà, nella formula costituzionale, è accompagnata da una significativa qualificazione; la specificazione riguarda l'oggetto e la sua «destinazione»<sup>10</sup>: «proprietà dell'abitazione», dice l'art. 47, co. 2, Cost. Non quindi una qualsivoglia abitazione, non certo la c.d. seconda casa, né le tante case incluse in un medesimo patrimonio da scambiare sul mercato o da dare in locazione, né tanto meno immobili genericamente intesi, magari destinati ad uso commerciale. Da simili distinguo è stata tratta una conseguenza: che la «proprietà dell'abitazione» dovrebbe configurare un «tipo» di proprietà a sé, conformata da limiti (ai poteri di godimento e disposizione) in grado di garantire quella funzione, con ciò discostandosi non poco dalla proprietà civilistica<sup>11</sup>. Affermazione che però non mi sembra

---

<sup>8</sup> Sottolinea il limite «nella misura e nel processo di formazione», aggiungendo che sarà comunque il legislatore, «autore della normativa di supporto», a specificare «questo concetto giuridico indeterminato», F. MERUSI, *Rapporti economici*, cit., 185. Concorde nel guardare alla quantità e al tempo di accumulazione, anche se «in un'accezione ristretta è "risparmio popolare" il surplus, rispetto al consumo, dei redditi di lavoro», F. GALGANO, *Trattato di diritto civile e commerciale*, cit., 210. In linea con emendamenti presentati da esponenti della sinistra all'Assemblea costituente (on.li Nobile, Salerno, Mazza e Adonnino), M. NIGRO, *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in *Riv.trim.dir. pubbl.*, 1957, ora in *Id.*, *Scritti giuridici*, Milano, 1996, I, 324, interpreta il «risparmio popolare» come «risparmio del lavoratore». Ma da ciò deriva una disparità di trattamento, a discapito di chi non sia inserito nel mercato del lavoro, osserva criticamente M.C. PAGLIETTI, *Percorsi evolutivi del diritto all'abitazione*, in *Riv.dir.priv.*, 2008, 1, 83, nota 104.

<sup>9</sup> Sono ancora parole di T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, cit., 6.

<sup>10</sup> Secondo G. TATARANO, *Accesso al bene "casa" e tutela privatistica*, in AAVV, *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, a cura di N. Lipari, Roma-Bari, 1974, 415, 420, quando il bene casa è destinato ad uso di abitazione, è cioè bene di consumo, talune tutele privatistiche si devono atteggiare in termini affatto peculiari.

<sup>11</sup> Alla sporadica attenzione rivolta all'art. 47, co. 2, Cost., D. SORACE, A proposito di «proprietà dell'abitazione», «diritto d'abitazione», e «proprietà (civilistica) della casa», in *Scritti in onore di Costantino Mortati. Aspetti e tendenze del diritto costituzionale*, Milano, 1977, III, 1035, imputa la

del tutto supportata dalla norma che, nel momento in cui esprime il favore per l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, non investe anche e necessariamente il regime della proprietà, una volta acquisita. Cosa che invece lascia intendere l'art. 42, co. 2, Cost.

Come si vede, il discorso scivola inevitabilmente verso il “terribile diritto”<sup>12</sup>, la cui parabola ideologico-giuridica conosce nella Carta repubblicana un snodo importante, anche se non definitivo. Se infatti la collocazione dell'art. 42 Cost. tra i rapporti economici degrada la proprietà dal rango di diritto inviolabile<sup>13</sup>, l'art. 47, co. 2, Cost. ne promuove talune forme, tra cui l'abitazione. Ipotesi di proprietà personale<sup>14</sup> la quale, almeno nel momento dell'esercizio del diritto, recupera il «carattere di “gelosa” clausura» che è proprio della proprietà ottocentesca<sup>15</sup>.

Chi poi volesse seguire gli ulteriori sviluppi dell'itinerario potrebbe rilevare che, in un contesto come l'attuale, segnato dalla molteplicità e dalla circolazione dei modelli giuridici su scala sovranazionale, «grazie alla supremazia del diritto comunitario» la proprietà è stata «ricondata nel novero dei diritti inviolabili dell'uomo e le libertà fondamentali nella carta di Nizza»<sup>16</sup> (che ora ha «lo stesso valore giuridico dei trattati», ai sensi dell'art. 6, co. 1, Trattato UE). Smarrita (nell'art. 17 della stes-

---

«confusione che si rischia spesso di fare tra “proprietà dell'abitazione”, “diritto all'abitazione” e “proprietà (civilistica) della casa”».

<sup>12</sup> Cfr., per tutti, M. COMPORI, *Ideologia e norma nel diritto di proprietà*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, 285 ss.

<sup>13</sup> Collegando l'abitazione alla funzione sociale della proprietà di cui all'art. 42, co. 2, Cost., G. PACIULLO, *Il diritto all'abitazione nella prospettiva dell'housing sociale*, Napoli, 2008, 53, osserva che «Il riconoscimento del diritto alla casa segna la relativizzazione e la finalizzazione del diritto di proprietà. Questo, ormai, è influenzato dalla contingenza dei fatti socio-economici e si allontana da una visione egoistica: il diritto di proprietà serve non solo al proprietario, ma anche alla società. Il diritto all'abitazione segna, in questo modo, il riemergere della teoria della funzione sociale della proprietà».

<sup>14</sup> P. RESCIGNO, *Disciplina dei beni e situazioni della persona*, in *Quaderni fiorentini*, 5/6, II, 1976/1977, Milano, 873. ID., *Proprietà e famiglia*, Bologna, 1970, 118 s.: «Con l'accento alla proprietà dell'abitazione (...), il testo costituzionale sembra piegarsi a considerare forme di proprietà affini a quelle che nell'esperienza dei paesi socialisti rientrano nella nozione di “proprietà personale”, concetto che si ha cura di distinguere dalla proprietà privata degli ordinamenti borghesi. La proprietà personale, anche se dal punto di vista tecnico-giuridico si configura negli stessi termini della proprietà privata tradizionale (e cioè come potere di escludere l'altrui ingerenza dalla cosa, onde la proprietà vien definita come la negazione di tutti gli altri consociati), appare peraltro, quanto alla giustificazione, del tutto diversa: legandosi per taluni beni all'immediatezza del consumo, per altri alla soddisfazione degli elementari bisogni individuali, così della vita economica come della vita spirituale e culturale, ed escludendo in ogni caso lo sfruttamento del lavoro altrui. Riportata all'ambito della tutela della personalità, si ritiene coerente col sistema generale che siffatta proprietà sia anche trasmissibile a causa di morte».

<sup>15</sup> P. RESCIGNO, *Impresa, proprietà e credito*, in *I rapporti economici nella Costituzione*, III, Milano, 1989, XXVII, XL.

<sup>16</sup> G. VISINTINI, *Il valore della molteplicità nella lezione di Calvino*, in *Studi in onore di Giovanni Iudica*, Milano, 2014, 1463 s.

sa carta) la funzione sociale<sup>17</sup>, oscurato il solidarismo personalista prefigurato dai Costituenti<sup>18</sup>, il dominio sembra riconquistare gli antichi connotati di assolutezza e pienezza. Senonché i principi del diritto europeo non mi sembrano improntati ad unica cifra patrimonialistica ed egoistica<sup>19</sup>. Lungo i percorsi di un faticoso adattamento al mutato assetto istituzionale, si potrà comunque verificare quanto la coesistenza tra diversi modelli appropriativi non sia affatto agevole né scontata<sup>20</sup>. E resta il favore espresso dall'art. 47 Cost.

A volergli attribuire un qualche significato, non ci si può certamente spingere fino a prefigurare una fantomatica «società di proprietari»<sup>21</sup>. Ciononostante la norma,

---

<sup>17</sup> Sicché quella carta «riflette la concezione liberale ed individualistica delle Costituzioni ottocentesche», in cui «si accentuano i poteri e le facoltà del proprietario, senza alcun condizionamento del diritto in funzione sociale come previsto dalle più moderne Costituzioni»: M. COMPORI, *La proprietà europea e la proprietà italiana*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 193.

<sup>18</sup> Questo nostro tempo post-moderno è segnato dall'«individualismo-liberalismo delle (nuove) politiche del diritto», anche comunitarie, che «tendono a soppiantare il personalismo-solidarismo della (vecchia) tradizione», e che riflettono «la parallela avanzata di un'economia incentrata sul libero mercato e supportata da un'idea di iniziativa economica privata a sua volta assunta come fonte *extra ordinem*»: è la sintesi di F.D. BUSNELLI, *Idee-forza costituzionali e nuovi principi: sussidiarietà, autodeclinazione, ragionevolezza*, in *Studi in onore di Giovanni Iudica*, Milano, 2014, 241.

<sup>19</sup> Può essere qui sufficiente richiamare l'art. 2, co. 1, TUE: «L'Unione si fonda sui valori del rispetto della dignità umana, della libertà, della democrazia, dell'uguaglianza, dello Stato di diritto e del rispetto dei diritti umani», e poi a seguire, l'art. 3, co. 3, TUE: «L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente». Formulazioni ovviamente al centro di un notevole dibattito: cfr., tra gli altri, A. MUSTO, *Economia sociale di mercato e Trattato di Lisbona: sintesi critica di un seminario fiorentino*, 2014, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it); A. SOMMA, *Economia sociale di mercato e scontro tra capitalismi*, 2015, in [www.dpce.it](http://www.dpce.it).

<sup>20</sup> Per un caso che tocca il tema in esame, dinanzi a norme italiane che, al fine di favorire la politica comunale di accesso alla casa di abitazione, prevedevano un'indennità di esproprio per la costruzione delle case popolari inferiore al valore venale di mercato, la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 6 ottobre 2009 (Ricorso n. 8075/05) si è espressa nel senso che «l'indennità adeguata al caso di specie avrebbe dovuto corrispondere al valore di mercato del bene al momento della privazione di quest'ultimo».

<sup>21</sup> Espressione su cui v. *infra* § 1.3. È stata infatti stigmatizzata come frutto di un equivoco l'opinione secondo cui la Repubblica debba perseguire l'obiettivo indiscriminato di far diventare tutti i cittadini proprietari dell'abitazione: D. SORACE, *A proposito di "proprietà dell'abitazione", "diritto d'abitazione", e "proprietà (civilistica) della casa"*, cit., 1037. Per M. BESSONE, *Mercato delle abitazioni e regime dell'edilizia convenzionata nella riforma della disciplina dei suoli urbani*, in *Giur. it.*, 1978, IV, c. 50, l'art. 47 Cost. enuncia un diritto all'abitazione «inteso per tutti i cittadini se non come garanzia di accesso alla proprietà individuale della casa, certamente come concreta disponibilità di un habitat adeguato all'uomo persona, così da rimuovere un altro tra i più gravi ostacoli di ordine economico e sociale, che limitando di fatto la libertà e l'uguaglianza dei cittadini impediscono il pieno sviluppo dei valori prefigurati dall'art. 3 comma secondo della Costituzione».



se inserita nel «sistema costituzionale degli articoli 41-47»<sup>22</sup>, persegue un obiettivo che gli economisti e i sociologi definirebbero in termini di mobilità sociale. Un «programma di avvicendamento dei gruppi e delle classi nella proprietà come nel sistema politico», un «sottile disegno, qual è quello di ritenere tutte le forme di proprietà come legate alla persona, di vedere il lavoro ed il risparmio alla radice della proprietà e la realizzazione dei bisogni essenziali dell'individuo come fine ultimo dell'istituto». Salvo poi precisare – da parte della stessa dottrina qui citata – che il «singolare» accostamento della proprietà dell'abitazione (ed anche della proprietà diretta coltivatrice) all'azionariato diffuso giustappone le «elementari esigenze dell'individuo ai “grandi complessi produttivi del paese”», gettando sulla previsione costituzionale «ombre di genericità ed ambiguità»<sup>23</sup>. Al Costituente però l'investimento azionario era sembrato egualmente funzionale alla tutela del risparmio popolare, in vista di un ulteriore «avvicendamento»<sup>24</sup>. Quest'ultimo, forse, sarebbe meglio apprezzabile nell'ottica della partecipazione che, enunciata in termini generali nell'art. 3, co. 2, Cost., è poi riferita all'impresa nell'art. 46 Cost. Ad ogni modo, l'idea di un benessere diffuso che raggiunge le «persone storicamente escluse dai circuiti della ricchezza» è riemersa di recente da un'altra autorevole lettura dell'art. 47, co. 2, Cost., messo in stretta relazione con gli artt. 3, co. 2 e 4, oltre che con l'art. 41, co. 3, Cost.<sup>25</sup>.

E sempre combinando disposizioni costituzionali di diverso tenore e collocazione sistematica, questa volta l'art. 47, co. 2, correlato agli artt. 2 e 3 Cost., si è valorizzato il profilo qualitativo del bene casa, per dedurne che il diritto costituzio-

---

<sup>22</sup> Così P. RESCIGNO, *Proprietà e famiglia*, cit., 109, che in altro luogo (ID., *Impresa, proprietà e credito*, cit., V s., XIX), pur ravvisando una maggiore eterogeneità delle materie considerate nella seconda metà del titolo sui “rapporti economici” rispetto a quelle indicate negli artt. 35-40, cerca «di sottolineare le connessioni e la continuità delle discipline, secondo l'ordine sistematico delle norme (negli artt. 41-47)».

<sup>23</sup> P. RESCIGNO, *Manuale del diritto privato italiano*, Napoli, 1991, 499, 503. Ma ID., *Impresa, proprietà e credito*, cit., XX, coglie un più ampio profilo di collegamento, dato che, «nella linea di una particolare sensibilità alla tradizione e di attenzione al linguaggio del testo costituzionale», si può agevolmente «arrivare all'idea che la garanzia costituzionale copra, in una scala di crescente valore economico, diverse forme di proprietà che vanno dalla retribuzione destinata al sostentamento quotidiano del lavoratore e della sua famiglia ai beni d'uso domestico, al risparmio, e poi alle pretese in materia di sicurezza sociale (almeno quando abbiano fondamento nella prestazione del soggetto legittimato), e ancora alla casa di abitazione, e infine alla formazione del capitale».

<sup>24</sup> T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, cit., 6, 10.

<sup>25</sup> L'«espresso favore nel secondo comma dell'art. 47 per il risparmio popolare diretto genericamente alla proprietà di beni materiali o anche indirettamente di beni immateriali, lungi dal poter sembrare esclusivamente orientato verso prospettive di tipo egoistico o appropriativo, rivela piuttosto una destinazione eminentemente sociale. L'incentivo per un eventuale vantaggio individuale infatti di persone storicamente escluse dai circuiti della ricchezza, non può risultare disgiunto dall'intento di includerle nella costruzione di un benessere in ogni caso comune»: parole da me trascritte e pronunciate dal Presidente della Corte costituzionale, P. GROSSI, *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, in occasione della Lectio magistralis tenuta a Roma, presso l'Associazione Bancaria Italiana, il 19 maggio 2017. Cfr., ora, [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it).

nalmente rilevante «non è semplicemente quello all'abitazione, ma ad un'abitazione sufficiente ad assicurare a sé e alla famiglia un'esistenza libera e dignitosa»<sup>26</sup>. Parole in cui, a chiare lettere, riecheggia la norma sulla retribuzione di cui all'art. 36, co. 1, Cost.

Come si vede, la ricostruzione dei principi costituzionali in tema di abitazione, va ben oltre l'art. 47, co. 2, Cost., e va anche oltre la proprietà.

È ormai principio consolidato che dalla trama del dettato costituzionale – non soltanto gli artt. 2 e 3 Cost., ma anche le norme su diversi diritti, quali il diritto all'inviolabilità del domicilio (art. 14)<sup>27</sup>, il diritto alla salute (art. 32), il diritto al lavoro e allo sviluppo della personalità del lavoratore (art. 4, co. 1, 35, 36, 37 e 38), il riconoscimento e la tutela della famiglia (artt. 29, 30, 31, 37), la tutela del paesaggio, del patrimonio storico e artistico (art. 9) e delle zone montane (art. 44) – si possa enucleare quel fondamentale diritto che è il diritto all'abitazione<sup>28</sup>. Diritto che ha per oggetto la casa, bene imprescindibile ai fini del pieno sviluppo della persona. Diritto non necessariamente ancorato e, anzi, spesso in conflitto con le ragioni della proprietà<sup>29</sup>. Diritto che, diviso tra la dimensione dell'“avere” e quella dell'“essere”<sup>30</sup>, è maturato nella giurisprudenza costituzionale<sup>31</sup> ed è ormai suscet-

<sup>26</sup> M.C. PAGLIETTI, *Percorsi evolutivi*, cit., 82, 97, ad avviso della quale «vero oggetto della disciplina (e, dunque, del *favor*) non è l'una o l'altra forma di proprietà, quanto il risparmio popolare e, indirettamente, i soggetti che ne dispongono (...); in secondo luogo l'intento legislativo è di favorire “la diffusione nel tessuto sociale dell'abitazione”».

<sup>27</sup> In cui si realizza una «ponderazione di interessi quanto mai moderna ed equilibrata», secondo G. AMATO, *La ponderazione degli interessi nella disciplina costituzionale del domicilio*, in *Scritti in onore di Costantino Mortati*, cit., 6.

<sup>28</sup> Per un'indicazione chiara e sintetica, C. MAZZÙ, *Ascesa e declino del diritto di superficie: il ritorno alla proprietà*, in *Il diritto civile all'alba del terzo millennio*, II, Torino, 2012, p. 24, secondo cui il diritto all'abitazione «sintetizza alcuni aspetti fondamentali: interesse a un accesso al bene a condizioni eque, a un godimento pienamente adeguato ai bisogni delle persone, a una stabile soddisfazione del bisogno». Per un'approfondita rimediazione del tema, U. BRECCIA, *Itinerari del diritto all'abitazione, in L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013, 123 ss.

<sup>29</sup> T. MARTINES, *Il «diritto alla casa»*, in AAVV., *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, cit., 392, 395: «sul diritto (di proprietà) sulla abitazione prevale, nel disegno costituzionale, il diritto alla abitazione, tutte le volte che non ne sia possibile la conciliazione. Appaiono dunque legittimi gli interventi legislativi relativi, ad esempio, al blocco degli affitti (a condizione che non provochi, a sua volta, situazioni di disuguaglianza), al regime dell'equo canone, all'acquisizione ai comuni dei suoli da destinare all'edilizia economica e popolare, al risanamento dei quartieri urbani, e così via».

<sup>30</sup> Comunque collocato tra le situazioni soggettive esistenziali da P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 836, che vi rinviene «un ideale punto di verifica dei principi, dei valori, degli interessi».

<sup>31</sup> L'evoluzione della giurisprudenza costituzionale (su cui cfr., tra gli altri, P. CARETTI, *I diritti fondamentali*, Torino, 2002, 394 ss.) fu segnata da una prima pronuncia dai toni alquanto moderati: «La Corte non ignora che da qualche scrittore è stata avanzata una diversa lettura dell'art. 47, che garantirebbe il diritto all'abitazione, ma la proposta interpretazione, pur se abilmente sostenuta, non risulta consentita dai comuni canoni ermeneutici e quindi non può trovare accoglimento» (Corte cost. 28 luglio 1983, n. 252, in *Foro it.*, 1983, I, 2628). Mi sembra di riconoscere quello scrittore in U.

tibile di un duplice inquadramento: da un lato, «rientra (...) fra i requisiti essenziali caratterizzanti la socialità cui si conforma lo Stato democratico voluto dalla Costituzione»<sup>32</sup>, è quindi riconosciuto «come diritto sociale fondamentale a ricevere una prestazione da parte dello Stato strumentale all'accesso e alla conservazione del godimento dell'abitazione, che sarà soddisfatto innanzitutto dal legislatore in bilanciamento con la necessità di dare tutela agli altri diritti fondamentali», dall'altro lato si configura «come diritto umano fondamentale e inviolabile che deve essere rispettato da parte dei privati»<sup>33</sup>.

### 1.3. «La proprietà del mattone è meglio della proprietà dell'azione?»

A giudicare dagli elevati tassi che si registrano, si direbbe che il programma costituzionale di convogliare il risparmio popolare verso la proprietà abitativa (a differenza dell'azionariato diffuso) si sia in larga misura realizzato. I dati statistici confermano che la casa è un bene volto a soddisfare l'«interesse primario ad avere

---

BRECCIA, *Il diritto all'abitazione*, Milano, 1980, 1, che apriva la sua fondamentale monografia affermando che sono le «istanze a fruire di un *habitat* adeguato» a «porsi a fondamento di scelte orientate nel senso di imporre limiti all'altrui proprietà immobiliare, sia essa proprietà di aree fabbricabili o di edifici, ovvero possono costituire il fondamento dell'attribuzione di una situazione giuridica che abbia per contenuto il godimento di un bene destinato a soddisfare stabilmente il bisogno di abitazione». A seguire, la giurisprudenza costituzionale non ha avuto più esitazioni nell'ammettere «un diritto sociale all'abitazione collocabile fra i diritti inviolabili dell'uomo di cui all'art. 2 cost.», come chiarisce Corte cost. 7 aprile 1988, n. 404, in *Giur. it.*, 1988, I, 1, c. 1627, nel dichiarare l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, co. 1, l. 27 luglio 1978, n. 392, relativo alla successione nel contratto di locazione in caso di morte del conduttore, del coniuge, degli eredi, dei parenti ed affini con lui abitualmente conviventi, nella parte in cui non prevedeva tra i successibili il convivente *more uxorio*, quando vi sia prole naturale, e la successione della casa coniugale nell'ipotesi di separazione di fatto se tra il conduttore e il suo coniuge si sia così convenuto. Da notare però, nel senso della manifesta infondatezza delle questioni inerenti la successione nel rapporto locatizio del convivente in assenza di prole, le ordinanze di Corte cost. 11 giugno 2003, n. 204 e 11 gennaio 2010, n. 7. Ravvisando la *ratio decidendi* della decisione del 1988 nella tutela del nucleo familiare, s'indebolisce la natura di diritto fondamentale del diritto all'abitazione.

<sup>32</sup> «L'art. 47, secondo comma, Cost.», prosegue Corte cost. 25 febbraio 1988, n. 217, «nel disporre che la Repubblica «favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione», individua nelle misure volte ad agevolare e, quindi, a rendere effettivo il diritto delle persone più bisognose ad avere un alloggio in proprietà una forma di garanzia privilegiata dell'interesse primario ad avere un'abitazione. E, inoltre, nell'addossare il compito di predisporre tale garanzia alla Repubblica, precisa che la soddisfazione di un interesse così imperativo come quello in questione non può adeguatamente realizzarsi senza un concorrente impegno del complesso di poteri pubblici (Stato, regioni o province autonome, enti locali) facenti parte della Repubblica».

<sup>33</sup> Così R. ROLLI, *Il diritto all'abitazione nell'Unione Europea*, in *L'esigenza abitativa*, cit., 61, 65, la quale illustra come la stessa Unione europea, per quanto non dotata di una competenza generale in materia, esercita comunque prerogative che interferiscono con la realizzazione di quel diritto, che non a caso si è fatto strada nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo.

un'abitazione»<sup>34</sup>, un'esigenza in vista della quale le famiglie italiane sono disposte ad impegnare quote significative del reddito<sup>35</sup>, sia per adempiere la rate di mutuo finalizzato all'acquisto, sia per pagare il canone di locazione. Dalle evidenze empiriche<sup>36</sup> sembra proprio che agli italiani si addica l'adagio «meglio la proprietà del mattone che la proprietà dell'azione». Non si può infatti negare la radicata propensione all'acquisto della casa, favorita dall'accumulo del risparmio privato, come pure da politiche che hanno promosso la privatizzazione del patrimonio di edilizia pubblica o che hanno fiscalmente incentivato l'acquisto della prima casa. Anche se nessuno, neanche il Costituente, come dicevo, ha mai preconizzato una «società di proprietari»<sup>37</sup>.

Se l'andamento declinante delle negoziazioni immobiliari è divenuto chiaro sintomo della crisi che stiamo attraversando<sup>38</sup>, i dati aggregati racchiudono tendenze diverse, anche distanti dalla previsione dell'art. 47, co. 2, Cost. Si pensi alla doman-

---

<sup>34</sup> Corte cost. 25 febbraio 1988, n. 217.

<sup>35</sup> Le risorse finanziarie delle famiglie sono allocate nel settore immobiliare per una quota assai prossima al 60%, anche perché l'*asset* immobiliare di riferimento è per lo più rappresentato dall'abitazione di proprietà. Diversa la composizione dei portafogli dei grandi investitori istituzionali, che nell'immobiliare impiegano una quota che oscilla tra il 5% e il 17% del capitale: cfr. E.M. WORZALA, V.L. BAJTELMIT, *Real estate allocation in pension fund*, in *The journal of real estate portfolio management*, 2006, n. 36.

<sup>36</sup> Nel 2008, 16,9 milioni di famiglie (68,5 % del totale, contro il 74,7% del 2006) sono proprietarie dell'abitazione in cui vivono, 4,7 milioni (18,9 %, contro il 16,6% del 2006) vivono in affitto e 3,1 milioni (12,6 %, contro l'8,7% del 2006) dispongono dell'abitazione in usufrutto o a titolo gratuito. In corrispondenza, sono 42 milioni (70,2 %) gli individui che vivono in case di proprietà, 11 milioni (18,3 %) quelli che vivono in affitto e 6,9 milioni (11,5 %) in usufrutto o in uso gratuito (Fonti: Indagine ISTAT sui consumi delle famiglie, relativa a «L'accesso alla casa d'abitazione in Italia: proprietà, mutui, affitti e spesa delle famiglie», esposta alle Commissioni Bilancio della Camera e del Senato il 7 luglio 2007, e EU-SILC-European Union Statistics on Income and living Condition). «Nel 2014, il 71,2 per cento delle famiglie è proprietaria dell'abitazione in cui vive, mentre il 18,7 per cento paga un affitto (...) Tra le famiglie che vivono in abitazioni di proprietà, quelle che pagano un mutuo rappresentano il 19,3 per cento» (ISTAT, *Annuario statistico italiano*, Roma, 2015, p. 384). La scelta proprietaria delle famiglie italiane come tendenza di lungo periodo, cui fa da contrappunto la riduzione delle famiglie in locazione, è discussa da M. BALDINI, *La casa degli italiani*, Bologna, 2010, 57 ss.

<sup>37</sup> Almeno nei termini in cui la si è immaginata e propagandata oltreoceano, specie nella prima decade di questo secolo, fintantoché non si è prodotta la bolla immobiliare, deflagrata con la circolazione su scala globale dei crediti sorti dai mutui *sub prime* concessi per finanziare gli acquisti di case da parte delle fasce più deboli della popolazione: G. GIRAUD, *La transizione ecologica. La finanza a servizio della nuova frontiera dell'economia*, Bologna, 2015, 41.

<sup>38</sup> Dal Rapporto immobiliare 2016, redatto dall'Osservatorio del mercato immobiliare, con la collaborazione dell'ABI, e pubblicato il 12 maggio 2016, si evince che nel 2015 il mercato immobiliare delle abitazioni, dopo la lunga e ripida discesa osservata dal 2007, sembra riposizionato su un sentiero di crescita, confermando e superando il dato positivo dell'anno precedente. Mentre nei trent'anni precedenti, dal 1977 al 2008, «i prezzi reali delle case sono più che raddoppiati, i redditi delle famiglie sono cresciuti assai più lentamente». Più precisamente, «Il reddito reale medio disponibile dei nuclei in affitto è diminuito negli ultimi trent'anni, mentre è cresciuto assai lentamente quello delle altre famiglie»; nel medesimo periodo sono aumentati notevolmente i canoni di locazione (M. BALDINI, *La casa degli italiani*, cit., 62 ss.).

da di abitazioni: di recente è stata in larga parte alimentata dall'acquisto di seconde case destinate non alle vacanze bensì ai figli, da parte di famiglie in buone condizioni economiche. Per contro molte altre famiglie, che aspirerebbero alla proprietà dell'abitazione, in questi anni si sono viste rifiutare spesso richieste di mutuo dagli istituti di credito, mentre esiguo è l'apporto di nuove abitazioni derivante dal c.d. housing sociale<sup>39</sup>.

Volendo poi cogliere, tra molti segnali, le attuali modalità di assorbimento del risparmio, non si può trascurare neppure l'incremento (in percentuale ed in valore assoluto) delle spese dedicate all'abitazione, compresa quella non di proprietà. Il che rende il bene casa non facilmente accessibile (*affordability*)<sup>40</sup>. Ciò anche in ragione della pressione fiscale tanto sulla proprietà degli immobili, da sempre considerati – per la trasparenza che li contraddistingue – come materia imponibile, quanto sui costi delle utenze<sup>41</sup>.

A completare il sintetico panorama, ma il fenomeno meriterebbe ben altra indagine, non si può omettere la persistenza di sacche consistenti di disagio abitativo, «grande sfida per la politica nazionale e (sempre più) regionale, a causa dei mutamenti socio-demografici, dei flussi immigratori, dell'esaurimento delle aree edificabili e dei vincoli di bilancio»<sup>42</sup>. Alla recessione economica, aggravata dalla stretta creditizia cui facevo cenno poc'anzi, si aggiunga la vetustà del patrimonio immobiliare, messo a serio rischio dalle calamità naturali che purtroppo si susseguono. Infine, ma non da ultimo, come trascurare il «volto brutale» di un'edilizia senza regole (connotata da abusi e collusioni) che compromette la sicurezza, la vivibilità e la bellezza dei luoghi»<sup>43</sup>?

<sup>39</sup> Su cui, per qualche cenno, v. *infra* § 1.8. Le linee di tendenza del mercato immobiliare sopra evocate sono tratte da NOMISMA, *Indagine sulle famiglie*, 2016.

<sup>40</sup> M. BALDINI, *La casa degli italiani*, cit., 70. Per percepire la dimensione del problema, si consideri che, se nel 1995 per l'abitazione – voce comprensiva di canoni effettivi ed imputati, manutenzione e riparazione dell'alloggio, utenze – si spendevano 1904 euro pro-capite, nel 2016 l'ammontare è salito a 3986 euro, con la conseguenza che l'incidenza della casa sui consumi complessivi degli italiani è passata dal 18,4 al 23,7% (dati tratti dall'Indagine dell'ufficio studi di Confcommercio).

<sup>41</sup> Secondo la Cgia di Mestre la tassazione grava sul prezzo totale nelle fasce di consumo medio di energia elettrica da noi è del 39%, contro una media europea del 32%, per il gas siamo al 36%, contro una media europea del 23%. Ma M. BALDINI, *La casa degli italiani*, cit., 201, sostiene che «Il nostro sistema tributario concede un trattamento tutto sommato benevolo a chi è proprietario della casa». Occorrerebbe comunque limitare il prelievo fiscale su diritti volti a soddisfare bisogni essenziali (A. RAUTI, *La "giustizia sociale" presa sul serio. Prime riflessioni*, in *Forum Quad. cost.*, 2011, 8).

Sull'esigenza di un'esenzione fiscale del risparmio, «bene che ha acquisito un valore sempre più peculiare nelle economie contemporanee», cfr. A. FANTOZZI, E. NARDUZZI, *Il malessere fiscale. Governare il fisco nel Duemila*, Roma-Bari, 1996, 43 ss.

<sup>42</sup> M. FERRERA, *Presentazione* a A.R. MINELLI, *La politica per la casa*, Bologna, 2004, 10.

<sup>43</sup> F. BOCCHINI, *L'economia immobiliare della modernità*, in *Problemi attuali del diritto privato. Studi in memoria di Nicola Di Prisco*, Torino, 2015, I, 86.

#### 1.4. Politiche per la casa tra pubblico e privato: una valutazione d'insieme

Chi si volesse addentrare nelle dinamiche attuative dell'art. 47, co. 2 Cost., potrebbe perlustrare le politiche che hanno condotto alla situazione abitativa sopra sommariamente delineata. L'analisi retrospettiva porterebbe a rinvenire un ampio ventaglio di norme ed istituti pubblicistici e privatistici<sup>44</sup>, messi in campo dal dopoguerra ai nostri giorni. Qui può essere sufficiente una valutazione d'insieme della trascorsa esperienza.

Mentre in altri paesi europei l'intervento pubblico nel settore immobiliare è stato (ed è) significativo, in Italia «la casa è invece rimasta ai margini della politica sociale»<sup>45</sup>, al punto che la questione abitativa si è ridotta ad un «affare di famiglia»<sup>46</sup>. Più che perseguire «una politica caratterizzata da obiettivi relativamente coerenti e riconoscibili, sorretti da una strumentazione articolata», si è proceduto per tentativi, spesso sollecitati da situazioni di emergenza. Da qui un concorso di fattori – da un lato lo scarso impegno finanziario pubblico nell'edilizia residenziale, dall'altro «cicli successivi di regolazione (dei suoli, degli affitti, delle compravendite, dei piani regolatori, ecc.)», un ampio ricorso a provvedimenti a sfondo sociale, segnatamente la legge n. 392 del 27 luglio 1978, c.d. sull'equo canone – a dir poco deleterio. Ne è derivata una cronica insufficienza di alloggi pubblici a basso costo e, insieme, una progressiva contrazione dell'offerta privata, «due dinamiche che tra gli anni '70 e '80 hanno originato una sindrome di “disagio abitativo” fra le più acute in Europa»<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup> Da notare che i c.dd. nuovi diritti, tra cui il diritto alla casa, «non sono solo diritti privati, né solo diritti verso i privati» (G. OPPO, *Genere istituzionale e materie specialistiche*, in *Riv.dir. civ.*, 1998, I, 392), con la conseguenza che è da superare la tradizionale dicotomia tra diritto privato e diritto pubblico.

M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 105, prende in considerazione i programmi di edilizia economica e popolare, le agevolazioni fiscali per l'acquisto della prima casa e la concessione dei mutui fondiari. Oltre a quanto si dirà più oltre nel testo, un riferimento normativo da cui traspare *per tabulas* il nesso tra accesso alla proprietà abitativa e risparmio derivante da redditi da lavoro dipendente, lo indicherei pure nell'art. 2120, co. 8, c.c., ai sensi del quale il lavoratore subordinato può chiedere un'anticipazione del trattamento di fine rapporto, purché giustificata da «necessità» tra cui l'«acquisto della prima casa» (in argomento, anche con riferimento alla discussa formula del tfr quale «risparmio forzoso», cfr. M.S. MERELLO, *Liquidazione e vicende matrimoniali*, Milano, 2000, 44, 46 ss., 113; più ampiamente, in questo volume, M. ARAGIUSTO, *Lavoro e risparmio nella Costituzione*).

<sup>45</sup> Giudizio diffuso: la frase citata è comunque di M. FERRERA, *Presentazione*, cit., 9 s.

<sup>46</sup> In considerazione del ruolo determinante che in tale ambito ha assunto l'agenzia-famiglia, su cui richiama l'attenzione S. MUGNANO, *L'abitare condiviso: innovazione sociale in un sistema di welfare fragile*, in AAVv., *Sviluppo urbano e politiche per la qualità della vita*, a cura di G. Nuvolati, in corso di pubblicazione per i tipi di Firenze University Press, 87 s.

<sup>47</sup> M. FERRERA, *Presentazione*, cit., 9 s. P. PERLINGIERI, *Relazione. Sintesi del convegno*, in Atti del convegno nazionale, organizzato dalla Rassegna dell'equo canone, Salerno, 1983, 135 s.: «L'innovazione legislativa (...) andava e va inserita in un quadro unitario di interventi concernenti, in particolare, l'edificabilità del suolo (la legge Bucalossi n. 10 del 1977) e l'edilizia residenziale (la legge 5 agosto

A seguire, nel corso degli anni '90, il mercato delle locazioni, restituito ad una (parziale) liberalizzazione (con l. 9 dicembre 1998, n. 431), ha consentito al risparmio investito nella proprietà immobiliare di recuperare margini di redditività.

In estrema sintesi, non si può dire che in Italia si sia avuta una «non politica» della casa, perché la sequenza degli interventi sia distributivi che regolativi smentirebbe tale affermazione. Certo è che il mercato ha finito col prevalere nel definire l'attuale situazione abitativa, mentre sono risultati del tutto insufficienti i correttivi pubblici. Il che ha indotto ad interrogarsi sul «sistema di convenienze» che si è via via determinato e, quindi, sulle molteplici implicazioni delle scelte di *policy* di volta in volta compiute o, anche, non compiute<sup>48</sup>.

Ma nell'alternare susseguirsi di politiche e vicende, quale ruolo ha giocato – se l'ha giocato – il *favor* dichiarato nell'art. 47, co. 2, Cost.? Da un verso si è notato come in «tutta questa legislazione il collegamento tra risparmio popolare ed accesso alla proprietà dell'abitazione resta per lo più sotto traccia, pur essendo stato spesso evidenziato nelle motivazioni che spingono alle iniziative legislative»<sup>49</sup>. Dall'altro, si è preferito concentrare l'attenzione sul «*che cosa* i governi hanno fatto per dare concretezza alle enunciazioni simboliche»<sup>50</sup>.

Nel valutare l'attuazione dell'«indirizzo politico»<sup>51</sup> formulato dall'art. 47, co. 2,

---

1977, n. 457), tendenti a realizzare una politica complessiva della ripresa e della razionalizzazione dell'attività edilizia, idonea a favorire conseguentemente l'accesso alla proprietà (art. 47, comma 2, Costituzione) e all'uso dell'abitazione».

<sup>48</sup> A.R. MINELLI, *La politica per la casa*, Bologna, 2004, 199, si domanda «Come hanno giocato gli interessi esistenti, nel complesso soddisfatti dal gioco a somma positiva costruito col *laissez faire* e le facilitazioni fiscali e creditizie, nella formulazione di una (...) *meso-policy*», quale si è tradotta a suo tempo nella menzionata legge sull'equo canone. Per M. BALDINI, *La casa degli italiani*, cit., 157, «Le conseguenze di questa legge sul mercato privato delle locazioni ricalcano quanto descritto sui manuali di microeconomia. Ai rigidi vincoli che la legge impone all'ammontare dei canoni e alle condizioni dei contratti, i proprietari reagiscono comprimendo l'offerta di abitazioni in affitto, e quindi costringendo molte famiglie all'acquisto della casa». Molto netto, nei primi anni di applicazione della disciplina vincolistica, il giudizio di R. RAIMONDI, *Proprietà edilizia e locazioni tra legislazione ordinaria, Costituzione e diritto internazionale*, in *Giur. it.*, IV, 1982, c. 206, ad avviso del quale la legge n. 392 «proietta il Paese fuori dal quadro costituzionale di una Repubblica fondata sul lavoro e sul risparmio; per farne piuttosto una Repubblica fondata sui consumi, mettendo in crisi le stesse libertà costituzionali: di farsi una famiglia (art. 31); di trasferirsi e di scegliersi una residenza in altra città (art. 16); di farsi con i propri risparmi una casa (allo stato in vendita solo a prezzi inaccessibili per la caduta verticale della produzione degli alloggi) (art. 47). Né è lecito aspettarsi l'abitazione dallo Stato, troppo impegnato nell'assistere, stavolta a proprie spese, aziende in difficoltà».

<sup>49</sup> M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 105.

<sup>50</sup> Facendo così venire alla luce strategie e valori, strumenti e risultati attesi, conseguiti o mancati, gli «attori» delle politiche – non necessariamente coincidenti con chi le adotta formalmente – e gli interessi organizzati, quelli che hanno ottenuto benefici o che, viceversa, hanno sopportato costi delle decisioni assunte, v. l'interessante analisi di A.R. MINELLI, *La politica per la casa*, cit., 58, 115, 129, 138.

<sup>51</sup> In questi termini Corte cost. n. 29 del 1975, n. 60 del 1980, oltre all'ordinanza n. 194 del 1980. Diffusa infatti è l'opinione che nell'art. 47, co. 2, Cost., sia contenuta un'«indicazione al legislatore» (A. SIMONCINI, *L'abitazione come diritto fondamentale*, in *L'esigenza abitativa*, cit., 13).

Cost., si potrà rilevare che le politiche per la casa in Italia, da sempre avare nel destinare risorse pubbliche ad un settore notoriamente trascurato, sono oggi più che mai condizionate e limitate dai ridotti margini di manovra consentiti dalla finanza pubblica<sup>52</sup>. Del che mi sembra di scorgere conferma indiretta nella più recente strategia legislativa, particolarmente significativa – non a caso – sotto il profilo privatistico.

### 1.5. *Dal regime vincolistico delle locazioni alla tutela dell'acquirente immobiliare*

Ancorché incentrato sull'obiettivo di indirizzare il risparmio popolare verso la proprietà dell'abitazione, l'art. 47, co. 2, Cost. ha dato fondamento ad un più ampio diritto all'abitazione, riconducibile anche e – direi – soprattutto ai non proprietari, *in primis* i locatari ed i loro interessi contrattuali<sup>53</sup>.

In proposito si potrebbero rievocare vicende del passato, ad esempio episodi di forzatura nell'interpretare la norma costituzionale in esame, come nel caso di quel giudice di merito che negò al locatore il diritto di recedere al termine della durata del contratto, se non per motivate ragioni sociali e personali, dunque per giusta causa<sup>54</sup>. Oppure il dubbio circa la coerenza tra l'art. 47, co. 2, Cost. ed una norma – l'abrogato art. 61 della legge n. 392, che vietava all'acquirente «di esercitare l'azione di recesso per necessità prima di due anni dall'acquisto» – che si frapponeva come ostacolo

---

<sup>52</sup> Di ciò si è mostrata più volte consapevole la Corte costituzionale, rilevando ad esempio (nella sentenza n. 252 del 18 maggio 1989, confermata da Corte cost. 18 aprile 1996 n. 121), «che, come ogni altro diritto sociale, anche quello all'abitazione, è diritto che tende ad essere realizzato in proporzione delle risorse della collettività», e che quindi «solo il legislatore, misurando le effettive disponibilità e gli interessi con esse gradualmente soddisfatti, può razionalmente provvedere a rapportare mezzi a fini, e costruire puntuali fattispecie giustiziabili espressive di tali diritti fondamentali».

<sup>53</sup> Di «interesse di garantire il detentore ad una stabile soddisfazione del bisogno» abitativo scrive E. BARGELLI, *Interesse alla conservazione e all'acquisto dell'alloggio: profili applicativi del «diritto all'abitazione» nella nuova locazione abitativa*, in *Riv.dir.civ.*, 2001, 594.

<sup>54</sup> «Esempio di pericolosa deriva cui il riconoscimento di un diritto soggettivo pieno all'abitazione» può portare, secondo M.C. PAGLIETTI, *Percorsi evolutivi*, cit., 87, nota 118, è la decisione di Pret. Torino, 19 ottobre 1977, in *Riv. giur. edil.*, 1978, I, 323 ss., con nota critica di S. BELLOMIA, *Necessità del locatore e «diritto alla casa» del conduttore*, che considerava forzata l'interpretazione data da quel pretore, «quasi che il soddisfacimento del «diritto alla casa» debba avvenire non attraverso un impegno organico dei pubblici poteri (come evidentemente impone l'art. 47 Cost. là dove parla di favorire «l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione»), ma con esclusivo sacrificio del conduttore». Da ricordare in proposito Corte cost. 28 luglio 1983, n. 252, cit., 2628, che non accolse la questione di costituzionalità sollevata con riferimento alla facoltà, attribuita al locatore dalla legge n. 372, di rifiutare il rinnovo del contratto alla prima scadenza pur in mancanza di motivo legittimo. Sottolineava l'esigenza di superare l'emergenza tramite incentivi a carico della collettività e non col sacrificio del soggetto che sia controparte storica del locatario, già P. PERLINGIERI, *Relazione. Sintesi del convegno*, cit., p. 144 ss.



alla trasformazione del risparmio in proprietà individuale<sup>55</sup>. Chi poi, consapevole dell'impossibilità oggettiva di garantire il diritto all'abitazione a tutti in termini di proprietà, *de iure condendo* ripensava il regime delle locazioni, ne proponeva persino un sostanziale irrigidimento<sup>56</sup>.

Del fallimento della legislazione vincolistica delle locazioni ad uso abitativo si è già detto. Ciò non toglie la persistente esigenza di governo del mercato immobiliare. Cosa che, nel far del tempo, si è tradotta nel ritorno ad un regime di (almeno parziale) libertà contrattuale in materia locatizia<sup>57</sup>. Ma c'è di più. L'evoluzione normativa ha spostato decisamente l'asse della tutela verso il momento circolatorio.

Pur senza costruire uno statuto speciale della vendita di case<sup>58</sup>, il legislatore degli anni duemila si è concentrato sull'accesso alla proprietà, garantendo quanto meno la sicurezza economica dell'acquisto. Il riferimento è evidentemente alla disciplina del contratto preliminare di immobili da costruire (d.lgs. 20 giugno 2005, n. 122)<sup>59</sup>, oltre che alla norma di diritto fallimentare che mette la casa di abitazione principale al riparo dell'azione revocatoria<sup>60</sup>. Inoltre, nella misura in cui l'acquisto è per lo più

---

<sup>55</sup> Annotando criticamente Corte cost. 7 maggio 1981, n. 111, S. MANGIAMELI, *L'art. 47 della Cost., una norma ignorata nella normativa delle locazioni degli immobili urbani*, in *Giust. cost.*, 1981, I, 979, evidenziava la valenza dell'art. 47 Cost., quale «norma parametro nei giudizi di legittimità costituzionale di leggi che, non solo escludano la titolarità dei beni previsti dall'art. 47, ma anche solamente ostacolano la trasformazione del risparmio popolare nella proprietà individuale con riferimento a tali beni».

<sup>56</sup> A. MASTROMO, *Il diritto all'abitazione. Note sulla tutela legislativa, per una «politica della casa»*, in *Parlamento*, 1983, III, 59 ss.

<sup>57</sup> Cfr., tra gli altri, G. GALLI, *Locazione di fondi urbani*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1996; G. GABRIELLI, F. PADOVINI, *La locazione di immobili urbani*, Padova, 2005 (la prima edizione è del 2001); AA.VV., *La locazione. Disciplina sostanziale e processuale*. Diretto da V. Cuffaro, Bologna-Roma, 2009. Nell'ottica del diritto all'abitazione lamentano lo squilibrio sul piano dei «diversi strumenti processuali posti a tutela dell'obbligazione pecuniaria cui ha diritto il locatore e dell'obbligazione di *facere* cui invece ha diritto il conduttore», A. PISANI MASSAMORMILE, L. PISANI MASSAMORMILE, *La casa tra norma e contratto. Lacune e prospettive*, in *Le Corti calabresi*, 2011, 3, 644. Per una valutazione, «attraverso la lente degli studi economici sensibili agli obiettivi di efficienza», delle leggi c.d. di seconda generazione, cui appartiene la l. 9 dicembre 1998, n. 431, E. BARGELLI, *Locazione abitativa e crisi economica*, in *L'esigenza abitativa*, cit., 272 ss.

<sup>58</sup> Come, a suo tempo, fu proposto da C.M. BIANCA, *Notazioni per una disciplina particolare in tema di vendita di case*, in *Giur.it.*, 1974, IV, c. 16, sul presupposto che la casa non è un «bene qualsiasi».

<sup>59</sup> In cui F. APRILE, *Acquisti di immobili da costruire: una nuova tutela*, in *Fall.*, 2005, 1117, ravvisa un «effettivo impegno a salvaguardia del c.d. diritto alla casa garantito dagli artt. 42 e 47, secondo comma, Costituzione», anche se la disciplina genericamente allude ai beni immobili, salvo gli artt. 9 (Diritto di prelazione) e 10 (Esenzioni e limiti alla esperibilità dell'azione revocatoria fallimentare), incentrati sull'abitazione.

<sup>60</sup> V. il più volte rivisitato art. 67, co. 3, lett. c, r.d. 16 marzo 1942, n. 267, sostituito prima dall'art. 2, d.l. 14 marzo 2005, n. 35, conv. in l. 14 maggio 2005, n. 80, poi dall'art. 4, co. 4, lett. a, d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169.

preceduto da operazioni di finanziamento, gli interventi legislativi si sono focalizzati sul mutuo <sup>61</sup>.

Volendo guardare ancora oltre, altri indici normativi, sparsi qua e là nell'ordinamento, valorizzano la destinazione abitativa dell'immobile: si pensi ad esempio alla disciplina della crisi di coppia, che attribuisce al giudice il potere di attribuire il godimento della casa familiare, in vista del prioritario interesse dei figli, a costo di sacrificare altri diritti, fosse anche la proprietà (cfr., dopo successive riscritture, l'art. 337-sexies c.c.) <sup>62</sup>.

Dunque, non solo si è allentata la rigida tutela del locatario, ma ha cominciato a prender corpo una protezione dell'interesse abitativo a più ampio raggio, segnatamente nei confronti dell'acquirente di immobili. Più in generale rimane la convinzione circa la forza trainante del settore per l'intero sistema economico e, di là da espliciti riferimenti normativi, da più parti traspare la preoccupazione verso l'abitazione, il suo acquisto a titolo di proprietà, i risparmi familiari in essa investiti <sup>63</sup>.

### 1.6. *Tutela del risparmiatore (non solo popolare) e nuovi profili della disciplina dei mutui ipotecari*

Negli ultimi anni è l'art. 47 Cost. nel suo insieme ad assumere una nuova connotazione, ma non perché sia stato direttamente inciso da una qualche (improbabile) riforma costituzionale, quanto invece per l'impatto che su di esso ha avuto il processo d'integrazione europea. Innegabili riflessi sul settore finanziario e creditizio hanno avuto sia l'unificazione monetaria che l'introduzione del principio di concorrenza <sup>64</sup>, mentre altri principi a base dell'ordinamento comunitario – da un verso la

<sup>61</sup> Su cui v. § seguente. Per l'elenco di norme e l'analisi della svolta legislativa, v. anche M.C. PAGLIETTI, *Percorsi evolutivi*, cit., 56 ss.

<sup>62</sup> Introdotto dall'art. 55, co. 1, d.lgs. 28 dicembre 2013, n. 154, *Revisione delle disposizioni vigenti in materia di filiazione, a norma dell'art. 2 della l. 10 dicembre 2012, n. 219*, che all'art. 106, co. 1, abrogava l'art. 155-*quater* c.c., in precedenza inserito ad opera dell'art. 1, co. 1, l. 8 febbraio 2006, n. 54, sul quale v. le belle pagine di M.V. DE GIORGI, *Due cuori e una capanna. L'assegnazione della casa familiare nella crisi della coppia*, in *Lesigenza abitativa*, cit., 157 ss., che si sofferma sulla difficile condizione abitativa dei padri separati.

Sul terreno successorio si può segnalare l'art. 540, co. 2, c.c., anch'esso sensibile all'interesse abitativo, seppur in termini non proprietari: in proposito sia permesso di richiamare il mio *Dei legittimari*, Artt. 536-563, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2012, 159 ss.

<sup>63</sup> Ad esempio, nel Libro verde su *Il credito ipotecario nella UE*, COM, 2005, 327 def., del 19 luglio 2005, punto 8, si legge che «per la maggioranza dei cittadini UE l'acquisto della casa costituisce l'acquisto più importante di tutta la vita», cui si arriva il più delle volte attraverso il ricorso ad un mutuo, ovvero «l'impegno di maggiore rilevanza finanziaria per quasi tutti i nuclei familiari dell'UE».

<sup>64</sup> «Ai due pilastri costituzionali d'apice comuni dell'ordinamento del mercato finanziario, individuati appunto negli artt. 41 e 47 Cost., si aggiungono (...) un terzo e quarto pilastro di natura

liberalizzazione dei movimenti di capitali, dall'altro il riconoscimento della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei servizi finanziari – hanno notevolmente ampliato le possibilità d'investimento del risparmio, tanto che oggi sempre più si parla di risparmio "gestito". E se ne parla facendo riferimento ad una tutela in chiave soggettiva, centrata più sul risparmiatore che sul risparmio, «con il risultato di riconoscere un nuovo tipo di legittimazione al 2° co. dell'art. 47 Cost.»<sup>65</sup>.

Se in passato la salvaguardia del risparmio era per lo più incentrata su forme di controllo pubblico – ricondotte dalla migliore dottrina nell'ambito dell'art. 47, co. 1, Cost. – sia dell'attività bancaria che del corretto funzionamento dei mercati finanziari, oggi l'approccio è essenzialmente privatistico. La normativa di derivazione europea ha infatti costruito un vero e proprio statuto a protezione del risparmiatore/investitore. In tale scenario si colloca una disciplina incentrata su doveri d'informazione e correttezza. Basti pensare alla direttiva 2004/39/CE (c.d. MIFID), attuata con d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che pone in capo all'intermediario un vero e proprio obbligo di "profilatura" del cliente. Analogamente, nella direttiva 2014/17/UE, di cui al d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72, in tema di contratti di credito ai consumatori relativi ad immobili residenziali, vengono tipizzati obblighi di assistenza e consulenza a carico del professionista, oltre che di valutazione del c.d. merito creditizio. Il tutto in un'ottica che, in estrema sintesi, tende a «premiare un prestito responsabile, in quanto espressione di un'assunzione consapevole del debito»<sup>66</sup>, evitando «*policies* di interventi proibitivi su questo o quel prodotto creditizio»<sup>67</sup>. Tale impostazione muove dal presupposto secondo cui il risparmiatore informato è per ciò stesso tutelato. Ma di fronte ai gravi e ripetuti dissesti di questi anni un approccio

---

comunitaria», secondo F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1475 ss., che sottolinea la conseguente modificazione dei «mezzi di espressione giuridica ed economica che il risparmio ha conosciuto», con la conseguente transizione dalla «qualificazione del risparmio in senso oggettivo» ex art. 47, co. 1, Cost., «verso una prevalenza della concezione soggettiva» di matrice comunitaria.

<sup>65</sup> S. BARONCELLI, *Sub art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Torino, 2007, I, 955.

<sup>66</sup> S. PAGLIANTINI, *Il debito da eccezione a regola*, 107, in <http://www.personaemercato.it/wp-content/uploads/2014/09/Pagliantini.pdf>

<sup>67</sup> S. PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)*, in *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo. Commentario alla direttiva 2014/17/UE*, a cura di P. Sirena, I Quaderni della Fondazione italiana del Notariato, Milano, 2016, 27. Non mancano proposte di ulteriori divieti in capo agli intermediari. In particolare, sotto il profilo delle operazioni di investimento in determinati strumenti finanziari e di erogazione del credito, si ipotizza di imporre all'intermediario di astenersi dall'erogare credito oltre un certo limite nei confronti di soggetti la cui solidità patrimoniale sia compromessa, piuttosto che lasciargli uno spazio di valutazione del merito creditizio: G. GRISI, *Gli obblighi informativi quale rimedio ai fallimenti cognitivi*, in AA.Vv., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014, 59 ss.

di tal genere suscita non poche perplessità. L'informazione, per quanto ampia e dettagliata, anche in termini di analisi dei dati di bilancio, difficilmente riesce a colmare il *deficit* cognitivo che coglie i risparmiatori<sup>68</sup>, specie quelli che – parafrasando l'art. 47, co. 2, Cost. – potremmo qualificare come “popolari”.

È anche vero che, nell'ordinamento, si rinvencono altre e più incisive tutele. Si pensi alla disciplina dell'estinzione anticipata e senza penali del mutuo immobiliare (l. 14 maggio 2005, n. 80, c.d. decreto Bersani), alla c.d. portabilità dei mutui ed alla conseguente concorrenza tra banche, a tutto vantaggio dei mutuatari (art. 8, l. 2 aprile 2007, n. 40, c.d. Bersani-*bis*), alle disposizioni che accelerano i tempi e riducono i costi della cancellazione delle ipoteche iscritte a tutela del mutuante (art. 13, co. da 8-*sexies* a 8-*quaterdecies*, l. 2 aprile 2007, n. 40, c.d. Bersani-*bis*).

E c'è un controllo che opera sul piano giudiziario. Cito in proposito una vicenda che mi sembra da più punti di vista significativa, e che riguarda il mutuo fondiario ed edilizio (artt. 38-41, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385). Due figure che, com'è noto, costituiscono altrettante fattispecie speciali di mutuo bancario, cui si rivolge una normativa di favore<sup>69</sup>. Due strumenti di finanziamento per l'acquisto della prima casa, diversi per modalità di erogazione del capitale, anche perché il mutuo edilizio è gravato da uno specifico vincolo di destinazione delle somme mutate alla costruzione di abitazioni, a volte di alloggi di edilizia agevolata. Ad entrambi si applica il *favor* consistente nella c.d. consolidazione abbreviata dell'ipoteca posta a garanzia del credito: scaduto il breve termine di dieci giorni dall'iscrizione ipotecaria, in assenza di azioni esecutive ed iscrizioni pregiudizievoli, l'ipoteca non può essere più aggredita da revocatoria fallimentare.

Ciò posto, si è diffusa la prassi da parte degli istituti di credito di avvalersi di tali figure di mutuo per fornire ai clienti la provvista necessaria ad estinguere debiti pregressi, con il non trascurabile vantaggio di sostituire un credito chirografario (scaduto) con uno privilegiato, assistito da ipoteca di primo grado a valere per il medio-lungo termine e, soprattutto, inopponibile all'eventuale fallimento del debitore. Si assiste quindi ad un utilizzo distorto, “abusivo”, certamente fuori dallo schema legale degli strumenti negoziali agevolati. La questione è passata perciò al vaglio della magistratura, che ha espresso orientamenti diversi, tra cui quello che fa leva sul concetto di causa in concreto, molto in auge nell'attuale dibattito civilistico<sup>70</sup>, con la conseguente dichiarazione di nullità del contratto di mutuo fondiario o edilizio.

---

<sup>68</sup> Cfr. G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, 745 ss.

<sup>69</sup> Ricondotta all'art. 47, co. 2, Cost., da A. ALAMANNI, *Utilizzo “abusivo del mutuo fondiario e edilizio e interferenze con la “causa in concreto”*, in *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di F. Alcaro, Milano, 2016, 118, nota 41.

<sup>70</sup> Cfr., per tutti, il volume collettaneo già richiamato, *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di F. Alcaro.

### 1.7. *Godimento finalizzato all'acquisto della proprietà: rent to buy (e leasing immobiliare abitativo)*

Il 23 novembre 2013, una categoria molto attenta all'andamento del mercato immobiliare dedicava la propria assise nazionale al tema *Proprietà dell'abitazione: risparmio familiare, tutela dei diritti e ripresa economica*. Prendendo le mosse proprio dall'art. 47, co. 2, Cost.<sup>71</sup>, il notariato formulava alcune proposte di legge tra cui quella che, illustrata in sede parlamentare (per gli aspetti fiscali alla Commissione Finanze del Senato il 25 giugno 2015 e, poi, il 15 aprile 2014 alle Commissioni riunite VIII Lavori pubblici e XIII Ambiente e territorio del Senato), faceva riferimento ai «contratti di godimento in funzione della successiva vendita di immobili». Figure allora «prive di disciplina specifica e penalizzanti sul piano tributario», ribattezzate con l'anglismo *rent to buy*.

Di lì a poco un legislatore insolitamente recettivo e solerte avrebbe pressoché integralmente accolto la proposta: tutto l'articolato elaborato dal ceto notarile veniva tradotto in legge, al netto del cruciale trattamento fiscale<sup>72</sup>. Risultato: una norma complessa – l'art. 23 del d.l. 23 settembre 2014, n. 133, c.d. Sblocca Italia, convertito in l. 11 novembre 2014, n. 164, rubricato *Contratti di godimento in funzione della successiva alienazione di immobili* – che, pur senza allestire un apposito statuto negoziale per l'abitazione, è pervenuta ad una «tipizzazione più di cornice strutturale che di contenuto»; ha puntato «a due aspetti nodali della disciplina, entrambi funzionali alla protezione dell'aspirante acquirente: l'estensione del meccanismo pubblicitario e la regolazione del profilo rimediale, che si assesta nelle regole dettate per la risoluzione del contratto e si spinge fino al versante della disciplina fallimentare»<sup>73</sup>. Un nuovo contratto dunque che, mutuato dal mondo anglosassone e già presente in una prassi negoziale sempre più dinamica e “creativa”, faceva ingresso nell'ordinamento, con l'obiettivo dichiarato di rivitalizzare uno stagnante mercato immobiliare.

La tutela del godimento del bene si combina con l'effetto acquisitivo. Le parti si accordano per la (sola) concessione in godimento di un immobile e, contestual-

<sup>71</sup> Norma evocata nel documento del Consiglio Nazionale del Notariato, relativo al XLVIII Congresso Nazionale del Notariato, Roma, novembre 2013, pp. 5, 53, da cui ho tratto le citazioni del testo.

<sup>72</sup> Su cui cfr. F. PISTOLESI, *Rent to buy d'azienda: i profili fiscali dell'operazione*, in S. Landini, M. Palazzo (a cura di), *Rent to buy d'azienda*, I quaderni della Fondazione Italiana del Notariato, Milano, 2016, 106 ss.

<sup>73</sup> Le citazioni del testo sono tratte da D. POLETTI, *L'accesso “graduale” alla proprietà immobiliare (ovvero, sui contratti di godimento in funzione della successiva alienazione di immobili)*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2015, n. 1, 36, che richiama l'attenzione su alcune tendenze riscontrabili «in un sistema in cui l'eccessiva esposizione degli istituti di credito nel settore immobiliare da alcuni anni ha imposto la concessione di mutui che coprono solo parzialmente il valore dell'immobile e in cui la precedente generosità nell'erogazione di denaro, individuata come una delle possibili cause della crisi, spinge da qualche tempo a valutare con particolare attenzione il merito creditizio del cliente (...), anche in capo a chi gode di un reddito derivante da un lavoro non precario».

mente, concludono un patto a favore dell'utilizzatore che gli consente, a termine, di acquistare la proprietà. Nella fase attuativa il concedente percepisce somme che, in parte remunerano la concessione in godimento, in parte anticipano il prezzo della promessa alienazione. Completa lo schema la regola secondo cui gli acconti non sono stabilmente acquisiti dal percettore se non in caso di stipula della cessione o di grave inadempimento del conduttore: nel primo caso a titolo di prezzo, nel secondo a titolo indennitario.

A voler ragionare per tipi contrattuali<sup>74</sup>, un'operazione negoziale così congegnata presenta certamente i tratti della locazione, sia pur causalmente connotata da un ben preciso scopo<sup>75</sup>. Ma il godimento non si esaurisce nel rapporto obbligatorio connesso allo scambio locatizio<sup>76</sup>. E che il contratto sia proiettato verso la realtà lo dimostra lo sdoppiamento (e la diversa imputazione) della somma periodicamente corrisposta. Pensando proprio al momento traslativo, vi si rinviene una spiccata affinità con il preliminare unilaterale, dato che una delle parti resta obbligata al trasferimento del diritto a fronte della (sola) volontà acquisitiva manifestata dalla controparte.

Considerando il sottostante assetto d'interessi, non c'è dubbio che il *rent to buy* vale a comporre le «ragioni del venditore (di frequente imprenditore o società costruttrice che ha immobili invenduti gravati da ipoteca iscritta a garanzia di un mutuo bancario ancora non frazionato), che intende vendere e non “svendere”», con l'esigenza di «chi ha disponibilità monetaria e richiede forti sconti, con il massimo sforzo possibile del compratore, interessato a soddisfare subito la sua esigenza di disponibilità di un bene (spesso destinato a sopperire ad un bisogno abitativo) ma privo della capacità economica per realizzare un immediato acquisto». La conclusione dell'affare nei termini prefigurati risulta dunque congeniale con le aspettative finanziarie tanto dell'aspirante venditore – che potrà collocare l'immobile, con la possibilità di sgravio dell'onere finanziario sostenuto per la costruzione, fissando un prezzo che lo ponga al riparo da oscillazioni negative – che dell'aspirante compratore, che riuscirà a diluire nel tempo l'impegno finanziario per l'acquisto,

---

<sup>74</sup> Ma D. VALENTINO, *Crisi economica e tipologie contrattuali*, in *Riv.dir.priv.*, 2016, 3, 351, 355, alla quale rinvio per ulteriori riferimenti di dottrina e comparati, osserva che: «L'individuazione della disciplina per regolamentare un concreto rapporto non passa attraverso il filtro del binomio tipicità/atipicità, ma dall'esame della concreta funzione».

<sup>75</sup> V. CUFFARO, *La locazione di scopo*, in *Giur. it.*, 2015, 504.

<sup>76</sup> Prova ne sia il rinvio alle norme sull'usufrutto, da parte del citato art. 23, che segna una linea netta di demarcazione anche tra *rent to buy* e locazione finanziaria. Del che offre ulteriore conferma la legge di Stabilità 2016, che ha introdotto nel sistema il *leasing* immobiliare abitativo. Figura già nota nel mondo delle imprese, ma pressoché del tutto sconosciuta ai privati in ambito immobiliare. Dal 1° gennaio 2016 (e fino al 31 dicembre 2020) sono previste agevolazioni fiscali e, ancora, tutele civilistiche riguardanti il «contratto di locazione finanziaria di immobile da adibire ad abitazione principale»: così l'art. 1, co. 76, l. 28 dicembre 2015, n. 208, in cui sono tra l'altro previste agevolazioni IRPEF parametricate all'età dell'utilizzatore. Per maggiori indicazioni ed esemplificazioni si può consultare il documento MEF, *Il leasing immobiliare abitativo*, Roma, marzo 2016.

evitando di ricorrere al finanziamento bancario e da subito conseguendo il godimento del bene<sup>77</sup>.

A parte ogni altra considerazione, quanto precede consente di tornare sull'acco-stamento fugacemente proposto dai notai tra l'accennata disciplina e l'art. 47, co. 2, Cost.

Un'operazione negoziale sostanzialmente funzionale all'interesse delle imprese di costruzione di smaltire l'invenduto, sembra aver ben poco di "sociale".

È però altrettanto chiaro il profilo del potenziale acquirente. Benché la norma legislativa faccia generico riferimento alle parti come soggetti indistinti, i suoi presumibili destinatari saranno persone sprovviste della liquidità sufficiente per il pagamento integrale del prezzo, e però dotate di una capacità di risparmio sufficiente per far fronte all'adempimento di un canone comprensivo di una quota diretta a remunerare il godimento, più un'altra con cui «si crea, dal lato del locatario/compratore un risparmio programmato»<sup>78</sup>. Si tratterà probabilmente di giovani coppie<sup>79</sup>, di soggetti che non hanno le risorse necessarie per intervenire sul mercato, né i requisiti previsti per l'ammissione alle graduatorie per l'assegnazione degli alloggi popolari. Insomma – volendo ancora rifarsi all'art. 47, co. 2, Cost. – piccoli risparmiatori.

### 1.8. *Fondi immobiliari per il cohousing sociale e principio di sussidiarietà*

Per il significato che riveste nel discorso finora svolto, richiamerei un altro provvedimento legislativo: il d.l. n. 112 del 25 giugno 2008, convertito, con modif., nella l. n. 133 del 6 agosto 2008. Vi si rinvergono strumenti – i fondi comuni immobiliari – e risorse (in quantità invero non cospicua, considerati gli investimenti pubblici del passato e, ancor più, quelli nel frattempo effettuati in altri Paesi europei), volti ad assicurare sul territorio nazionale il livello minimo essenziale di fabbisogno abitativo.

Con il menzionato provvedimento veniva promosso un Piano Nazionale di Edilizia Abitativa, articolato su diverse linee di azione, tra cui quella basata sul Sistema Integrato di Fondi immobiliari (SIF). Più in dettaglio, il suddetto SIF<sup>80</sup> si articolava su un Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA) ed una serie di fondi locali. Il primo, amministrato da una società di gestione del risparmio controllata e finanziata da

<sup>77</sup> D. POLETTI, *L'accesso "graduale" alla proprietà immobiliare*, cit., 34.

<sup>78</sup> A. NAZZARO, *Il rent to buy tra finanziamento e investimento*, in *Riv. dir. bancario*, n. 3/2015, 8; ID., *Rent to buy d'azienda: specificità dell'oggetto e funzioni (possibili) del contratto*, in S. Landini e M. Palazzo (a cura di), *Rent to buy di azienda*, I quaderni della Fondazione Italiana del Notariato, Milano, 2016, 29, nota 46.

<sup>79</sup> D. POLETTI, *L'accesso "graduale" alla proprietà immobiliare*, cit., 34 s.

<sup>80</sup> Cfr. d.m. 22 aprile 2008, su contenuti e caratteristiche cfr. d.p.c.m. 16 luglio 2009.

soggetti pubblici e privati<sup>81</sup>, i secondi, da apposite società di gestione. Il FIA, che ha durata ultratrentennale (35 anni), investe in iniziative locali – fondi immobiliari *target*, con obiettivi di rendimento calmierati – ed incontra un limite fondamentale: non può impiegare oltre una certa soglia (il 40%) del capitale necessario per ciascuna iniziativa. La restante quota (del 60%) – ed è questo il punto cruciale – deve provenire dal territorio su cui insiste il fabbisogno abitativo, e quindi da soggetti pubblici e privati (fondazioni bancarie, *sponsor*, enti locali, cooperative di abitanti, e così via), che nel fondo locale possono conferire anche beni in natura, ad esempio i terreni su cui costruire o gli immobili da ristrutturare.

Dunque, fondi di mobilitazione della ricchezza immobiliare<sup>82</sup>, pensati con l'obiettivo di incrementare l'offerta di alloggi sociali. Quello sommariamente tratteggiato è un intervento di «edilizia privata sociale»<sup>83</sup>, una misura ancora una volta diretta a soddisfare il bisogno abitativo di fasce deboli della popolazione.

Un'iniziativa per certi versi analoga è stata promossa dalla Fondazione Cariplo, che ha costituito la Fondazione Housing Sociale (FHS)<sup>84</sup>.

All'elenco delle esperienze pilota aggiungerei le c.dd. comunità contrattuali<sup>85</sup>, forme organizzative su base volontaria e territoriale, che configurano aggregazioni residenziali volte a realizzare e garantire servizi efficienti, riattivando al tempo stesso senso di responsabilità e cura da parte dei componenti di una collettività nei confronti del loro ambiente di vita.

Che cosa lasciano intravedere le iniziative private o miste, pubbliche-private, fin qui (soltanto) evocate? Certamente il crescente ruolo, anche nell'ambito delle politiche abitative, degli enti del terzo settore<sup>86</sup>. Ma al tempo stesso si coglie un modo concreto con cui, in un settore storicamente marginale del *welfare state*, comincia a

<sup>81</sup> Precisamente, controllata da Cassa Depositi e prestiti (70%), da Acri (15%) ed Abi (15%), finanziata da prestiti erogati dalla stessa Cassa depositi e prestiti (1 miliardo, proveniente dal risparmio postale), dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti (140 milioni), da gruppi bancari ed assicurativi e casse di previdenza privatizzate (888 milioni).

<sup>82</sup> F. BOCCHINI, *L'economia immobiliare della modernità*, cit., 80.

<sup>83</sup> «Privata perché (...)» il «fondo di investimento, [lo] strumento finanziario (...) opera secondo regole privatistiche e la cui componente pubblica del patrimonio in senso stretto è solo quella del Ministero (...). Sociale, perché si rivolge a un segmento di domanda che altrimenti non sarebbe in grado di soddisfare dignitosamente le proprie esigenze abitative primarie direttamente sul mercato»: così M. DEL FANTE, *Strumenti finanziari innovativi per le nuove dimensioni della domanda abitativa*, in *Lesigenza abitativa*, cit., 93 ss.

<sup>84</sup> Per dettagli in merito, cfr. G. PACIULLO, *Il diritto all'abitazione*, cit., 72 ss.

<sup>85</sup> G. BRUNETTA, S. MORONI (a cura), *La città intraprendente. Comunità contrattuali e sussidiarietà orizzontale*, Roma, 2011. Indicazioni sull'emergente ruolo del non profit nelle politiche abitative anche in S. MUGNANO, *L'abitare condiviso*, cit., 88 ss.

<sup>86</sup> Materia disciplinata da provvedimenti freschi di stampa, in particolare il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, *Codice del Terzo settore*, a norma dell'articolo 1, comma 2, lettera b), della legge 6 giugno 2016, n. 106, cui si ricollega il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, intitolato *Revisione della disciplina in materia di impresa sociale*.



dispiegarsi quel principio di sussidiarietà che, in un tempo in cui «la società civile tende ad autorganizzarsi», induce a ridefinire i «limiti della sfera privata e di quella dello Stato, inteso nel senso ampio del termine»<sup>87</sup>.

### 1.9. *Duplici favor costituzionale*

Traggo spunto da quest'ultima considerazione per tornare, in conclusione, sul «destino»<sup>88</sup> dell'art. 47, co. 2, Cost.

Un elemento che accomuna le norme e le esperienze sopra richiamate, un punto di contatto significativo, è senz'altro l'iniziativa dei privati. Se durante il secolo scorso, in nome del diritto all'abitazione, l'autonomia contrattuale fu a più riprese limitata e compressa (regime vincolistico delle locazioni ad uso abitativo, reiterati provvedimenti di proroga degli sfratti), oggi la si trova restituita ad un ruolo diverso, senz'altro dilatata. Anzi, proprio in ragione del bisogno abitativo che essa è in grado di soddisfare, la si vorrebbe adeguatamente promossa ed incentivata.

E se – come afferma l'art. 118, ult. co., Cost. – lo «Stato, Regioni, Città metropolitane, Province e Comuni favoriscono l'autonoma iniziativa dei cittadini, singoli e associati, per lo svolgimento di attività di interesse generale», a fronte di quel medesimo bisogno sociale emerge, a ben vedere, un ulteriore e più ampio favore

---

<sup>87</sup> La prima citazione è di F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, 217; la seconda di J. DELORS, *Subsidiarité: défi du changement*, Actes du Colloque Jacques Delors sur *La subsidiarité. Principe directeur des futures responsabilités en matière de politiques communautaires?*, Institut Européen d'Administration Publique (EIPA), Maastricht, 21-22 marzo 1991, che ebbe un ruolo influente nel processo d'integrazione europea: la sussidiarietà induce a ridefinire i «limiti della sfera privata e di quella dello Stato, inteso nel senso ampio del termine», e «non è solo la limitazione dell'intervento di una autorità superiore su una persona o una collettività in grado di agire da sole, ma è anche l'obbligo per tale autorità a fornire i mezzi per cui persone e collettività possano raggiungere i loro scopi».

<sup>88</sup> Interrogandosi sul «destino» dei principi fissati dall'art. 47 Cost., M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 185 ss., ne riscontra la perdurante incidenza essenzialmente nella tutela dei risparmiatori messa a punto dalle discipline di derivazione comunitaria, in materia di mercato mobiliare. Su tale ambito l'Autrice insiste, pervenendo a conclusioni che, pur nell'attuale contesto normativo di prevalente matrice comunitaria, tuttora credono nella capacità propulsiva della norma costituzionale nell'indirizzare futuri interventi promozionali del legislatore nazionale. Una prospettiva che incontra il deciso dissenso del recensore, persuaso del fatto che l'art. 47, co. 2, Cost. è disposizione «ormai destinata a recitare un ruolo servente (...) idonea a supportare solo azioni o misure a tutela del risparmio che siano funzionali e coerenti con i principi della concorrenza e del libero mercato» (G. POLI, *Mariangela Atripaldi, La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, ESI, 2014, in *Diritto pubblico*, 2016, 3, 1106). Tale rilievo critico, se può trovare riscontro, peraltro non senza i motivi di perplessità segnalati nel testo, laddove ci si riferisca a taluni impieghi del risparmio (v. *supra* § 1.6), assai meno calzante mi pare per ciò che riguarda l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, non fosse altro che per la persistente centralità dell'ordinamento interno (*supra* nota 33).

costituzionale<sup>89</sup>. Un *favor* che, com'è stato puntualmente osservato, è strettamente collegato al diritto all'alloggio<sup>90</sup>.

Si tratterà allora di ripensare (e reimpostare) la discussione sull'art. 47, co. 2, Cost. e, di conseguenza, sulle politiche della casa degli anni a venire, tenendo conto del principio di sussidiarietà e delle sue implicazioni, sia del dovere dei pubblici poteri di astenersi da compiti che siano già assolti dall'iniziativa privata, sia del contestuale dovere della Repubblica di riconoscere all'autonomia privata il ruolo sociale che le spetta e, dunque, di incoraggiarla nel modo più appropriato.

## Bibliografia

- AA.Vv., *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di F. Alcaro, Milano, 2016.
- AA.Vv., *La città intraprendente. Comunità contrattuali e sussidiarietà orizzontale*, a cura di G. Brunetta, S. Moroni, Roma, 2011.
- AAVv., *La locazione. Disciplina sostanziale e processuale*, diretto da V. Cuffaro, Bologna-Roma, 2009.
- ALPA G., *Equo canone e diritto all'abitazione*, in *Pol. dir.*, 1979.
- ALAMANNI A., *Utilizzo "abusivo" del mutuo fondiario e edilizio e interferenze con la "causa in concreto"*, in *Causa del contratto. Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di F. Alcaro, Milano, 2016.
- AMATO G., *La ponderazione degli interessi nella disciplina costituzionale del domicilio*, in *Scritti in onore di Costantino Mortati. Aspetti e tendenze del diritto costituzionale*, Milano, III, 1977.

---

<sup>89</sup> Sul principio di sussidiarietà in senso orizzontale, potenzialmente capace di attivare ed incrementare processi di «dismissione» di poteri pubblici delegati alla gestione privata, interessanti rilievi in U. RUFFOLO, *Principio di sussidiarietà e autonomia privata*, in *Resp. com. impresa*, 1999, 374. Al medesimo principio annette «notevole rilevanza» P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 285, 836, cui rinvio per ulteriori riferimenti di dottrina ed esempi a supporto dell'affermazione che «Il diritto all'abitazione è della persona e della famiglia; ciò ha conseguenze notevoli sul piano dei rapporti civilistici». Con riferimento ai recenti interventi legislativi parla di «prospettiva orizzontale», nel senso che «il trattamento di favore è accordato all'interno di rapporti tra privati, non fissando calmieri ma creando condizioni di vantaggio nell'appropriazione del bene tramite strumenti negoziali», M.C. PAGLIETTI, *Percorsi evolutivi*, cit., 92.

<sup>90</sup> «Il ricorso, in questo come in altri campi, al principio di sussidiarietà rappresenta la risposta possibile alle questioni aperte in tema di compatibilità con le risorse pubbliche e, in un quadro più ampio, tra tutela dei diritti e principio di effettività»: su tale premessa e considerato che nell'art. 47 Cost. «si pone un nesso tra accesso al risparmio e proprietà dell'abitazione, anche se proprio questo nesso rende difficile dedurre una direttiva intesa a soddisfare il bisogno di abitazione di tutti i cittadini», G. PACIULLO, *Il diritto all'abitazione*, cit., 7, 19, 72, prospetta una visione in cui «La conseguenza della sussidiarietà orizzontale è nella sostituzione dello schema tradizionale del *Welfare State* con il modello in *Welfare Society*, delineato dalla legge quadro n. 328/2000 e confermato dalla revisione del titolo V cost. che comporta un nuovo quadro di procedure e tutele».

Anche per il *rent to buy*, pur senza sviluppi, richiama il principio di sussidiarietà G. PALERMO, *L'autonomia negoziale nella recente legislazione*, in *Giur. it.*, 2015, 497.

- APRILE F., *Acquisti di immobili da costruire: una nuova tutela*, in *Fall.*, 2005.
- ARAGIUSTO M., *Lavoro e risparmio nella Costituzione*, in questo volume.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost.*, Napoli, 2014.
- BAJTELMIT V.L., WORZALA E.M., *Real estate allocation in pension found*, in *The journal of real estate portfolio management*, 2006, n. 36.
- BALDINI M., *La casa degli italiani*, Bologna, 2010.
- BARGELLI E., *Interesse alla conservazione e all'acquisto dell'alloggio: profili applicativi del "diritto all'abitazione" nella nuova locazione abitativa*, in *Riv.dir.civ.*, 2001.
- BARONCELLI S., *Sub art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Torino, 2007.
- BELLOMIA S., *Necessità del locatore e "diritto alla casa" del conduttore*, in *Riv.giur.edil.*, I, 1978.
- BERTOLINO A., *L'attività economica, funzioni e forme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, diretto da Piero Calamandrei e Alessandro Levi, Firenze, 1950.
- BESSONE M., *Mercato delle abitazioni e regime dell'edilizia nella riforma della disciplina dei suoli urbani*, in *Giur. it.*, 1978.
- BIANCA C.M., *Notazioni per una disciplina particolare in tema di vendita di case*, in *Giur.it.*, IV, 1974.
- BOCCHINI F., *L'economia immobiliare della modernità*, in *Problemi attuali del diritto privato. Studi in memoria di Nicola Di Prisco*, Torino, 2015.
- BRECCIA U., *Itinerari del diritto all'abitazione*, in *L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013.
- BRECCIA U., *Il diritto all'abitazione*, Milano, 1980.
- BUCELLI A., *Dei legittimari*, Artt. 536-563, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2012.
- BUSNELLI F.D., *Idee-forza costituzionali e nuovi principi: sussidiarietà, autodeterminazione, ragionevolezza*, in *Studi in onore di Giovanni Iudica*, Milano, 2014.
- CARETTI P., *I diritti fondamentali*, Torino, 2002.
- COMPORTE M., *La proprietà europea e la proprietà italiana*, in *Riv.dir.civ.*, 2008.
- COMPORTE M., *Ideologia e norma nel diritto di proprietà*, in *Riv.dir.civ.*, 1984.
- COMMISSIONE UE, *Il credito ipotecario nella UE*, Libro verde, 2005.
- CUFFARO V., *La locazione di scopo*, in *Giur.it.*, 2015.
- DE GIORGI M.V., *Due cuori e una capanna. L'assegnazione della casa familiare nella crisi della coppia*, in *L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013.
- DEL FANTE M., *Strumenti finanziari innovativi per le nuove dimensioni della domanda abitativa*, in *L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013.
- DELORS J., *Subsidiarité: défi du changement*, in *Actes du Colloque Jacques Delors sur La subsidiarité. Principe directeur des futures responsabilités en matière de politiques communautaires?*, Maastricht, 1991.
- FANTOZZI A., NARDUZZI E., *Il malessere fiscale. Governare il fisco del Duemila*, Roma-Bari, 1996.
- FERRERA M., *Presentazione* a Minelli A.R., *La politica per la casa*, Bologna, 2004.
- GABRIELLI G., PADOVINI F., *La locazione di immobili urbani*, Padova, 2005.

- GALGANO F., *Trattato di diritto civile e commerciale*, Padova, V, 2011.
- GALGANO F., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.
- GALLI G., *Locazione di fondi urbani*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1996.
- GENTILI A., *Il credito e il risparmio*, in *I rapporti economici nella Costituzione*, Milano, III, 1989.
- GIRAUD G., *La transizione ecologica. La finanza a servizio della nuova frontiera dell'economia*, Bologna, 2015.
- GRISI G., *Gli obblighi informativi quale rimedio ai fallimenti cognitivi*, in Aa.Vv., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014.
- GROSSI P., *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, in *www.cortecostituzionale.it*, 2017.
- GUIZZI G., *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr.giur.*, 2016.
- ISTAT, *Annuario statistico italiano*, Roma, 2015.
- LOMBARDI M., *Il risparmio da meccanismo propulsore dell'economia capitalistica a "potenzialità di instabilità" endogeno al sistema economico*, in questo volume.
- MARTINEZ T., *Il "diritto alla casa"*, in AA.VV., *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, a cura di N. Lipari, Roma-Bari, 1974.
- MAZZÙ C., *Ascesa e declino del diritto di superficie: il ritorno alla proprietà*, in *Il diritto civile all'alba del terzo millennio*, II, Torino, 2012.
- MANGIAMELI S., *L'art. 47 della Cost., una norma ignorata nella normativa delle locazioni degli immobili urbani*, in *Giur.cost.*, I, 1980.
- MASTROMO A., *Il diritto all'abitazione. Note sulla tutela legislativa, per una "politica della casa"*, in *Parlamento*, III, 1983.
- MEF, *Il leasing immobiliare abitativo*, Roma, 2016.
- MERELLO S., *Liquidazione e vicende matrimoniali*, Milano, 2000.
- MERUSI F., *Rapporti economici. Art. 47, III*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di G. Branca, Bologna-Roma, 1980.
- MINELLI A.R., *La politica per la casa*, Bologna, 2004.
- MUGNANO S., *L'abitare condiviso: innovazione sociale in un sistema di welfare fragile*, in AA.VV., *Sviluppo urbano e politiche per la qualità della vita*, a cura di G. Nuvolati, Firenze, 2017.
- MUSTO A., *Economia sociale di mercato e Trattato di Lisbona: sintesi critica di un seminario fiorentino*, in *www.personaemercato.it*, 2014.
- NARDUZZI E., FANTOZZI A., *Il malessere fiscale. Governare il fisco del Duemila*, Roma-Bari, 1996.
- NAZZARO A.C., *Rent to buy d'azienda: specificità dell'oggetto e funzioni (possibili) del contratto*, in S. Landini, M. Palazzo (a cura), *Rent to buy d'azienda*, I quaderni della Fondazione Italiana del Notariato, Milano, 2016.
- NAZZARO A.C., *Il rent to buy tra finanziamento e investimento*, in *Riv.dir.bancario*, 3, 2015.
- NIGRO M., *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in *Riv.trim.dir.pubbl.*, 1957, ora in *Scritti giuridici*, Milano, 1996.
- NOMISMA, *Indagine sulle famiglie*, 2016.
- OPPO G., *Genere istituzionale e materie specialistiche*, in *Riv.dir.civ.*, 1998.

- PACIULLO G., *Il diritto all'abitazione nella prospettiva dell'housing sociale*, Napoli, 2008.
- PADOVINI F., GABRIELLI G., *La locazione di immobili urbani*, Padova, 2005.
- PAGLIANTINI S., *Il debito da eccezione a regola*, in *www.personaemercato*, 2014.
- PAGLIANTINI S., *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)*, in *I mutui ipotecari nel diritto comparato ed europeo. Commentario alla Direttiva 2014/17/UE*, a cura di P. Sirena, I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato, Milano, 2016.
- PAGLIETTI M.C., *Percorsi evolutivi del diritto all'abitazione*, in *Riv.dir.priv.*, 2008.
- PALERMO G., *L'autonomia negoziale nella recente legislazione*, in *Giur.it.*, 2015.
- PERLINGIERI P., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006.
- PERLINGIERI P., *Relazione. Sintesi del convegno*, in Atti del convegno nazionale, organizzato dalla Rassegna dell'equo canone, Salerno, 1983.
- PISANI MASSAMORMILE A., PISANI MASSAMORMILE, *La casa tra norma e contratto. Lacune e prospettive*, in *Le Corti calabresi*, 3, 2011.
- PISTOLESI F., *Rent to buy d'azienda: i profili fiscali dell'operazione*, in S. Landini, M. Palazzo (a cura), *Rent to buy d'azienda*, I quaderni della Fondazione Italiana del Notariato, Milano, 2016.
- POLETTI D., *L'accesso "graduale" alla proprietà immobiliare (ovvero, sui contratti di godimento in funzione della successiva alienazione di immobili)*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2015.
- POLI G., *Mariangela Atripaldi, la tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma Cost.*, Napoli, *Esi*, 2014, in *Dir. pub.*, 3, 2016.
- RAIMONDI R., *Proprietà edilizia e locazioni tra legislazione ordinaria, Costituzione e diritto internazionale*, in *Giur.it.*, IV, 1982.
- RAUTI A., *La "giustizia sociale" presa sul serio. Prime riflessioni*, in *Forum Quad. cost.*, 2011.
- RESCIGNO P., *Manuale di diritto privato italiano*, Napoli, 1991.
- RESCIGNO P., *Impresa, proprietà e credito*, in *I rapporti economici nella Costituzione*, Milano, III, 1989.
- RESCIGNO P., *Disciplina dei beni e situazioni della persona*, in *Quaderni fiorentini*, 5/6, II, Milano, 1976.
- RESCIGNO P., *Proprietà e famiglia*, Bologna, 1970.
- ROLLI R., *Il diritto all'abitazione nell'Unione Europea*, in *L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013.
- RUFFOLO U., *Principio di sussidiarietà e autonomia privata*, in *Resp.com.impresa*, 1999.
- SIMONCINI A., *L'abitazione come diritto fondamentale*, in *L'esigenza abitativa. Forme di fruizione e tutele giuridiche*, a cura di A. Bucelli, Padova, 2013.
- SOMMA A., *Economia sociale di mercato e scontro tra capitalismi*, in *www.dpce.it*, 2015.
- SORACE D., *A proposito di "proprietà dell'abitazione", "diritto d'abitazione" e "proprietà (civile) della casa"*, in *Scritti in onore di Costantino Mortati. Aspetti e tendenze del diritto costituzionale*, Milano, 1977, III.
- TATARANO G., *Accesso al bene "casa" e tutela privatistica*, in AA.VV., *Tecniche giuridiche e sviluppo della persona*, a cura di N. Lipari, Roma-Bari, 1974.
- VALENTINO D., *Crisi economica e tipologie contrattuali*, in *Riv.dir.priv.*, 3, 2016.
- VISINTINI G., *Il valore della molteplicità nella lezione di Calvino*, in *Studi in onore di Giovanni Iudica*, Milano, 2014.

WORZALA E.M., BAJTELMIT V.L., *Real estate allocation in pension funds*, in *The journal of real estate portfolio management*, 2006, n. 36.

ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

ZERBI T., *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, Milano, 1946.

# L'ACCESSO ALLA PROPRIETÀ DIRETTA COLTIVATRICE. RIFLESSIONI SULLE DINAMICHE ATTUATIVE DELL'ART. 47, SECONDO COMMA, COST. E SULLA VALENZA DELLA DISPOSIZIONE COSTITUZIONALE NELL'ATTUALE CONTESTO ECONOMICO

*Nicola Lucifero*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. L'accesso alla *proprietà diretta coltivatrice* nel sistema dei *rapporti economici* della Parte I della Costituzione. – 1.3. L'accesso al bene terra e gli interessi correlati. – 1.4. La formazione della *proprietà diretta coltivatrice* e la sua disciplina attraverso gli interventi del legislatore speciale. – 1.5. La proprietà diretta coltivatrice a fronte degli interventi normativi del legislatore europeo. – 1.6. Conclusioni: l'attualità della disposizione costituzionale nel contesto della realtà economica e sociale odierna.

## 1.1. *Introduzione*

I “fattori dell'equilibrio economico”<sup>1</sup> indicati dalla Carta costituzionale si basano sul rapporto risparmio-credito e stabilità monetaria e sono oggetto di una disciplina fondata sull'art. 47 Cost., norma che delinea l'approccio che il legislatore è tenuto a far proprio in sede di attuazione normativa. L'articolo – come noto – si colloca tra le disposizioni poste al termine del Titolo III della prima parte della Costituzione, cioè tra le norme che la dottrina definisce come “Costituzione economica”, e sollecita molteplici spunti di riflessione per la sua valenza storica ma ancor più per l'evoluzione che ha interessato ciascuno dei singoli beni indicati al secondo comma.

In particolare, l'articolo disciplina congiuntamente sia il risparmio che, correlato al credito, entra a far parte della liquidità monetaria, sia il risparmio che non influisce sulla liquidità del quale vengono favorite alcune particolari destinazioni (enunciate al secondo comma) considerate socialmente utili. L'art. 47 Cost., infatti, dopo aver statuito che la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio e l'investimento in tutte le sue forme, individua al secondo comma tra le proprietà il cui accesso è favorito la *proprietà diretta coltivatrice*.

Il riferimento a questa peculiare forma di proprietà, che *prima facie* potrebbe sol-

---

<sup>1</sup> Il riferimento è a F. MERUSI, *Commento all'art. 47 Cost.*, in G. BRANCA (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Bologna, 1980, p. 153.

lecitare alcuni dubbi interpretativi soprattutto se posto in relazione alle altre *forme* di risparmio e alla tutela del credito <sup>2</sup>, evoca la forte carica sociale e culturale dei lavori della Costituente e il relativo momento storico del nostro Paese, ben rimarcato nel dibattito in seno all'Assemblea Costituente, con cui si è voluto prevedere un *favor* verso una categoria di soggetti destinatari di una tutela specifica in quanto ritenuti più deboli.

Per intendere correttamente la norma occorre collocarlo nel contesto giuridico delle altre disposizioni in materia di rapporti economici e soprattutto con l'art. 42, sulla proprietà in generale, l'art. 44 sulla proprietà fondiaria, gli artt. 41 e 43 sull'iniziativa economica, nonché con gli artt. 35 e 36 sul lavoro.

Formulata per un contesto giuridico ed economico peculiare, questo riferimento normativo espresso dall'art. 47 Cost. nel corso dei decenni, e soprattutto per effetto dell'integrazione europea, ha risentito della sua finalità originaria. Nell'ottica dell'indagine dello studioso del diritto agrario l'art. 47 Cost., attraverso il suo secondo capoverso, propone una prospettiva del tutto particolare al tema del risparmio popolare – quella della proprietà diretta coltivatrice per l'appunto – che coinvolge le basi costituzionali dell'accesso alla proprietà fondiaria (artt. 42 e 44 Cost.) ed è fortemente segnata dalla qualificazione giuridica che il bene "terra", quale bene produttivo, assume nel nostro ordinamento. La questione investe in tal modo la disciplina della proprietà e, in particolare, della proprietà fondiaria che rappresenta un tema complesso oggetto di attenzione da parte del legislatore che, con le altre disposizioni costituzionale che si rinvencono nel Titolo III, configura un sistema in cui lavoro, proprietà e impresa rappresentano elementi essenziali, da proteggere in forma differenziata, in certe situazioni specifiche anche limitabili, ma sempre in modo tale da non impedire il funzionamento del meccanismo deputato alla produzione di ricchezza.

Questo contributo s'incentra sul riferimento alla *proprietà diretta coltivatrice* nell'ambito delle disposizioni costituzionali e si propone di delineare la sua evoluzione attraverso l'attuazione del legislatore speciale per quindi rilevarne l'attualità in un moderno contesto economico segnato dall'intervento del legislatore europeo e da un complesso mercato agroalimentare su scala mondiale <sup>3</sup>. In questa prospettiva,

---

<sup>2</sup> Non è infatti di agevole interpretazione il riferimento alla proprietà diretta coltivatrice nel contesto della disposizione costituzionale se considerate le altre categorie di beni: non a caso gli interpreti si sono per lo più soffermati sugli altri profili della norma relativi al risparmio, al credito e alla moneta. È alla dottrina agrarista che si deve lo sforzo interpretativo con cui non solo è stato definito il significato dell'indicazione della norma costituzionale in un quadro normativo più ampio, ma è stata rimarcata la portata della disposizione nella legislazione speciale, soprattutto (ma non solo) nei decenni addietro, con interventi di grande importanza per l'economia del Paese. In argomento, *ex multis*, E. ROMAGNOLI, *L'impresa agricola*, in *Trattato di Diritto Privato*, diretto da P. RESCIGNO, Torino, 2001, p. 280 ss.; A. PARLAGRECO, *La formazione della proprietà contadina nel diritto vigente*, Milano, 1958; G. GALLONI, *Lezioni sul diritto dell'impresa agricola*, Napoli, 1980, p. 59.

<sup>3</sup> Non si può non rilevare come l'art. 47 Cost. rappresenti una disposizione particolarmente insidiosa, essa infatti propone in una sola e concisa proposizione elementi distinti che acquisiscono un significato specifico solo se scomposti ed inseriti in un quadro normativo specifico e più ampio. Questa è la prospettiva interpretativa indicata da F. MERUSI, *Commento all'art. 47 Cost., op. cit.*, p. 153.



facendo proprio l'invito degli organizzatori di questo convegno, ci si propone altresì di tentare di rispondere all'interrogativo se l'art. 47 Cost. contenga ancora un nucleo idoneo a resistere al processo economico, finanziario ed istituzionale in atto.

## 1.2. L'accesso alla *proprietà diretta coltivatrice* nel sistema dei rapporti economici della Parte I della Costituzione.

Se la logica della norma costituzionale è principalmente quello di tutelare il risparmio popolare, il secondo comma evoca un ulteriore scopo, in parte strumentale al primo, che è di permettere l'anticipata trasformazione del risparmio monetario nella proprietà di taluni beni socialmente ed economicamente ritenuti a priori rilevanti<sup>4</sup> tra cui l'accesso alla proprietà coltivatrice, per esso intendendo una struttura produttiva in cui i fondi aziendale sono di proprietà dell'imprenditore agricolo, coltivatore diretto. Il concetto coniuga i due termini che lo compongono e che storicamente si sono collocati in posizione dialettica, in corrispondenza alla contrapposizione sociale tra gli interessi della proprietà e quelli dell'iniziativa economica. La proprietà coltivatrice esprime infatti nel suo insieme un concetto cardine su cui si fonda la nostra Costituzione: il contenuto del diritto proprietario è plasmato mediante l'esercizio dell'attività attraverso l'impresa con le sue caratteristiche tipologiche della coltivazione diretta<sup>5</sup>.

La nozione di *proprietà coltivatrice* evoca il riferimento al regime della proprietà fondiaria incentrata su un bene, la terra (*rectius*: fondo rustico<sup>6</sup>), destinatario di

---

<sup>4</sup>La norma si lega al secondo comma dell'art. 42 Cost. il quale impone alla legge di dettare norme idonee a rendere la proprietà privata *accessibile a tutti*, quale espressione di una delle ideologie politico sociali poste alla base dei lavori della Costituente che aveva inteso creare un tessuto sociale di proprietà individuali di beni particolarmente significativi al fine di determinare le caratteristiche della Costituzione economica. Cfr. F. MERUSI, *Commento all'art. 47 Cost.*, op. cit., p. 186.

<sup>5</sup>Il concetto trova la sua origine nella giustapposizione tra *proprietà formale* e *proprietà sostanziale*, e proprietà coltivatrice è stata intesa come l'espressione di sintesi della "tendenza nell'esperienza giuridica attuale di ridurre al minimo le posizioni di diritto che siano senza fondamento di attività e di effettività" (così G. CAPOGRASSI, *Agricoltura, diritto, proprietà*, in *Riv. dir. agr.*, 1952, I, pp. 271-272).

<sup>6</sup>Sul punto merita osservare che il "terreno" è inteso quale "strato più superficiale della crosta terrestre che fa da supporto alla vegetazione e che rende possibile l'esercizio dell'agricoltura"; mentre il "fondo rustico" è lo strumento produttivo agricolo, bene dell'azienda agricola. Così G. GALLONI, *Fondo rustico*, in *Digesto civ.*, VIII, Torino, 1992, 369; Id., ivi, *Agg.*, Torino, 2000, p. 399. In argomento, F. SALARIS, *Fondo*, in *Noviss. Dig. it.*, App., III, Torino, 1982, p. 807; A. SCIAUDONE, *Il fondo rustico nella proprietà e nell'impresa*, Napoli, 1997. Va precisato che la distinzione riflette una qualificazione amministrativa atta a far assicurare una singola porzione di terreno a fondo rustico e quindi a strumento produttivo dell'azienda agricola. Tale considerazione ha indotto la dottrina a sottolineare che la destinazione della terra all'agricoltura, prima ancora che alla volontà del soggetto proprietario, risponde all'attività programmatica della pubblica amministrazione diretta a stabilire l'uso corretto delle risorse, attraverso strumenti urbanistici di pianificazione che individuano le aree urbane, industriali e agricole e così differenziandone l'impiego. In sostanza, la destinazione agricola del suolo non è

una disciplina particolare<sup>7</sup> e nettamente distinta rispetto agli altri beni citati dalla norma costituzionale, per la specifica qualificazione giuridica che la terra acquisisce nel nostro Ordinamento di bene produttivo.

Merita mettere da subito in evidenza lo speciale statuto che la Costituzione riserva alla proprietà fondiaria cui collega una serie di interventi pubblici particolarmente penetranti che comprendono obblighi di fare (art. 44 Cost.). In particolare dal dettato costituzionale deve cogliersi un peculiare rapporto che intercorre tra la proprietà terriera e l'impresa agricola poiché ogni intervento sul diritto di godimento e di disposizione della terra agricola *ex art. 44 Cost.* si traduce in un intervento sul fondo rustico, bene che conserva sempre un rilievo notevole per l'azienda agricola, e dunque in un intervento che ha per destinatario l'imprenditore agricolo. Da ciò si desume che il regime della proprietà terriera nel nostro ordinamento si basa su un concetto di proprietà attiva, sotto il profilo del suo godimento e dell'accesso alla terra, in quanto il legislatore ha riconosciuto alla terra funzioni che obbligano *ob rem* il suo titolare a utilizzarla secondo le finalità dell'art. 44 Cost. Il dettato costituzionale dell'art. 44, infatti, nel prevedere un *razionale sfruttamento del suolo*, determina una

---

più soltanto un fatto che può venire in considerazione sotto il profilo del potere esercitato dal titolare, bensì risponde all'interesse generale di salvaguardia dei caratteri originali ed essenziali dell'ambiente di vita dell'uomo.

<sup>7</sup> In dottrina, E. ROMAGNOLI, *Circolazione giuridica del fondo rustico e controllo dei prezzi*, Roma, 1967, p. 148, ricorda che "tra i beni produttivi la terra occupa un posto singolare. Il fatto che la Costituzione abbia dedicato ad essa un separato articolo è soltanto il riconoscimento della particolare natura del bene terra". In questo modo, si evidenzia come il legislatore costituyente con l'art. 42 Cost. tenda a una generale regolamentazione della proprietà che consente di raggiungere finalità sociali senza però indicare alcuna direttiva specifica; mentre attraverso l'art. 44 Cost., facendo riferimento non solo ai limiti ma anche, e prima di tutto, a obblighi e vincoli, viene fissato il principio che si pone alla base della proprietà del fondo secondo il quale la terra deve essere sfruttata in modo razionale e usata in modo da garantire equi rapporti sociali. Conseguo che le finalità poste dall'art. 44 Cost. rappresentano il dato fondamentale della situazione giuridica con riguardo alla proprietà del bene terra nonché lo strumento interpretativo di definizione dell'attività agricola nei diversi momenti storici. Il semplice fatto che la proprietà della terra obbliga lo sfruttamento del fondo, determina che, rispetto alla terra stessa, la libertà di iniziativa economica dei privati (art. 41 Cost.) non può riguardare il "se" coltivare, produrre, sfruttare o conservare, ma solo il "modo" dello sfruttamento – ove le leggi speciali non lo abbiano determinato in modo minuzioso – e può consistere solo nella libertà di decidere se farsi imprenditore oppure alienare o cedere il fondo medesimo secondo le norme dettate dal legislatore (legge 203/82). Il *razionale sfruttamento del suolo* e gli *equi rapporti sociali* rappresentano, quindi, non solo una concreta specificazione del concetto di funzione sociale espresso nell'art. 42 Cost., quale tangibile obbligo per il proprietario del fondo, ma, altresì, una determinante chiave interpretativa delle situazioni giuridiche legate all'agricoltore. Infatti, rileva G. BOLLA, *L'articolo 44 della Costituzione italiana e la sua interpretazione organica*, Firenze, 1949, p. 14, "l'art. 44 non definisce un diritto ma la destinazione di un bene produttivo ad uno scopo che esige una sua tipica e specifica organizzazione ritenuta fondamentale alle rinnovate esigenze della vita in comune nel presente momento storico". Essi, infatti, esprimono interessi non cristallizzati nel tempo, ma capaci di mutare negli anni secondo le finalità che l'ordinamento intende realizzare, e quindi implicano procedimenti e modalità attuativi e conformi a scelte di fondo che oggi coinvolgono i rapporti tra esigenze produttive ed esigenze umane, tra produttività ed ambiente.

relazione con l'attività economica primaria che si traduce nell'esercizio dell'impresa. La lettura combinata degli artt. 41, 42 e 44 Cost. esprime un profondo e complesso interesse racchiuso nella funzione sociale, parte integrante della stessa nozione di proprietà terriera, che vincola i soggetti proprietari del fondo a rendersi parte attiva del processo produttivo<sup>8</sup>.

Sulla base delle considerazioni esposte si coglie, nella logica della proprietà dei beni produttivi, l'obbligo in capo al proprietario del fondo di produrre ricchezza attraverso la propria attività di impresa, i cui frutti sono immessi sul mercato e quindi destinati all'intera collettività, e così dicendo rileva il modello di impresa economicamente e socialmente rilevante che il legislatore costituente ha inteso favorire. Invero, lo scopo, assegnato dall'art. 42, 2 co., Cost. alla legge ordinaria, di assicurare la funzione sociale della proprietà e di renderla accessibile a tutti trova precisa rispondenza nei vincoli e obblighi previsti dall'art. 44 Cost. per la proprietà terriera privata e negli altri compiti assegnati da tale norma al legislatore ordinario. Con gli artt. 42, co. 2, 43 (in accordo con l'art. 3, co. 2) e 47 Cost., si vuole perseguire quindi l'obiettivo dell'aumento numerico dei piccoli proprietari e la diffusione della proprietà terriera.

Relativamente all'accessibilità, l'art. 47 Cost., ponendo il principio di favore per l'accesso del risparmio popolare alla proprietà diretta coltivatrice, che fornisce una utile considerazione in tal senso individuando una categoria di soggetti cui destinare la proprietà della terra e la sua gestione produttiva mediante il proprio lavoro. È così che la politica di aiuto alla proprietà diretta coltivatrice – in origine sorta quale politica di sussidio – ha preso nel tempo sempre più corpo la considerazione di una imprenditorialità, quella diretta coltivatrice appunto, da assistere non in quanto più bisognosa bensì perché rispondente a un modello economicamente e socialmente rilevante (sintesi della proprietà e del lavoro assicurata non solo dalla funzione sociale della proprietà del bene produttivo ma tramite di essa le aspettative connesse alla tutela del lavoro)<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> La prospettiva interpretativa unitaria degli artt. 41, 42 e 44 Cost. si deve alla Scuola fiorentina che ha individuato nella gestione produttiva il nesso fondamentale tra gli istituti della proprietà, dell'impresa e del contratto, nel senso che il proprietario deve esercitare l'impresa agricola sulla terra, mentre il contratto si pone come strumentale all'impresa ogni volta che il titolare della terra non intenda assumere su di sé l'obbligo di coltivarla. In questo modo, si evidenzia come il legislatore costituente con la prima norma tenda a una generale regolamentazione della proprietà che consente di raggiungere finalità sociali, senza però indicare alcuna direttiva specifica; mentre attraverso l'art. 44, facendo riferimento non solo ai limiti ma anche, e prima di tutto, a obblighi e vincoli, viene fissato il principio che si pone alla base della proprietà del fondo rustico secondo il quale la terra deve essere sfruttata in modo razionale e utilizzata in modo da garantire equi rapporti sociali. Così E. ROMAGNOLI, *L'impresa agricola*, op. cit., p. 281; E. ROOK BASILE, *Introduzione al diritto agrario*, Torino, 1985, p. 42; A. GERMANÒ, *Manuale di diritto agrario*, Torino, 2016, p. 55.

<sup>9</sup> Così E. ROOK BASILE, *Introduzione al diritto agrario*, op. cit., 64.

### 1.3. *L'accesso al bene terra e gli interessi correlati*

Attraverso l'esame delle disposizioni costituzionali relative alla proprietà fondiaria non si può non cogliere la specificità del bene oggetto della proprietà su cui si esercita il diritto soggettivo da parte del *dominus*. Certamente non può essere questa la sede per un esame approfondito delle disposizioni sulla proprietà fondiaria presenti nella Costituzione, oltre che nel Codice Civile, né tanto meno rievocare l'evoluzione che il diritto ha avuto nel nostro ordinamento, ma si ritiene importante mettere in luce i principi e i valori, quali la libertà, la solidarietà, il diritto al lavoro, nonché ovviamente la proprietà, che esprimono gli orientamenti ideologici e gli interessi economici e politici che sono alla base del riconoscimento del *favor* verso la proprietà coltivatrice, nonché più in generale del diritto di godimento e di uso della terra<sup>10</sup>.

In questa prospettiva l'art. 44 rappresenta la norma costituzionale di riferimento, attraverso cui nel delineare i limiti ma anche, e prima di tutto, gli obblighi e i vincoli, viene fissato il principio che si pone alla base della proprietà del fondo rustico secondo il quale la terra deve essere sfruttata in modo *razionale* e utilizzata in modo da garantire *equi rapporti sociali*.

Merita puntualizzare che le direttive costituzionali dell'art. 44 – *i.e. razionale sfruttamento del suolo e gli equi rapporti sociali* – non rappresentano dati statici ma esprimono un complesso di fattispecie pratiche, realistiche, proprie al settore primario, capaci di plasmarsi in considerazione dell'evolversi dei tempi, e così rispondere alle nuove esigenze economiche e sociali, e allo stesso tempo a disciplinare i rapporti tra ciò che è agricolo e ciò che non lo è. L'enunciato dell'art. 44 Cost. postula, invero, nell'attualità dell'oggi, nuovi confini lontani da quelli dei Padri Costituenti che si concretizzano in una dimensione di interessi che oltrepassano l'ambito economico comprendendo la tutela ambientale, del mercato, oppure limiti alla libertà di iniziativa economica per il rispetto di interessi rilevanti collettivi, non solo quelli della vita, della sicurezza e della salute della collettività, ma anche la conservazione dell'ambiente rurale a beneficio delle generazioni presenti e di quelle future<sup>11</sup>. In

---

<sup>10</sup> L'evoluzione del diritto di proprietà appare legata in modo indissolubile, fino quasi ai giorni nostri, a quella del diritto di proprietà della terra (S. PUGLIATTI, *Il trasferimento delle situazioni soggettive*, I, Milano, 1964, pp. 12-18; E. BETTI, *Diritto romano*, Padova, 1935, p. 695), e ciò in quanto, fino allo sviluppo della civiltà industriale, i più importanti beni che si potevano possedere erano quelli fondiari, e fra essi la terra, su cui, tra l'altro era occupata fino alla metà del secolo scorso la maggioranza della forza lavoro della popolazione italiana (L. COSTATO, *Proprietà agraria*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, p. 326). La proprietà fondiaria, infatti, rappresenta un qualcosa di più rispetto al diritto di proprietà di un diverso bene mobile o immobile; essa è espressione della storia e della cultura economica e sociale del nostro paese, e, pertanto, si crede di poter concordare, fin da ora, con quella dottrina che rileva che la "proprietà fondiaria è, per sua essenza e natura, null'altro che il diritto di proprietà" in quanto il suolo è sempre il centro di attrazione di una ricca e complessa disciplina giuridica, per la sua importanza economico-sociale e per le sue caratteristiche naturali. In argomento, S. PUGLIATTI, *Lineamenti della proprietà agricola*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, p. 165.

<sup>11</sup> Il riferimento è a A. GERMANÒ e E. ROOK BASILE, *Il contratto di affitto. Gli aspetti generali*, in

tal senso, pare corretto richiamare quella dottrina che ha individuato nuovi presupposti per accedere alla proprietà della terra, non più frutto di un conflitto sociale volto a mantenere o acquisire il possesso del fondo per il suo sfruttamento, bensì espressione di un godimento da parte dell'intera collettività nel perseguimento dei valori ambientali che la terra evoca. Alla base del nuovo rapporto tra proprietario del fondo e collettività prende corpo l'esigenza di un "patto sociale"<sup>12</sup> che contempra e regola i "diritti della terra", per essi intendendo quei diritti che la terra reclama attraverso usi sostenibili, atteggiamenti responsabili, valori ideali e comportamenti solidali<sup>13</sup>. In altri termini, vengono in luce interessi della collettività verso la proprietà fondiaria che vanno ben oltre la logica dominicale o lo sfruttamento del fondo per i suoi frutti, e si concretizzano nel perseguimento e nel godimento, da parte della collettività, rispettivamente dei diversi valori e delle risorse, che la terra manifesta in termini di raggiungimento delle esternalità ambientali, quali la natura e il paesaggio<sup>14</sup>. Strumento della produzione di tali beni pubblici è l'impresa agricola multifunzionale attraverso un uso sostenibile e razionale delle risorse naturali e della terra in particolare. Il dettato costituzionale dell'art. 44, infatti, nel prevedere un *razionale sfruttamento del suolo* determina una relazione tra attività primaria e tutela del bene terra e, in tal modo, come è stato detto, "avverte come la terra svolga, con il proprio ciclo vitale, la funzione di assicurare all'uomo alimenti essenziali alla vita, esigendo però una sorta di autoconservazione onde non si interrompa la catena delle risorse rinnovabili"<sup>15</sup>.

---

L. COSTATO, A. GERMANÒ e E. ROOK BASILE (diretto da), *Trattato di diritto agrario*, vol. 1, *Il diritto agrario: circolazione e tutela dei diritti*, Torino, 2011, pp.14-15, ove gli A., evidenziano il profilo della proprietà terriera quale bene attivo che, oggi, si esprime anche nella produzione di nuove utilità ambientali. In tal senso l'analisi del nuovo art. 2135 c.c. mette in risalto l'aspetto di servizio che il razionale modo di fare agricoltura rende possibile, mentre la conservazione del territorio, come esternalità positiva dell'agricoltura, è esaltata dal diritto comunitario per addivenire all'idea di una attività che si divarica in attività di produzione e in attività di conservazione del territorio.

<sup>12</sup> Così F. ADORNATO, *I diritti della terra*, in *Agr., Ist., Mer.*, 2001, pp. 119-121,

<sup>13</sup> Cfr. F. ADORNATO, *Ibidem*, p. 121.

<sup>14</sup> Al riguardo F. ADORNATO, *I diritti della terra*, *op. cit.*, 121, pone l'accento su un nuovo patto sociale tra uomo e natura, che contempra e regola i diritti di quest'ultima, che si basa sulla consapevolezza e sulla responsabilità comune verso la terra e verso le generazioni future.

<sup>15</sup> In tal senso A. GERMANÒ, *Dalla multifunzionalità ai beni "comuni"*, in A. GERMANÒ e D. VITI (a cura di), *Agricoltura e beni comuni*, Milano, 2012, p. 116, ove l'A. ricorda che un'agricoltura razionale, il cui esercizio consente non solo la produzione di alimenti ma anche il mantenimento o la non-compromissione degli elementi che caratterizzano gli equilibri ambientali con i quali essa interagisce, è un'agricoltura che ha anche il fine di realizzare esternalità ecocompatibili. In argomento sia lecito rinviare a N. LUCIFERO, *Proprietà fondiaria e attività agricola. Per una rilettura in chiave moderna*, Milano, 2012.

#### 1.4. *La formazione della proprietà diretto coltivatrice e la sua disciplina attraverso gli interventi del legislatore speciale.*

A livello di politica economica e sociale, come già brevemente esposto, uno degli obiettivi che si è inteso perseguire mediante il dettato degli artt. 42, 44 e 47 Cost., è stata la formazione della proprietà in capo ai coltivatori, la c.d. *proprietà coltivatrice*, quale struttura produttiva in cui i fondi aziendali sono in proprietà dell'imprenditore agricolo, coltivatore diretto<sup>16</sup>, e oggetto della sua attività d'impresa.

Come tutte le norme finalistiche, l'art. 47 Cost. ha segnato al legislatore, statale o regionale, le finalità da perseguire. Invero, questa struttura produttiva è stata inizialmente assistita da interventi di sussidio, e di incentivazione, da parte del legislatore, ma con il tempo ha acquisito un suo peso al punto da ritenersi una forma di imprenditorialità, quella diretto coltivatrice appunto, da sostenere perché rispondente a un modello economicamente e socialmente rilevante capace di assicurare proprietà del bene e lavoro. Sulla base dei citati disposti costituzionali (art. 44 e 47 Cost.) si sono imposte limitazione dell'estensione della proprietà e la distribuzione della stessa; successivamente gli interventi del legislatore speciale che si sono susseguiti negli anni hanno visto interventi meno radicali con il duplice scopo di contenere la riduzione del numero dei proprietari diretto-coltivatori (inevitabile conseguenza del progresso tecnologico) e di consentire l'ampliamento del supporto terriero di molte piccole imprese agricole essendo finanziati non solo gli acquisti per la formazione di nuove proprietà diretto coltivatrici ma anche quelli per l'ingrandimento di dette proprietà. Il *favor* riconosciuto all'impresa diretto coltivatrice si è così espresso per il tramite del legislatore speciale comprimendo l'autonomia negoziale del proprietario della terra oggetto della circolazione (in primo luogo mediante la legge sulla prelazione agraria) e incidendo sull'intera collettività cui è richiesto il sacrificio economico per provvedere al finanziamento pubblico necessario per la costituzione di siffatto tipo di impresa.

La proprietà coltivatrice è stata caratterizzata da interventi normativi continui, e non sempre coordinati tra loro, sintetizzabile, sostanzialmente, in tre distinte tipologie di intervento amministrativo e una ad operatività diretta; beneficiario ne è sempre il coltivatore diretto (singolo o associato)<sup>17</sup>.

Va detto che il denso "filone" normativo sullo sviluppo della proprietà coltivatrice trae la sua origine dagli interventi fiscali e creditizi che trovarono luogo con il d.l. 24 febbraio 1948, n. 114, convertito dalla l. 22 marzo 1950 n. 144, a favore di persone

---

<sup>16</sup> Le cui caratteristiche sono specificate all'art. 31 della l. 590/65, in modo sostanzialmente uguale alla definizione che si rinviene all'art. 6 della l. n. 3 maggio 1982, n. 203: colui che coltiva il fondo con il lavoro proprio e della propria famiglia, sempre che tale forza lavoratrice costituisca almeno un terzo di quella occorrente per le normali necessità di coltivazione del fondo.

<sup>17</sup> In dottrina, G.G. CASAROTTO, *La formazione della proprietà coltivatrice*, in *Trattato breve di diritto agrario italiano e comunitario*, diretto da L. COSTATO, Padova, 2003, 524.

abituamente dedite al lavoro manuale della terra che acquistassero fondi idonei *alla formazione della piccola proprietà contadina, avuto riguardo alla destinazione colturale e all'imponibile catastale*. L'evoluzione normativa trova la sua disciplina attuale principalmente nelle l. 26 maggio 1965 n. 590, integrata e modificata dalla l. 14 agosto 1971, n. 817 nonché, marginalmente, dalle successive leggi 10 maggio 1976, n. 265, 8 gennaio 1979, n. 2, d.lgs. 18 maggio 2001, n. 28, art. 7 (le tre ultime concernenti la sola disciplina della prelazione agraria).

Né può essere dimenticato che l'intervento storicamente ed economicamente più importante per la formazione della proprietà coltivatrice, è rappresentato dalla riforma fondiaria mediante misure ablatorie<sup>18</sup>. Se l'esperienza della riforma fondiaria è ormai interamente esaurita, le fondamentali istanze delle medesime – la riconduzione della proprietà del fondo in capo al coltivatore che della riforma costitutiva lo sbocco finale – sono rimaste invece ben presenti nei successivi sviluppi degli istituti giuridici agrari, specialmente con riferimento al complesso normativo dei *provvedimenti per lo sviluppo della proprietà coltivatrice*.

Contributo essenziale alla formazione della proprietà coltivatrice deve essere riconosciuto all'azione diretta degli *Enti di sviluppo* (attraverso i finanziamenti della Cassa per la formazione della proprietà coltivatrice), i quali *provvedono all'acquisto di fondi*, che poi – previa formazione di “efficienti unità produttive” (art. 12 della l. 590/65) – cedono a coltivatori diretti, con preferenza per quelli già insediati sui fondi medesimi. Tale tipo di intervento è stato poi profondamente modificato dall'art. 12 del d.lgs. 18 maggio 2001, n. 228, che ha trasferito all'ISMEA - Istituto per studi, ricerche e informazioni sui mercati agricoli, istituito con il D.P.R. 28 maggio 1987, n. 278 - le risorse derivanti dalla gestione finanziaria di cui al titolo II della l. n. 590/1965 (art. 12 e ss.), destinandoli alle operazioni fondiarie previste dall'art. 4, comma 1°, della l. 15 dicembre 1998, n. 441, cioè alle misure per la diffusione e la valorizzazione dell'imprenditoria giovanile in agricoltura, in conformità agli indirizzi di politica agraria derivanti dal reg. (CE) n. 1257/99 sullo sviluppo rurale, abrogato dal reg. 1598/2005 e, da ultimo, modificato dal reg. 1305/2013<sup>19</sup>.

La seconda tipologia di intervento si concretizza nella concessione ai coltivatori diretti di *finanziamenti agevolati per l'acquisto di fondi sul mercato*, attraverso o una

<sup>18</sup> Riforma posta in essere attraverso la legge 12 maggio 1950, n. 230 (c.d. legge Sila) e la legge 21 ottobre 1950, n. 841 (c.d. legge stralcio). Con riferimento al tema della riforma agraria, *ex multis*, E. ROMAGNOLI, *Riforma fondiaria* (voce), in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, p. 1077; Id., *Riforma fondiaria e riforma agraria*, in (N. IRTI, a cura di) *Manuale di diritto agrario italiano*, Torino, 1978, p. 553.

<sup>19</sup> Si osservi che in precedenza l'art. 4 della cit. l. 441/1998 aveva indirizzato l'attività della Cassa per la formazione della proprietà contadina prevalentemente verso il finanziamento dell'imprenditoria giovanile, per l'acquisto e ampliamento di aziende e per programmi di ricomposizione fondiaria. Ma la stessa Cassa, con d. lgs. 29 ottobre 1999, n. 419, art. 6, era stata accorpata all'ISMEA, che è pertanto attualmente l'Ente tra i cui compiti rientrano quelli che già erano della Cassa, compresi gli interventi di ricomposizione fondiaria sempre a favore di giovani imprenditori, espressamente menzionati dai comma 3, 4 e 5 della l. n. 441/98, nonché quelli del comma 1°, richiamati al cit. art. 12 del d. lgs. 228/2001.

partecipazione finanziaria pubblica in conto interessi, ovvero delle anticipazioni effettuate tramite il fondo di rotazione di cui all'art. 16 della l. n. 590/1965 agli istituti esercenti il credito agrario ed è subordinata alla verifica di caratteristiche anche oggettive dei fondi, che devono essere "idonei alla costituzione di aziende che abbiano caratteristiche o suscettività per realizzare imprese familiari efficienti, sotto il profilo tecnico ed economico" (art. 1, l. 590/65); il limite di finanziamento corrisponde al "prezzo congruo", stimato dall'Ispettorato dell'agricoltura territorialmente competente (in applicazione anche dei parametri previsti dall'art. 4 della legge 590/1965). Beneficiari sono sia i coltivatori diretti conduttori di fondi altrui, sia i lavoratori manuali della terra di fondi rustici che abbiano una residua capacità lavorativa disponibile, calcolata sempre con il criterio del terzo.

È prevista infine – come terza misura – *l'esenzione degli atti relativi agli acquisti dei fondi dalle ordinarie imposte* (ricorrendo le condizioni previste dalla disciplina in esame, la cui esistenza è certificata dall'Ispettorato provinciale per l'agricoltura [o dal diversamente nominato organo regionale competente]; cfr. l'art. 25 della l. 590/65, che richiama la l. 2 giugno 1961, n. 454). Le disposizioni finanziarie e tributarie della l. 590/65, inizialmente previste con durata temporalmente limitata, sono state ripetutamente prorogate e finanziate con leggi successive<sup>20</sup>. Si deve peraltro segnalare che, diversamente da quanto previsto per le terre di riforma, nessuna garanzia particolarmente efficace è prevista per il mantenimento della proprietà coltivatrice conseguita attraverso i provvedimenti ora in esame: infatti la cessazione della coltivazione diretta del fondo, ovvero la cessione di questo a terzi, prima del decorso di un termine originariamente decennale dall'acquisto e ora ridotto a cinque anni dall'art. 11 del d. lgs. n. 228/2001 (che introduce anche deroghe al divieto di cessione del fondo quando questa avvenga a favore del coniuge, parenti ed affini, ovvero nel caso di alienazione diretta a favorire l'insediamento dei giovani in agricoltura), comportano unicamente *la perdita dei benefici finanziari e tributari*, e cioè l'obbligo di rimborsare i contributi ricevuti e di pagare le imposte da cui si era conseguita l'esenzione (cfr. l'art. 28, l. 590/65 e l'art. 9, l. 114/48).

Più valida è invece la tutela della consistenza oggettiva dei fondi, dal momento che l'art. 11 della l. 817/71 prevede un *vincolo quindicennale di indivisibilità dei terreni* acquistati con il concorso finanziario dello Stato (così ridotto dagli originari trenta anni, sempre ad opera dell'art. 11 del d. lgs. 228/2001), dichiarando nullo ogni atto compiuto in violazione di tale vincolo (purché debitamente trascritto). Nel caso in cui il fondo cada in successione ereditaria, il vincolo di indivisibilità può essere revocato, a domanda degli interessati, con provvedimento amministrativo (dell'Ispettorato provinciale dell'agricoltura), solo qualora il fondo sia divisibile in appezzamenti aventi ciascuno caratteristiche o suscettività di realizzare imprese

---

<sup>20</sup> Per i benefici tributari, cfr. l'art. 52, co. 22, della l. 28.12.2001, n. 448. Il termine di cui al presente comma è prorogato al 31 dicembre 2008 dall'articolo 2, co. 3, l. 24.12.2003, n. 350 come modificato dall'art. 1, co. 571 l. 30.12.2004, n. 311, dall'art. 1, co. 120, l. 23.12.2005, n. 266, dall'art. 1, co. 392 l. 27.12.2006, n. 296 e dall'art. 1, co. 173 l. 24.12.2007 n. 244.



familiari efficienti; in caso contrario, per effetto del rinvio operato all'art. 720 c.c., il fondo viene assegnato per l'intero a uno fra i coeredi, che dovrà provvedere a liquidare la quota di spettanza degli altri, ovvero è posto in vendita; nessuna norma peraltro garantisce che i fondi caduti in successione siano attribuiti a eredi che ne continuino la coltivazione. Il vincolo, ai sensi ancora dell'art. 11 del d. lgd. 228/2001, può essere ora revocato anche per il caso in cui la destinazione agricola del fondo sia venuta meno per effetto degli strumenti urbanistici vigenti.

Nel quadro delle disposizioni per la formazione della proprietà coltivatrice si inseriscono la prelazione e il riscatto agrario attraverso cui si è costituita la più vigorosa manifestazione del principio di favore per la concentrazione della proprietà e dell'impresa nelle stesse mani, quando in quelle mani già si sono concentrati lavoro ed impresa. In sintesi, il diritto di prelazione rappresenta un limite, seppur parziale, al diritto di disporre del bene da parte del proprietario, giustificato in considerazione del combinato disposto degli artt. 44 e 47 Cost., ed espressione della necessità della tutela, non mediata, dell'integrità aziendale. In altri termini, la preferenza nella circolazione del fondo di un soggetto piuttosto che di un altro riflette un aspetto funzionale dell'istituto volto a favorire una categoria imprenditoriale così mettendo in luce la conformazione fisica e giuridica del fondo rustico affine ai disposti della Carta costituzionale (artt. 41, 44 e 47) <sup>21</sup>.

### 1.5. *La proprietà diretto coltivatrice a fronte degli interventi normativi del legislatore europeo.*

Se nel nostro sistema il modello imprenditoriale si è tradizionalmente imperniato sulla figura del coltivatore diretto attraverso una rilevante produzione normativa che ha fatto leva sul riferimento costituzionale dell'art. 47, la legislazione speciale su impulso della normativa europea ha delineato, nell'ambito della politica sulle

---

<sup>21</sup> Il diritto di prelazione, quale diritto ad essere preferito, a parità di condizioni, al momento in cui il proprietario di un bene decide di alienarlo, trova in agricoltura una particolare disciplina legale inclusa in un corpo di norme dedicate allo sviluppo della proprietà coltivatrice, riconosciute ad una determinata categoria di soggetti. La finalità di migliorare le strutture produttive nel settore dell'agricoltura con la formazione di *imprese coltivatrici maggiormente moderne ed efficienti* (come risulta dalla relazione al disegno di legge) è stata fatta propria dal legislatore speciale il quale ha così riconosciuto il diritto di prelazione all'affittuario coltivatore diretto, con l'art. 8, comma 1, legge 26 maggio 1965 n. 590, e al coltivatore diretto proprietario del fondo confinante, con l'art. 7 legge 14 agosto 1971 n. 817, norma da ultimo modificata con l'art. 1, co. 3, l. 28 luglio 2016 n. 154 riconoscendo il diritto anche all'imprenditore agricolo professionale. Ampissima è in dottrina l'analisi dell'istituto del diritto di prelazione in agricoltura a fronte, anche, di una notevole giurisprudenza tutt'oggi sempre attiva. In dottrina, *ex multis*, G.G. CASAROTTO, *La prelazione agraria*, Padova, 1980; ID., in L. COSTATO (diretto da), *Trattato breve di diritto agrario e comunitario*, 3° ed., Padova, 2003, p. 526; ID., *La prelazione nell'accesso alla proprietà agraria*, Padova, 1988; ID., *La prelazione agraria*, in L. COSTATO, A. GERMANÒ e E. ROOK BASILE (diretto da), *Trattato di diritto agrario*, vol. 1, *Il diritto agrario: circolazione e tutela dei diritti*, Torino, 2011, p. 477.

strutture, una nuova figura di imprenditore agricolo contrassegnata non dal lavoro manuale proprio e del nucleo familiare – essenziale, come detto, per la qualificazione del coltivatore diretto – ma dalla prevalenza dell'attività agricola sulle altre attività, e dalle competenze e capacità tecnico-professionali dell'imprenditore. Modello questo da incentivare in quanto ritenuto maggiormente competitivo.

Il legislatore comunitario, infatti, al fine di favorire lo sviluppo di imprese agricole efficienti, aveva previsto nel suo primo intervento di carattere strutturale, concretizzatosi nell'adozione di tre direttive risalenti all'anno 1972 (*i.e.* dir. 72/159/CEE, 72/160/CEE e 72/161/CEE), una figura di agricoltore particolarmente dedito all'attività produttiva agricola, e meritevole, così, di poter beneficiare degli aiuti previsti per una efficace implementazione della produttività aziendale: venne così definito l'imprenditore agricolo a titolo principale ("I.A.T.P."), delineando in questo modo un secondo polo normativo alternativo rispetto al coltivatore diretto, con riferimento alla qualifica dell'imprenditore agricolo.

L'art. 3 della dir. 72/159 del Consiglio lasciava agli Stati membri il compito di definire l'i.a.t.p. persona fisica (e persona giuridica), individuando al contempo dei parametri minimi, nel rispetto dei quali gli Stati membri – in sede di attuazione della direttiva – dovevano predisporre le loro definizioni<sup>22</sup>. Con l'art. 1 del d. lg. n. 99 del 2004 (recante disposizioni in materia di soggetti e attività, integrità aziendale e semplificazione amministrativa in agricoltura, a norma dell'art. 1, comma 2, lettere *d, f, g, ee*), della legge 7 marzo 2003, n. 38), è stato definito l'Imprenditore agricolo professionale ("I.A.P."). Si tratta di colui che svolge l'attività imprenditoriale in via individuale, quanto coloro che si avvalgono dello strumento societario. Per i primi (le imprese agricole individuali), la definizione si rinviene nel comma 1 dell'art. 1, mentre per le società la definizione si ritrova nel comma 3 del medesimo articolo<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> In particolare, la normativa comunitaria stabiliva che potesse essere qualificato i.a.t.p. chi avesse almeno questi requisiti: reddito proveniente dall'azienda agricola doveva risultare pari o superiore al 50% del reddito complessivo dell'imprenditore agricolo e il tempo di lavoro dedicato alle attività esterne all'azienda agricola doveva essere inferiore al 50% del tempo di lavoro totale dell'imprenditore. L'attuazione della direttiva 72/159 nell'ordinamento italiano è avvenuta con la legge n. 153 del 1975 (ora abrogata), e con essa lo Stato italiano ha provveduto a definire l'i.a.t.p. (all'art. 12), approfittando della facoltà conferitagli dal diritto comunitario, elevando a due terzi il tempo di lavoro che l'i.a.t.p., per essere qualificato tale, doveva destinare all'impresa agricola, mentre ha provveduto – in violazione dello stesso diritto comunitario – a determinare il reddito, introducendo una sostanziale modifica a quanto previsto dalle norme europee: ha stabilito, infatti, che il reddito tratto dall'attività agricola dovesse essere pari almeno ai due terzi non già del reddito totale dell'imprenditore (soluzione, questa, ammissibile, posto che il limite previsto dalle norme comunitarie del 50% del reddito era il minimo consentito, ma non il massimo) ma di quello da lavoro, ampliando così di molto il numero dei possibili i.a.t.p., poiché ben poteva aversi, con questa definizione, un i.a.t.p. che avesse grandi redditi, ben superiori a quelli da lavoro (ad esempio da capitali) senza che ciò gli facesse perdere i requisiti richiesti per il riconoscimento della qualifica. Sul punto cfr. L. Russo, *L'imprenditore agricolo a titolo principale*, in *Tratt. Costato*, 3<sup>a</sup> ed., Padova, 2003, p. 263.

<sup>23</sup> Il d. lgs. n. 99 del 2004 è stato successivamente modificato in alcune sue parti dal d. lg. 27-5-2005, n. 101.

Va rilevato che la disciplina dell'i.a.p. (e, in precedenza, quella sull'i.a.t.p.) è del tutto autonoma rispetto a quella concernente la diversa figura del coltivatore diretto e costituiscono nuclei di coagulazione delle posizioni di impresa in agricoltura contrassegnate da un notevole grado di attività; in altri termini, le discipline in oggetto operano su piani paralleli, così che le qualifiche di i.a.p. e di coltivatore diretto possono o meno sussistere entrambe in capo al medesimo soggetto; al tempo stesso, occorre porre in evidenza che le figure professionali in esame – seppure aventi definizioni autonome e distinte – risultano avere quadri disciplinari sempre più uniformi, come può rilevarsi da quanto disposto, ora, dal comma 4° co., dell'art. 1, essendosi riconosciute anche all'i.a.p. persona fisica, se iscritto nella specifica gestione previdenziale ed assistenziale, le medesime agevolazioni tributarie e creditizie<sup>24</sup>, e quelle rientranti in altri ambiti normativi<sup>25</sup>, già previste in favore del coltivatore diretto. Peraltro, l'attenuazione delle diversità disciplinari previste per l'i.a.p. e per il coltivatore diretto, unitamente alla problematica coesistenza di una pluralità di sottocategorie dell'imprenditore agricolo, a loro volta con ramificazioni al loro interno per quanto concerne l'applicazione delle qualifiche alle società, inducono a qualche doverosa riflessione sull'opportunità del mantenimento di un siffatto coacervo definitorio.

Dalla breve panoramica che precede è agevole riscontrare come la distanza tra i due poli normativi sia stato fortemente limitata, segnata da ultimo dal venir meno della perdurante esclusione dell'i.a.p. (affittuario del fondo confinante) dal diritto di prelazione nell'acquisto di terreni (art. 1, co. 3, l. 28 luglio 2016 n. 154). Permane, invece, l'esclusione dell'i.a.p. dalla prelazione nel caso di cessione del fondo concesso in affitto, che resta invece esclusivo privilegio del coltivatore diretto per accedere alla proprietà fondiaria (art. 47 Cost.). Probabilmente, stante il vincolo che la prelazione *ex lege* pone a carico del diritto di proprietà sui terreni, il legislatore non ha voluto «osare» troppo, posto che la copertura costituzionale dell'intervento legislativo sul punto si rinviene nel dettato dell'art. 47, 2° co., Cost., espressamente collegato alla formazione della proprietà diretto coltivatrice. La questione, peraltro, sembra essere più formale che sostanziale, dal momento che nella gran parte dei casi le due qualifiche di imprenditore agricolo professionale e di coltivatore diretto vengono a coesistere in capo al medesimo soggetto, così che l'operatività della prelazione agraria è sostanzialmente esclusa solamente per la media e la grande impresa agricola individuale (quanto alle società, la prelazione è sempre esclusa, con la sola eccezione

---

<sup>24</sup> Il d.lgs. 99/2004 estende all'i.a.p., sia persona fisica che società, le agevolazioni tributarie e creditizie previste a favore delle persone fisiche in possesso della qualifica di coltivatore diretto.

<sup>25</sup> Il riferimento è ai trattamenti pensionistici dei lavoratori agricoli autonomi (art. 13, l. 2.08.1990, n. 33), della disciplina urbanistica per l'esenzione dai contributi di urbanizzazione (l. 28.01.1977, n. 10); dall'assegnazione prioritaria di aiuti per l'insediamento di giovani agricoltori (l. 15.12.1998, n. 441); dall'attribuzione di una indennità aggiuntiva in caso di espropriazione del fondo rustico per pubblica utilità con riferimento alla coltivazione di aree non edificabili (art. 40, 4 co., D.P.R. 8.06.2001, n. 327).

delle cooperative di cui all'art. 16, legge n. 817 del 1971, e delle società agricole di persone di cui al 3° co. dell'art. 2, d. lg. n. 99 del 2004)<sup>26</sup>.

### 1.6. Conclusioni: l'attualità della disposizione costituzionale nel contesto della realtà economica e sociale odierna

Le considerazioni svolte hanno permesso di delineare i contenuti dell'art. 47 Cost. con specifico riferimento alla *proprietà diretta coltivatrice*, e la sua attuazione attraverso gli interventi normativi del legislatore speciale. La prospettiva dell'analisi ci porta ad interrogarci sull'effettiva attualità della disposizione costituzionale e, in particolare, in merito all'attuale valenza del *favor* riconosciuto per l'accesso alla proprietà fondiaria ad una categoria specifica di imprenditori. L'interrogativo si pone anche alla luce dei profondi cambiamenti che il settore primario ha registrato in oltre mezzo secolo attraverso non solo l'ammodernamento delle tecniche di produzione e l'avvento della tecnologia che ha fortemente caratterizzato anche il settore primario, ma ancor più sotto il profilo economico per l'evoluzione del mercato agroalimentare oggi prospettato non più su base locale, bensì globale<sup>27</sup>.

Ora, muovendo da una valutazione del processo di attuazione della piena realizzazione della normativa prevista dall'art. 47 Cost. con riferimento alla *proprietà diretta coltivatrice* è innegabile che le finalità della norma costituzionale hanno trovato attuazione nel processo di creazione di un modello dell'impresa coltivatrice diretta in quanto economicamente e socialmente rilevante che il legislatore costituente ha inteso favorire e che ha trovato attuazione attraverso precisi interventi normativi. Attualmente tuttavia si è in presenza di uno scenario che trascende l'esperienza statale e va collocato in una dimensione europea, se non globale, nel quadro degli assetti istituzionali già definiti. In questa direzione deve cogliersi la lettura attuale dell'art. 47 Cost. che non può non fare riferimento all'efficienza del mercato sia esso quello finanziario a cui la norma si riferisce, sia esso quello agroalimentare.

Questa prospettiva è fortemente segnata dal legislatore europeo i cui interventi, attuati attraverso la politica agricola comune, spingono per un sistema imprenditoriale maggiormente efficiente e concorrenziale. Ciò induce il giurista a sottolineare la rilevanza di una struttura aziendale nel contesto segnato da un mercato fortemente competitivo in cui si registra una tendenziale diminuzione di operatori economici che, in taluni settori, si trovano ad agire in una situazione oligopolistica.

---

<sup>26</sup> Così L. RUSSO, *Prelazione e riscatto dell'imprenditore agricolo professionale e delle società agricole*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, p. 597.

<sup>27</sup> In argomento, per una ricostruzione del contesto giuridico nel sistema agroalimentare, per tutti, A. JANNARELLI, *Profili giuridici del sistema agro-alimentare e agro-industriale*. Soggetti e concorrenza, Bari, 2016, spec. pp. 9-20 e 145 e ss.

Queste considerazioni inducono a riflettere sull'attualità del *favor* riconosciuto dall'art. 47, co. 2, Cost., considerato il processo economico in atto. È del tutto evidente che nel contesto attuale la forte carica sociale e di protezione verso la categoria di soggetti meritevoli di una particolare tutela, è sostanzialmente venuta meno a seguito delle profonde modifiche sociali ed economiche che hanno segnato il nostro Paese. In altri termini, se l'art. 47 Cost. trovava senz'altro una forte motivazione nel contesto storico proprio del legislatore costituzionale – riecheggiano in tal senso le parole dell'On. Zerbi in seno ai lavori della Costituente in merito alle condizioni della classe popolare – oggi alcuni dubbi sorgono per il venir meno di quei presupposti cui si è riferito.

Al di là del contesto economico, politico e sociale fortemente modificato, ciò che sembra scontrarsi maggiormente con la previsione normativa è l'attuazione di previsioni di *favor* riconosciuto a una specifica categoria di imprenditori, il cui modello di impresa non sembra essere più quella economicamente e socialmente rilevante. Se la norma costituzionale identifica nell'impresa coltivatrice diretta il modello economicamente e socialmente rilevante, incentrata come detto sul coltivatore che opera attraverso l'attività propria e dei propri familiari, che ha saputo rispondere in un momento storico particolare alle esigenze economiche e sociali del Paese, lo scenario attuale non sembra giustificare le stesse finalità, soprattutto ove si considerino le strutture imprenditoriali di dimensioni maggiore, qualificate da specifiche professionalità e forti capacità, anche economiche, per compete nel mercato mondiale<sup>28</sup>.

Peraltro, il modello di impresa indicato all'art. 47 Cost. deve oggi misurarsi con uno diverso ed alternativo dettato dal legislatore europeo, che ha trovato piena attuazione, incentrato su una azienda caratterizzata dalla professionalità dell'imprenditore e dalle sue capacità tecnico professionali che opera in una realtà maggiormente strutturata, non solo sotto il profilo dimensionale ma anche sotto quello economico e produttivo, e pertanto maggiormente competitivo sul mercato. Un insieme di considerazioni che riescono a rendere l'idea dei mutamenti che ha subito il quadro della realtà economica, politica e sociale, rispetto a quello del 1948.

Si deve aggiungere che, nei fatti, la profonda distinzione che per anni ha definito i due poli normativi che caratterizzavano la qualificazione giuridica dell'imprenditore agricolo (coltivatore diretto, da un lato, e imprenditore agricolo dall'altro), è di fatto venuta meno nel momento in cui il legislatore ha portato avanti un processo di avvicinamento dei due sistemi normativi riconoscendo anche all'i.a.p. l'accesso alle agevolazioni fiscali e creditizie previste per il coltivatore diretto, nonché il privilegio della prelazione agraria del confinante. In questa prospettiva, favorire l'accesso alla proprietà coltivatrice diretta, che come detto, implica la creazione di una struttura aziendale, pone non pochi dubbi interpretativi circa la valenza della norma costi-

---

<sup>28</sup> Basti riflettere come nel corso degli ultimi anni la terra, strumento principale per la produzione alimentare, sia divenuto oggetto di acquisizione da parte di grandi gruppi industriali, anche stranieri, con il fine di meglio controllare le produzioni agricole e reggere la competizione a livello mondiale.

tuzionale nel contesto storico e culturale vigente. D'altronde, il conseguimento del maggiore grado di benessere economico, sulla scorta del cammino ad oggi percorso di integrazione europea, risulta affidato ad un sistema di economia di mercato i cui strumenti sono le libertà fondamentali e la disciplina della concorrenza<sup>29</sup>. La scelta europea di tutelare la concorrenza tra gli operatori del mercato riflette infatti l'interesse per una economia di mercato, per la libertà di sfruttamento delle proprie risorse e per il benessere del consumatore. In definitiva, l'impatto del diritto dell'Unione europea sull'ordinamento interno ha prodotto un'inversione di tendenza: dal progressivo restringimento delle libertà economiche e dell'autonomia della società civile ad un processo di espansione, in cui la cultura del mercato, qualunque esso sia, non deve essere ritenuta un disvalore da contenere, bensì come un valore da sviluppare perché promotore di efficienza economica e organizzativa<sup>30</sup>.

### Bibliografia

- ADORNATO F., *I diritti della terra*, in *Agr., Ist., Mer.*, 2001, pp. 119-121;  
 BETTI E., *Diritto romano*, Padova, 1935, p. 695;  
 BOLLA G.G., *L'articolo 44 della Costituzione italiana e la sua interpretazione organica*, Firenze, 1949, p. 14;  
 CAPOGRASSI G., *Agricoltura, diritto, proprietà*, in *Riv. dir. agr.*, 1952, I, pp. 271-272;  
 CASAROTTO G.G., *La formazione della proprietà coltivatrice*, in *Trattato breve di diritto agrario italiano e comunitario*, diretto da L. COSTATO, Padova, 2003, p. 524;  
 CASAROTTO G.G., *La prelazione agraria*, Padova, 1980;  
 CASAROTTO G.G., *La prelazione nell'accesso alla proprietà agraria*, Padova, 1988;  
 CASAROTTO G.G. *La prelazione agraria*, in L. COSTATO, A. GERMANÒ e E. ROOK BASILE (diretto da), *Trattato di diritto agrario*, vol. 1, *Il diritto agrario: circolazione e tutela dei diritti*, Torino, 2011, p. 477;  
 CASSETTI L., *La cultura del mercato fra interpretazione della Costituzione e principi comunitari*, Torino, 1997, p. 184;  
 COSTATO L., *Proprietà agraria*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, p. 326;  
 GALLONI G., *Fondo rustico*, in *Digesto civ.*, VIII, Torino, 1992, p. 369;  
 GALLONI G., *Fondo rustico*, in *Digesto civ.*, Agg., Torino, 2000, p. 399;  
 GERMANÒ A., *Manuale di diritto agrario*, Torino, 2016, p. 55;  
 GERMANÒ G. e ROOK BASILE E., *Il contratto di affitto. Gli aspetti generali*, in L. COSTATO, A. GERMANÒ e E. ROOK BASILE (diretto da), *Trattato di diritto agrario*, vol. 1, *Il diritto agrario: circolazione e tutela dei diritti*, Torino, 2011, pp. 14-15;

<sup>29</sup> Sul punto G. IUDICA, *L'economia di mercato tra Costituzione italiana e Costituzione europea*, in G. IUDICA e G. ALPA (a cura di) *Costituzione europea e interpretazione della Costituzione italiana*, Napoli, 2006, p. 165.

<sup>30</sup> In argomento, L. CASSETTI, *La cultura del mercato fra interpretazione della Costituzione e principi comunitari*, Torino, 1997, p. 184.

- GERMANÒ A., *Dalla multifunzionalità ai beni "comuni"*, in A. GERMANÒ e D. VITI (a cura di), *Agricoltura e beni comuni*, Milano, 2012, p. 116;
- IUDICA G., *L'economia di mercato tra Costituzione italiana e Costituzione europea*, in G. IUDICA e G. ALPA (a cura di) *Costituzione europea e interpretazione della Costituzione italiana*, Napoli, 2006, p. 165;
- JANNARELLI A., *Profili giuridici del sistema agro-alimentare e agro-industriale. Soggetti e concorrenza*, Bari, 2016, pp. 9-20 e 145 e ss.;
- LUCIFERO L., *Proprietà fondiaria e attività agricola. Per una rilettura in chiave moderna*, Milano, 2012;
- MERUSI F., *Commento all'art. 47 Cost.*, in G. BRANCA (a cura di) *Commentario della Costituzione*, Bologna, 1980, p. 153;
- PARLAGRECO A., *La formazione della proprietà contadina nel diritto vigente*, Milano, 1958; G. GALLONI, *Lezioni sul diritto dell'impresa agricola*, Napoli, 1980, p. 59;
- PUGLIATTI S., *Lineamenti della proprietà agricola*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, p. 165;
- PUGLIATTI S., *Il trasferimento delle situazioni soggettive*, I, Milano, 1964, pp. 12-18;
- ROMAGNOL E., *L'impresa agricola*, in *Trattato di Diritto Privato*, diretto da P RESCIGNO, Torino, 2001, p. 280 ss.;
- ROMAGNOLI E., *Circolazione giuridica del fondo rustico e controllo dei prezzi*, Roma, 1967, p. 148;
- ROMAGNOLI E., *Riforma fondiaria*, in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, p. 1077;
- ROMAGNOLI E., *Riforma fondiaria e riforma agraria*, in (N. IRTI, a cura di) *Manuale di diritto agrario italiano*, Torino, 1978, p. 553;
- ROOK BASILE E., *Introduzione al diritto agrario*, Torino, 1985, p. 42;
- RUSSO L., *L'imprenditore agricolo a titolo principale*, in *Trattato breve di diritto agrario italiano e comunitario*, diretto da L. COSTATO, Padova, 2003, p. 263;
- RUSSO L., *Prelazione e riscatto dell'imprenditore agricolo professionale e delle società agricole*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, p. 597;
- SALARIS F., *Fondo*, in *Noviss. Dig. it.*, App., III, Torino, 1982, p. 807;
- SCIAUDONE A., *Il fondo rustico nella proprietà e nell'impresa*, Napoli, 1997.

# LAVORO E RISPARMIO NELLA COSTITUZIONE

*Massimo Aragiusto*

SOMMARIO: 1.1. Il risparmio popolare ed il suo fondamento costituzionale – 1.2. La retribuzione: strumenti e leggi di incentivazione – 1.3. Il trattamento di fine rapporto – 1.4. Il rapporto tra gli artt. 46 e 47 Cost.: il coinvolgimento del lavoratore in azienda – 1.5. Il risparmio investito in strumenti societari e finanziari a favore dei prestatori di lavoro. – 1.6. Conclusioni.

## 1.1. *Il risparmio popolare ed il suo fondamento costituzionale*

Che cosa intendeva il nostro Costituente per risparmio popolare?

Quale era – o avrebbe dovuto essere – il rapporto tra risparmio e lavoro nel disegno del nostro Costituente?

È un caso che l'art. 47 sia la norma conclusiva di quel Titolo III dedicato ai *Rapporti Economici*, così centrale in tema di diritto del lavoro o, invece, tale collocazione conferma il legame inscindibile tra reddito da lavoro e risparmio nella sua speciale accezione di risparmio popolare? E ancora, quali sono le peculiarità e le speciali tutele riconosciute al lavoratore-risparmiatore, e quali gli strumenti utilizzati dal legislatore, non solo costituzionale, per favorire la creazione del risparmio derivante dal lavoro prima, e per tutelarne l'integrità e consentirne l'accrescimento poi?

Il risparmio popolare è, per dirla con Francesco Galgano, “*il surplus, rispetto al consumo, dei redditi di lavoro che avanza dalla retribuzione*”<sup>1</sup>.

Non è infatti difficile rinvenire nell'art. 36 Cost. – norma centrale in tema di retribuzione – il suo fondamento, stabilendo esso che «*il lavoratore ha diritto ad una retribuzione proporzionata alla quantità e qualità del suo lavoro e in ogni caso sufficiente ad assicurare a sé e alla sua famiglia un'esistenza libera e dignitosa*»<sup>2</sup>.

Da una parte, esso sancisce il principio inderogabile della proporzionalità della retribuzione rispetto alla qualità e quantità del lavoro svolto; dall'altra, pone come limite invalicabile quello della sua sufficienza, intendendosi per sufficiente la retribuzione che rende possibile al lavoratore ed alla sua famiglia una esistenza «*libera e dignitosa*».

---

<sup>1</sup> F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. IV, Padova, 2010, 210 ss.

<sup>2</sup> P. ICHINO, *La nozione di giusta retribuzione nell'art. 36 della Costituzione*, in *Riv. it. dir. lav.*, 4, 2010, 719 ss.



Perciò può non suscitare meraviglia che quanto osservato negli anni '70 da un giovane Tiziano Treu, e cioè che «*il problema della retribuzione equa e sufficiente di gran lunga il più rilevante nell'esperienza giurisprudenziale di questi trent'anni, è anche il più presente nel dibattito costituzionale*»<sup>3</sup>, sia oggi più attuale che mai, così come confermato non solo dai recenti e ripetuti interventi del giudice delle leggi, ma anche dalle attenzioni dei giuristi e degli economisti, oltre che dal dibattito politico.

Ed infatti – anche se per motivi e con prospettive diverse – la Corte Costituzionale, con la sentenza n. 70 del 10 marzo 2015 in tema di blocco della rivalutazione delle pensioni, e con la sentenza n. 178 del 24 giugno 2015 sul reiterato mancato rinnovo del contratto nel pubblico impiego, uscite entrambe dalla penna di Silvana Sciarra, ha confermato la centralità di quanto stabilito dalla citata norma in tema di retribuzione che, al di là della effettiva corrispettività rispetto alla qualità e quantità del lavoro svolto, deve essere strumento di emancipazione del lavoratore, consentendogli – insieme alla propria famiglia – di condurre una vita dignitosa, e quindi libera dal bisogno<sup>4</sup>.

Assai significativi sono i passaggi ivi contenuti, che costituiscono veri e propri moniti al legislatore ed alle parti sociali a riprendere la giusta direzione in merito alla individuazione ed alla salvaguardia della giusta retribuzione.

Il lavoro, quindi, non costituisce soltanto la fonte di sostentamento, ma è lo strumento principale per l'emancipazione delle categorie più deboli<sup>5</sup>. Tale emancipazione si realizza anche mediante la formazione del risparmio dei lavoratori che – nonostante sia esiguo ed irrilevante individualmente considerato, e benché sia frutto non di speculazione ma del duro lavoro quotidiano – assume un rilievo preminente sotto il profilo macroeconomico, soprattutto in Italia, Paese tra i più virtuosi al mondo in materia di risparmio.

Comunque sia il testo dell'art. 47, comma II, Cost. non lascia adito a dubbi sui compiti assegnati dello Stato: favorire «*l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*».

Ed invero già dalla lettura degli Atti dell'Assemblea Costituente emerge il legame inscindibile tra lavoro e risparmio, che nella discussione assembleare sulla collocazione nella Carta Costituzionale della normativa a tutela del risparmio popolare, aveva portato addirittura alla proposta di porre la “*difesa del risparmio*” tra le norme a tutela del lavoratore.

<sup>3</sup> T. TREU, *Rapporti economici*, in Commentario alla Costituzione, Bologna, 1979, 73.

<sup>4</sup> A. BELLAVISTA, *Il salario minimo legale*, in *Diritto delle Relazioni Industriali*, Milano, n. 3/XXIV-2014, pg. 123; G. RICCI, in WP C.S.D.L.E. “Massimo D'Antona”. IT – 163/2012.

<sup>5</sup> Enciclica *Laborem exercens* di Giovanni Paolo II del 14 settembre 1981. Sul concetto di “*decenza*” applicata al lavoro, v. il n. 63 della lettera enciclica *Caritas in Veritate* di Benedetto XVI, del 29 giugno 2009.

In particolare l'onorevole Lucifero dichiarava di considerare il risparmio come parte integrante del lavoro, per cui dove si tutelavano i diritti del lavoratore, si dovevano tutelare anche i risparmi dello stesso. Egli sosteneva fermamente che il risparmio «è qualche cosa di più; è qualcosa di più sudato e di più rispettabile. Il risparmio è la genesi della proprietà. È proprio questa filiazione del lavoro che si può consolidare e trasformare in proprietà, ma essa è in uno stato fluido di particolare delicatezza ed ha bisogno di una particolare protezione. Ecco perché si ritiene che debba essere protetto in questa sede»<sup>6</sup>. Consonanti con tale tesi anche altri relatori<sup>7</sup>, anch'essi convinti che il risparmio sia per lo più il frutto del lavoro.

La proposta, però, non passò la votazione a causa del timore, manifestato da altri, che una collocazione del risparmio in un contesto ristretto e limitato potesse restringerne la portata e la tutela su un piano generale. Tra le altre voci, quella dell'onorevole Togliatti, il quale rilevava che, laddove si fosse inquadrata la tutela del risparmio in una norma a difesa del lavoro, «*l'affermazione del risparmio*» sarebbe stata «*in un certo senso limitata al risparmio frutto del lavoro, mentre egli avrebbe ammesso anche la tutela del risparmio in generale*»<sup>8</sup>.

E principalmente sulla base di tali argomentazioni, alla fine, si è giunti alla collocazione della tutela del risparmio in una norma diversa da quella a difesa del lavoro, benché sempre contenuta all'interno del Titolo III.

Rimane a tutt'oggi innegabile che il lavoro ed il risparmio popolare siano intimamente collegati tra di loro, costituendo, appunto, il risparmio popolare il frutto del lavoro e del sacrificio della popolazione tradizionalmente considerata più debole, ossia i lavoratori dipendenti.

Ed ecco perché proprio la norma fondante in materia di retribuzione, e cioè l'art. 36 Cost. può essere a buon diritto ritenuta norma fondamentale anche in tema risparmio popolare: la possibilità di non spendere parte della retribuzione, è infatti intimamente connessa e presupposto indefettibile per condurre, insieme alla propria famiglia, quell'esistenza libera e dignitosa che la Costituzione vuole assicurare a ciascuno.

---

<sup>6</sup>Atti dell'Assemblea Costituente, Commissione per la Costituzione, Prima Sottocommissione, Resoconto sommario della seduta di giovedì 10 ottobre 1946, 220 ss.

<sup>7</sup>Nello specifico, La Pira affermava che il risparmio è «*frutto del lavoro*», e sulla stessa traiettoria si muoveva Merlin secondo il quale «*la sede opportuna dell'inserimento della tutela del risparmio è proprio quella della difesa del lavoro. Non si potrà mai difendere bene il lavoro, se non si tutela e difende il risparmio. I due concetti sono collegati. Il concetto di proprietà è, invece, più ampio*».

<sup>8</sup>Il relatore proseguiva, affermando che «*fino a che la società sarà l'attuale, che non è una società esclusivamente di lavoratori, ma anche di imprenditori e di capitalisti, accettava di tutelare il risparmio anche di questi ultimi*». Dossetti, a sua volta, non comprendeva perché non fosse connessa con la trattazione della proprietà.

## 1.2. *La retribuzione: strumenti e leggi di incentivazione*

Svariati ed incisivi possono essere gli interventi normativi da adottare al fine di favorire la realizzazione del risparmio dei lavoratori, a partire da politiche legislative, che incoraggino – se del caso mediante agevolazioni anche di tipo fiscale e contributivo – il risparmio popolare.

Con le leggi di incentivazione, infatti, il legislatore può premiare un determinato comportamento da parte di alcune categorie di soggetti, offrendogli un vantaggio come una sorta di controprestazione.

È in questo modo che vanno inquadrare alcune politiche e tecniche legislative di cd. *welfare* che hanno lo scopo di fungere da stimolazione e propulsione di atti e comportamenti socialmente utili.

In tale direzione, sembrano muoversi le ultime scelte di *policy*, introdotte dalla Legge di Stabilità del 2016 (Legge 28 dicembre 2015, n. 208), la quale ha previsto che parte della retribuzione possa essere corrisposta mediante *benefit* di *welfare* aziendale.

A questo fine sono state introdotte sostanziali modificazioni al T.u.i.r. (Testo Unico delle Imposte sui Redditi), prevedendo che a decorrere dal 2016 non concorrono a formare reddito di lavoro dipendente «*l'utilizzazione delle opere e dei servizi riconosciuti dal datore di lavoro volontariamente o in conformità a disposizioni di contratto o di accordo o di regolamento aziendale, offerti alla generalità dei dipendenti o a categorie di dipendenti e ai familiari indicati nell'art. 12 per le finalità di cui al comma 1 dell'art. 100*». In tal modo si è voluto favorire l'utilizzo di servizi di utilità sociale da parte dei dipendenti senza un aumento del costo del lavoro eccedente la spesa dell'opera o del servizio. In altri termini, il lavoratore percepisce una prestazione che avrebbe dovuto pagare con la propria retribuzione, e quindi con una somma gravata sia dall'imposta sul reddito, sia dall'imposizione contributiva, permettendo al contempo all'azienda di corrispondere una retribuzione rilevantemente superiore, a parità di spesa. Infatti, in base al cosiddetto principio di armonizzazione delle basi imponibili, all'esenzione fiscale segue l'esenzione contributiva.

Le prestazioni evocate che possono essere oggetto di applicazione dalla suddetta normativa sono servizi che hanno finalità di educazione, istruzione, ricreazione, assistenza sociale, assistenza sanitaria o culto che, ai sensi dell'art. 100 T.u.i.r., devono essere concessi alla generalità dei dipendenti o a categorie di dipendenti ed ai loro familiari ex art. 12 T.u.i.r, e che, quindi, consistono in spese necessarie e correnti per la gran parte dei lavoratori.

Tali benefici possono essere concessi volontariamente dal datore di lavoro od in conformità ad accordi o contratti collettivi o a regolamenti aziendali, potendo alternativamente essere da questo pagati direttamente o mediante il rimborso in busta paga, lasciando così al dipendente la libertà di scegliere le strutture di proprio gradimento.

Sempre nella medesima ottica, in materia di servizi prescolastici e scolastici, la suddetta Legge di Stabilità 2016 ha modificato la lett. f-bis del comma 2 art. 51

T.u.i.r., precludendo il cumulo con il reddito di lavoro dipendente delle somme, dei servizi e delle prestazioni «erogate dal datore di lavoro alla generalità dei dipendenti o a categorie di dipendenti per la fruizione, da parte dei familiari indicati nell'art. 12 [ovvero coniuge, figli o altri familiari ex art. 433 c.c.], dei servizi di educazione e istruzione anche in età prescolare, compresi i servizi integrativi e di mensa ad essi connessi, nonché per la frequenza di ludoteche e di centri estivi e invernali e per le borse di studio a favore dei medesimi familiari».

Oltre a ricomprendere tutto il percorso scolastico a partire dall'asilo nido fino all'università, l'agevolazione è stata quindi estesa anche a servizi integrativi, quali ad esempio mense, ludoteche, centri estivi *et similia*.

Peraltro, a supporto della famiglia, sono ricompresi anche i servizi di assistenza agli anziani ed ai soggetti non autosufficienti. In proposito, è stata modificata la lett. f-ter del comma 2 art. 51 T.u.i.r., considerando non imponibili «le somme e le prestazioni erogate dal datore di lavoro alla generalità di dipendenti o a categorie di dipendenti per la fruizione dei servizi di assistenza ai familiari anziani o non autosufficienti indicati nell'art 12».

In base alle necessità del singolo prestatore di lavoro, sarà quindi possibile trovare soluzioni che convertano parte del salario in forme alternative alla retribuzione, e ciò senza limiti di defiscalizzazione per il datore di lavoro <sup>9</sup>.

Nella medesima direzione, e nell'ambito di una sempre maggiore e condivisibile valorizzazione dell'autonomia contrattuale in ambito aziendale, deve essere collocato lo strumento predisposto dalla citata legge di Stabilità 2016, poi rafforzato con la successiva del 2017, in ordine alla detassazione dei «premi di produttività» <sup>10</sup>, resa possibile a condizione che gli importi delle somme oggetto di detassazione siano espressamente previste in accordi collettivi di secondo livello (aziendali o territoriali), firmati dalle associazioni sindacali comparativamente più rappresentative sul piano nazionale o da contratti aziendali stipulati dalle loro rappresentanze sindacali aziendali o, in alternativa, dalla rappresentanza sindacale unitaria.

---

<sup>9</sup> G. SERPIO-G. SBARAGLIA, *Welfare aziendale e premi di produttività*, in *Fisco* 2016, 45, 4367, hanno evidenziato «l'effetto di estendere la platea dei beneficiari delle misure in questione, confermando la connessione tra produttività nell'impresa e welfare aziendale» per seguire l'obiettivo di «contribuire a stimolare la produttività mediante il welfare nelle aziende, innescando un percorso virtuoso».

<sup>10</sup> In base alla Legge di Stabilità 2016 possono beneficiarne soltanto i lavoratori dipendenti che abbiano percepito nel precedente periodo d'imposta, un reddito non superiore a € 50.000,00 al lordo delle somme detassate nell'anno precedente; in tal caso è prevista la tassazione con aliquota sostitutiva del 10% sulle somme premiali, di importo variabile, corrisposte in relazione ad incrementi della produttività, redditività, qualità, efficienza ed innovazione, nonché a somme erogate sotto forma di partecipazione agli utili dell'impresa, essendo però sancito il limite della somma agevolabile, in € 2.000,00, elevabile in alcuni casi a € 2.500,00.

La Legge di Stabilità 2017 (Legge 11 dicembre 2016, n. 232) ha aumentato tale agevolazione, ricomprendendo una platea più numerosa di lavoratori. Invero, ha innalzato ad € 80.000,00 il limite di reddito per poterne usufruire ed ha aumentato la soglia del premio di produttività ad € 3.000,00 (elevabile fino ad € 4.000,00 per i lavoratori coinvolti pariteticamente dal datore di lavoro).

### 1.3. *Il trattamento di fine apporto*

Le recenti misure legislative menzionate, si aggiungono alla preesistente normativa relativa al trattamento di fine rapporto (TFR)<sup>11</sup>, che altro non è che una retribuzione differita esigibile normalmente al momento della cessazione del rapporto di lavoro o al momento del pensionamento (a seconda dell'opzione fatta dal lavoratore a seguito della entrata in vigore del D.lgs. 05/12/2005 n. 252 sui Fondi Pensione) o, eccezionalmente, in costanza di rapporto nel caso in cui il prestatore d'opera debba sostenere spese mediche straordinarie per sé o per i propri figli, o debba procedere sempre per sé o per i propri figli all'acquisto della prima casa<sup>12</sup>.

Ed infatti, la garanzia costituzionale del diritto ad una retribuzione proporzionata e sufficiente ad assicurare un'esistenza libera e dignitosa al lavoratore ed alla sua famiglia, non poteva non includere una specifica tutela del prestatore di lavoro proprio nel momento in cui si conclude – qualsiasi ne sia il motivo – il rapporto di lavoro, dato che è proprio in tale occasione che il lavoratore si trova in una condizione di maggiore necessità, così come ricordato dalla recente sentenza della Consulta n. 70 del 2015 in tema di rivalutazione della pensione sopra richiamata.

Il TFR, così come previsto dall'art. 2120 c.c., matura durante il rapporto ed è costituito dalla somma degli accantonamenti annui di una quota di retribuzione rivalutata periodicamente<sup>13</sup>, e non è assoggettato a contributi previdenziali, ex art. 12 L. 153/1969, ma solo alla tassazione separata.

Per assicurare sempre e comunque il suo pagamento, e quindi anche in caso di dissesto del datore di lavoro, in base alla Direttiva Comunitaria 80/987/CEE, con la L. 29/05/1982 n. 297, è stato istituito presso l'INPS il “*Fondo di garanzia per il trattamento di fine rapporto*”, con lo scopo di erogare al dipendente o ai suoi aventi causa il TFR in caso di insolvenza del datore di lavoro<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> D. IARUSSI, *Trattamento di fine rapporto: antico istituto ma sempre attuale e... duttile*, in *Arg. dir. lav.* 2015, I, pg. 249, sottolinea come, pur conservando la sua rilevante natura previdenziale, oggi il TFR viene visto anche come un mezzo per andare incontro alle esigenze dei lavoratori attraverso la sua anticipazione su richiesta degli stessi.

<sup>12</sup> M. ARAGIUSTO, *Anticipazioni del Tfr: diritti e doveri dei lavoratori e del prestatore di lavoro e criteri di scelta tra più richiedenti*, in *Rivista Critica di diritto del lavoro*, Milano 1997, n. 2, 368, “*Le situazioni che determinano l'anticipazione del Tfr (spese sanitarie e acquisto prima casa per sé e per i figli), evidenziano il fine sociale di tale normativa, teso all'attuazione dei precetti costituzionali in tema di tutela della salute e del riconoscimento della funzione sociale della proprietà e del diritto alla casa di abitazione (art. 42, 2° comma, Cost.), e ciò nella più ampia eccezione e applicazione del precetto costituzionale relativo alla retribuzione, la quale deve assicurare al lavoratore e alla famiglia un'esistenza libera e dignitosa (art. 36, 1° comma, Cost.)*”.

<sup>13</sup> Ogni anno viene accantonata una somma pari alla retribuzione utile divisa per 13,5 e tale quota viene rivalutata il 31 dicembre di ciascun anno (per i lavoratori assunti dal 1990). La quota di retribuzione da accantonare viene proporzionalmente ridotta per le frazioni d'anno, computando come mese intero solamente le frazioni di mese pari o superiori a 15 giorni.

<sup>14</sup> I casi in cui può esser chiesta tale erogazione sono: il fallimento; il concordato preventivo;

Ed è per questo che il TFR è stato definito come una tipologia di «risparmio forzoso a favore del lavoratore di quote di retribuzione, che maturano in corrispondenza dei singoli periodi di lavoro e che di conseguenza entrano nel suo patrimonio prima della cessazione del rapporto di lavoro»<sup>15</sup>.

Con la finalità di fare aumentare i consumi, la Legge di Stabilità 2015 (Legge 23 dicembre 2014, n. 190) ha previsto, per il periodo che va dal 1° marzo 2015 al 30 giugno 2018, la facoltà del lavoratore di richiedere liberamente, e quindi senza alcuna motivazione relativa al suo utilizzo, la liquidazione della quota di TFR maturata come integrazione retributiva da inserire direttamente in busta paga. Detta normativa non solo non ha avuto il successo sperato, ma è stata sostanzialmente ignorata dai lavoratori sia in quanto detta somma (nominata QUIR) sarebbe stata soggetta alla (maggiore) tassazione ordinaria ai fini Irpef rispetto alla (minore) tassazione separata applicata al momento della cessazione del rapporto di lavoro (ferma restando in entrambi i casi la non imponibilità ai fini previdenziali), sia in quanto il trattamento di fine rapporto ha assunto ora più che mai la funzione di vero e proprio “paracadute” e di risparmio da preservare per quando cesserà l’attività lavorativa.

#### 1.4. *Il rapporto tra gli artt. 46 e 47 Cost.: il coinvolgimento del lavoratore in azienda*

A queste tecniche di incentivazione della retribuzione, se ne affiancano altre mediante investimenti socialmente rilevanti, come stabilito dall’art. 46 Cost., il quale prevede la possibilità, *rectius* il diritto dei lavoratori «a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione aziendale», ciò prevedendo con il proclamato fine di stimolare l’«*elevazione economica e sociale del lavoro in armonia con le esigenze della produzione*».

Invero il favorire il reddito, così come il prevedere incentivi gestionali, significa porre in essere politiche adeguate per la realizzazione dello Stato sociale. La normativa volta all’inserimento del lavoratore nel tessuto gestionale dell’azienda, così come quella di *welfare*, rappresentano strumenti concreti per contribuire «a *quelle trasformazioni economiche, sociali e politiche, destinate alla realizzazione del modello di società prefigurata proposto dal secondo comma dell’art. 3 Cost.*»<sup>16</sup>.

---

la liquidazione coatta amministrativa; il procedimento di esecuzione forzata nel quale le garanzie patrimoniali siano risultate in tutto o in parte insufficienti.

In caso di conferimento ad un fondo pensione complementare, il datore di lavoro non dovrà finanziare il Fondo di garanzia con lo 0,03% delle retribuzioni come dispone l’art. 2 comma 8 L. 297/1982.

<sup>15</sup> L. GALANTINO, *Diritto del lavoro*, Torino, 2005, 540. In argomento, anche con riferimento alla discussa formula del tfr quale «risparmio forzoso» del lavoratore; v. la ricostruzione di M. S. MERELLO, *Liquidazione e vicende matrimoniali*, Milano, 2000, 44, 46 ss., pg.113.

<sup>16</sup> Si v. M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell’ordinamento italiano*, Napoli, 2009, 11.

Questa funzione promozionale dell'ordinamento è applicativa di quanto previsto dall'art. 3 comma 2 Cost., in ordine alla rimozione degli ostacoli economici e sociale che «*impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effetti a partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese*»<sup>17</sup>.

Infatti sia l'art. 47, che l'art. 46 Cost. indicano gli strumenti per realizzare una condizione di sempre maggiore emancipazione dei soggetti più deboli.

In particolare l'art. 46 sancisce il diritto dei lavoratori di essere coinvolti e comunque di collaborare alla gestione aziendale, partecipando alle fasi decisionali, con il conseguente diritto di condividere con l'imprenditore i guadagni frutto di politiche gestionali virtuose.

Ed in effetti la collaborazione alla gestione delle aziende da parte dei lavoratori può essere ritenuta uno degli strumenti finalizzati alla «*rimozione degli ostacoli di ordine economico e sociale*» fonte di disuguaglianza, consentendo il loro coinvolgimento nella gestione e permettendo quindi agli stessi lavoratori una maggiore e più profonda conoscenza dei problemi e delle dinamiche aziendali ed economiche, realizzato mediante un modello di consultazione diretta, oltre che mediante la rappresentanza.

Quello dell'informazione e quindi della formazione dei lavoratori, è un tema centrale nel diritto del lavoro dei nostri giorni; non è infatti un caso che tutta la normativa recente – in particolare quella comunitaria – si incentri sempre di più sul profilo del diritto all'informazione dei lavoratori e delle associazioni sindacali.

Ciò nonostante l'art. 46, benché carica di potenzialità, rimane però norma ancora largamente inattuata nel nostro ordinamento<sup>18</sup>.

### 1.5. *Il risparmio investito in strumenti societari e finanziari a favore dei prestatori di lavoro*

Sempre con l'obiettivo di implementare la capacità economica del lavoratore, anche mediante un suo maggiore coinvolgimento nell'azienda deve leggersi il disposto di cui all'art. 2349 c.c. rubricato «*azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro*», che prevede l'assegnazione di utili ai dipendenti attraverso l'emissione di particolari categorie di azioni<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Id., 65.

<sup>18</sup> G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. delle Soc.*, 6, 2015, 1298; P. ICHINO, *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in *Riv. it. dir. lav.*, 4, 2013, 861.

<sup>19</sup> L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Torino 2003, 26 ss; M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.* 1999, 3, 284 ss.; T. TREU, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. comm.* 1988, I, 786; invece R. CARAGNANO, *Modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori in azienda*, in *Dir. rel.ind.*, 2007, 1245, ritiene che non sia certo se l'azionariato dei dipendenti in sé considerato sia ricompreso o meno nell'art. 46 Cost.

Tale emissione avviene sulla base di regole particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. La suddetta norma prevede, infatti, che l'assemblea straordinaria possa deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate, di strumenti finanziari – diversi dalle azioni – ma forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il diritto di voto in assemblea. È inoltre inclusa la possibilità di sancire regole particolari relativamente alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, al trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto<sup>20</sup>.

In questo modo, oltre alla gratificazione concreta dei prestatori di lavoro, si realizza una forma di risparmio e si muovono dei passi verso l'obiettivo di partecipazione del lavoratore in azienda.

Galgano<sup>21</sup> non ha mancato di sottolineare la differenza tra quanto stabilito dal suddetto articolo ed il disposto di cui all'art. 2441 comma 8 c.c., il quale, in caso di aumento di capitale tramite emissione di nuove azioni, consente alla maggioranza di escludere il diritto di opzione dei vecchi azionisti, se tali nuove azioni vengono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o ai dipendenti della società controllata o controllante, stabilendo appunto esso che «*con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate*».

Pure l'art. 2349 c.c., invero, prevede una forma di gratificazione a favore dei lavoratori «*e, al tempo stesso, una forma di risparmio forzato imposto ai prestatori stessi*», mentre in base all'art. 2441 comma 8 c.c. «*i dipendenti sono liberi di sottoscrivere o di non sottoscrivere le azioni loro offerte*»<sup>22</sup>; nel caso in cui scelgano di sottoscriverle, devono però poi eseguire il relativo conferimento in denaro.

Ed infatti l'altra forma di distribuzione di azioni ai prestatori di lavoro è quella delle cd. *stock options*, così come previsto dal citato art. 2441 comma 8 c.c.

Attraverso determinati piani di incentivazione, il datore di lavoro può riservare ad una categoria di dipendenti o a singoli lavoratori (di solito manager), la facoltà di esercitare un'opzione di acquisto di azioni della società ad un prezzo bloccato ed entro una precisa scadenza per l'esercizio di tale opzione (la cd. *stock option*)<sup>23</sup>.

Con questo strumento di *fringe benefi* il datore di lavoro oltre ad incentivare la produttività del dipendente lo fidelizza maggiormente, essendo i lavoratori direttamente interessati e coinvolti all'andamento dell'azienda ed ai suoi risultati<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> V. SALAFIA, *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, 8-9, 2016, 966; L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Torino 2011, 286.

<sup>21</sup> F. GALGANO., *Trattato di diritto civile*, IV, Padova 2010, 296 ss.

<sup>22</sup> ID., 296-297.

<sup>23</sup> Le opzioni possono riguardare la sottoscrizione di titoli già emessi (e quindi già in circolazione) oppure di titoli di nuova emissione (ossia da emettere nell'ambito di aumento di capitale).

<sup>24</sup> L'INPS, con una nota del 12/10/2010 n. 25602 ha avuto modo di chiarire che «in assenza di



Il profitto che ottengono i lavoratori consiste quindi nella differenza tra il prezzo fissato per l'acquisto ed il valore di mercato che le azioni hanno durante la validità dell'opzione. Infatti, in genere, il lavoratore riceve l'offerta di opzioni ad un prezzo di esercizio (il cd. *strike price*) pari od inferiore a quello di mercato, per cui ha l'opportunità di realizzare una plusvalenza se, successivamente a quando gli vengono assegnate le opzioni, il prezzo del titolo supera quello di esercizio.

## 1.6. Conclusioni

Appare chiaro che la tutela del risparmio popolare sia intimamente connessa con la tutela da apprestare ai lavoratori, essendo essi i soggetti che vanno a costituire il risparmio di cui all'art. 47 Cost.

Le persone appartenenti alle categorie economicamente più deboli – quali certamente i lavoratori dipendenti –, oggi come o forse più di prima, hanno sempre maggiore difficoltà non solo a risparmiare, ma anche a scegliere come meglio investire i propri risparmi.

È quindi dovere dello Stato dare attuazione a politiche e normative di incentivazione al risparmio finalizzato all'acquisto della prima casa<sup>25</sup>, del fondo lavorato o di quote azionarie nei grandi complessi produttivi del Paese<sup>26</sup>.

Ciò è possibile sia mediante un continuo adeguamento della retribuzione, sia intervenendo in ambiti che possono apparire meno consueti e che comunque, in modo diretto od indiretto, vadano ad incidere sull'utilizzo economico della ricchezza, allestendo però, per dette categorie di persone, speciali forme di tutela.

Proprio per questo il compito dello Stato non può esaurirsi alla fase della formazione del risparmio, ma deve estendersi anche alla sua fase conservativa, mediante la messa in campo di forme di incentivazione e di rendita che però tengano conto della condizione di debolezza, non solo economica, ma anche culturale, in cui si trova il lavoratore-pensionato, e della conseguente oggettiva difficoltà di queste categorie di soggetti di comprendere gli strumenti, i meccanismi, e soprattutto i rischi, degli innumerevoli strumenti finanziari circolanti nel nostro sistema economico, peraltro sempre più globalizzato.

È quindi possibile intervenire, ad esempio, mediante divieti di vendita a certe categorie di persone di prodotti particolarmente rischiosi, oltre che mediante l'im-

---

una definizione legale di stock option il regime di esenzione possa trovare applicazione non soltanto ai piani che prevedano l'attribuzione di diritti di opzione ma anche a quelli che, in un'ottica di fidelizzazione dei dipendenti, prevedano, nel rispetto delle condizioni stabilite dai piani stessi, un'assegnazione di azioni anche a titolo gratuito».

<sup>25</sup> A. BUCELLI, *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche*, ampiamente in questo Volume.

<sup>26</sup> G. ARIOLLI, *La tutela del risparmio*, in [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it).

plementazione dei poteri di verifica e di intervento in capo agli enti ed ai soggetti ai quali compete il controllo del mercato finanziario in cui confluisce il risparmio popolare, con conseguente aumento delle responsabilità degli operatori e dei controllori.

Non può sfuggire a chiunque, infatti, che il sistema italiano necessita in tal senso di urgenti e rilevanti interventi correttivi, così come tristemente confermato da quanto accaduto con varie banche sparse nel territorio, ove si sono consumate vere e proprie tragedie personali che hanno visto quali vittime sacrificali, soprattutto, se non esclusivamente, lavoratori, piccoli artigiani e pensionati.

Ed ecco perché il problema che ne è scaturito ha assunto ed assume un importante rilievo sociale, che impone agli studiosi – giuristi ed economisti in particolare –, oltre che alle istituzioni, una riflessione profonda su come si possa concretamente intervenire per tutelare questa categoria di risparmiatori, invero la più numerosa e la più importante in termini di raccolta.

Certo è che tale funzione di protezione non può ritenersi assolta mediante tanto inutili quanto ipocriti cosiddetti modelli informativi, materialmente illeggibili per il microscopico formato di scrittura, ancor prima che per l'incomprensibile contenuto delle clausole non modificabili inserite nei cosiddetti contratti per adesione predisposti a proprio uso e consumo dal contraente forte.

Questa difficile situazione può però trasformarsi in una nuova occasione per tutti gli attori sociali.

Da una parte le associazioni sindacali che – con gli strumenti recentemente introdotti hanno visto notevolmente ampliare le proprie funzioni ed il proprio ruolo in un ambito di rinnovata autonomia contrattuale – possono costantemente intervenire per migliorare e comunque per salvaguardare la giusta retribuzione.

Dall'altra le associazioni dei consumatori che – in un ruolo di crescente importanza – possono sollecitare il legislatore ad emanare regole adeguate a tutela del risparmio popolare e che, al contempo, possono stipulare protocolli d'intesa o veri e propri codici di comportamento con le banche più virtuose.

Per dirla con un grande Maestro è il momento del "Ritorno al diritto"<sup>27</sup>.

## Bibliografia

AMATO V., *Il Consiglio di Stato dice "sì" al tfr in busta paga – Il commento*, in *Lav. nella giur.*, 5, 2015, 471;

AMBROSINI S., *L'amministrazione e i controlli nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003;

ARAGIUSTO M., *Anticipazioni del Tfr: diritti e doveri dei lavoratori e del prestatore di lavoro e criteri di scelta tra più richiedenti*, in *Rivista Critica di diritto del lavoro*, Milano 1997;

ARIOLLI G., *La tutela del risparmio*, in <[www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it)>;

ARVEDA G., *Retribuzione: stock option*, in <[www.professionisti.it](http://www.professionisti.it)> del 25/01/2012;

---

<sup>27</sup> P. Grossi, *Ritorno al diritto*, Bari, 2015.

- ATRIPALDI M., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano*, Napoli, 2009;
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost.*, Napoli, 2014;
- BELLAVISTA A., *Il salario minimo legale*, in *Diritto delle Relazioni Industriali*, Milano, 3, 2014;
- BENVENUTO L., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Torino 2011;
- BIAGI M., *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it dir. lav.*, 3, 1999, 283;
- BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Milano 2011;
- BUCELLI A., *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche*, in questo Volume.
- CARAGNANO R., *Modelli di partecipazione finanziaria dei lavoratori in azienda*, in *Dir. rel. sind.* 2007, 1242;
- CERIOLO D., *Tfr, non più a un bivio: adesso c'è la chance monetizzazione*, in *Italia Oggi Sette*, del 12 gennaio 2015, 18;
- CORTI M., *La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l'esperienza comparata*, Milano 2012;
- DE FERRA G., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. delle Soc.*, 6, 2015, 1298;
- DEL PUNTA R., *Diritto del lavoro*, Milano, 2015;
- DI MAIO M., *Legge di bilancio 2017: ecco cosa cambia per le pensioni*, in <www.marcodimaio.info> del 30/11/2016;
- FURLANI F., *Il regime fiscale delle stock option*, in <www.ecnews.it> del 05/04/2016;
- GALANTINO L., *Diritto del lavoro*, Torino, 2005;
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, IV, Padova, 2010;
- GALGANO F., *sub art. 2511*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario compatto al codice civile*, Piacenza, 2012;
- GALGANO F., *sub art. 2512*, in GALGANO F. (a cura di), *Commentario compatto al codice civile*, Piacenza, 2012;
- GALGANO F., *sub art. 2516*, in F. GALGANO (a cura di), *Commentario compatto al codice civile*, Piacenza, 2012;
- GROSSI P., *Ritorno al diritto*, Bari, 2015;
- GUAGLIANONE L., *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Torino 2003;
- IARUSSI D., *Trattamento di fine rapporto: antico istituto ma sempre attuale e... duttile*, in *Arg. dir. lav.*, I, 2015, 249;
- ICHINO P., *La nozione di giusta retribuzione nell'art. 36 della Costituzione*, in *Riv. it. dir. lav.*, Milano, 4, 2010, 719;
- ICHINO P., *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in *Riv. it. dir. lav.* 2013, 4, 861;
- MAGNANI M., *Diritto sindacale*, Torino, 2013;
- MAGNANI P., *Commento all'art. 2409 duodecies*, in GHEZZI F. (a cura di), *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, 2005;
- MANZONETTO P., FOTI G. N., *I consiglieri indipendenti nel sistema di governance dualistico: disciplina ed esperienza applicativa*, in *Riv. dott. comm.*, 3, 2013, 581;
- MARRAFFA V., *L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option?*, Osnago (LC), 2009;
- RICCI G., in WP C.S.D.L.E. "Massimo D'Antona". IT – 163/2012;

- RONDINELLI M., *Il sistema dualistico in Germania e in Italia: il consiglio di gestione*, in *Contratto e Impr.*, 6, 2006, 1520;
- SALAFIA V., *Strumenti finanziari partecipativi*, in *Società* 2016, 8-9, 966;
- SERPIO G., SBARAGLIA G., *Welfare aziendale e premi di produttività*, in *Fisco*, 45, 2016, 4367;
- TREU T., *Rapporti economici*, in *Commentario alla Costituzione*, Bologna, 1979;
- TREU T., *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. comm.*, I, 1988, 785;
- ZANNI M., *TFR in busta paga: modalità di attuazione e profili fiscali*, in *Fisco*, 18, 2015, 1746.

# L'INVESTIMENTO DEL RISPARMIO NELL'IMPRESA AZIONARIA: PROFILI DI DIRITTO SOCIETARIO

*Silvia Turelli*

SOMMARIO: 1.1. Premessa. – 1.2. I profili di intervento del diritto societario per favorire e tutelare l'accesso del risparmio all'investimento azionario: la struttura finanziaria e l'assetto di *corporate governance*. – 1.3. Gli interventi sulla struttura finanziaria: l' "azione di risparmio" dalla l. n. 216/74 al t.u.f. – 1.4. Gli interventi sulla *governance*: la tutela delle "minoranze" nel t.u.f. – 1.5. Gli interventi sulla *governance* e sulla struttura finanziaria: la riforma del diritto societario del 2003. – 1.6. Gli ulteriori interventi sulla *governance*: la "legge a tutela del risparmio" e il d. lgs. n. 27/2010 attuativo della "Direttiva *Shareholders' Rights*". – 1.7. Conclusioni.

## 1.1. *Premessa*

La disposizione contenuta nel secondo comma dell'art. 47 Cost., che incoraggia l'accesso del risparmio al diretto ed indiretto investimento azionario<sup>1</sup>, costituisce lo spunto iniziale di queste mie considerazioni. Uno spunto, tuttavia, "decontestualizzato"<sup>2</sup>, funzionale esclusivamente a precisare l'ambito tematico di questo contributo. Esula quindi dalle mie intenzioni – e ancor prima dalle mie competenze – analizzare ed interpretare il significato che, nello specifico contesto della norma costituzionale, assumono espressioni quali "azionariato popolare"<sup>3</sup> e "grandi com-

---

<sup>1</sup> Ai sensi dell'art. 47, secondo comma, Cost., la Repubblica "favorisce l'accesso del risparmio popolare (...) al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

<sup>2</sup> Per una prospettiva diretta a ricostruire l'impostazione ideologica sottesa alla disposizione del secondo comma dell'art. 47 Cost., v., recentemente, M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014, 148 ss.

<sup>3</sup> Al fine di identificare l'esatta portata della locuzione "azionariato popolare", significativo è quanto affermava Tommaso Zerbi, ispiratore della norma indicata, per il quale "l'azionariato popolare mira (...) a disincagliare il nostro paese dalle onerose ambiguità in cui pencola ormai da un quindicennio fra capitalismo di Stato e capitalismo individualistico, per avviarlo verso un regime di capitalismo che direi popolare, aperto non solo ai lavoratori delle grandi imprese ma a tutti i piccoli risparmiatori, siano essi contadini o pubblici impiegati, liberi professionisti o artigiani" (T. ZERBI, *Capitalismo di*

plici produttivi del paese”<sup>4</sup>, che, chiaramente, riflettono particolari impostazioni ideologiche e scelte di politica economica. Il riferimento all’azionariato” e ai “grandi complessi produttivi del paese” è dunque in questa sede esclusivamente funzionale a delimitare l’oggetto dell’indagine. Più in particolare, tenteremo quindi di verificare come il diritto societario ha favorito ed incentivato l’investimento del risparmio in azioni di (grandi) società e, quindi, più specificamente, in azioni di società quotate in mercati regolamentati italiani.

Pertanto, si deve sottolineare come la prospettiva nella quale sono qui analizzati gli strumenti volti a favorire e tutelare<sup>5</sup> l’investimento del risparmio sia evidentemente una prospettiva parziale. Non vi è dubbio, infatti, che l’obiettivo di incoraggiare l’accesso del risparmio verso l’investimento azionario non possa essere compiutamente realizzato attraverso interventi che incidono esclusivamente sui profili societari, ma necessari a tal fine anche di interventi sui profili che attengono alla disciplina dei mercati finanziari.

### 1.2. *I profili di intervento del diritto societario per favorire e tutelare l’accesso del risparmio all’investimento azionario: la struttura finanziaria e l’assetto di corporate governance*

In astratto, due sono i possibili profili sui quali il diritto societario può intervenire – ed in effetti è intervenuto – per favorire l’accesso del risparmio<sup>6</sup> all’investimento azionario: da un lato, la struttura finanziaria e, dall’altro lato, l’assetto di *corporate governance* della società per azioni. Al fine di attrarre gli investitori e garantirne un’adeguata tutela, il diritto societario può invero incidere sui canali di finanziamento della s.p.a., sia ampliando il numero degli strumenti finanziari offerti, sia rendendone adattabile la disciplina alle diverse esigenze delle varie tipologie di investitori. Per incentivare e tutelare l’investimento in azioni il diritto societario può inoltre anche intervenire sulle regole di governo societario, ovvero sul “sistema con il quale le società sono dirette e controllate” (la c.d. *corporate governance*). Una buona

---

*classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, Milano 1946, 4, citato da M. ATRIPALDI, *op. cit.*, 148, nt. 383).

<sup>4</sup> Per un’analisi, in una prospettiva storica, dell’espressione “grandi complessi produttivi del paese” di cui al secondo comma dell’art. 47 Cost., v. M. ATRIPALDI, *op. cit.*, 146, ove anche ulteriori indicazioni bibliografiche.

<sup>5</sup> I due profili, quello di incentivare l’investimento del risparmio nell’impresa azionaria e quello della tutela del risparmio investito nell’impresa azionaria, sono, evidentemente, strettamente interdipendenti.

<sup>6</sup> Con “risparmio” si intendono qui “le risorse finanziarie non immediatamente consumate e immesse nuovamente nel sistema invece che “tesaurizzate” individualmente” (A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Le fonti del diritto del sistema finanziario: l’ordinamento italiano*, in AA.Vv., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, vol. II, Torino, 2014, 817).

*corporate governance* accresce la fiducia degli investitori sul perseguimento da parte dei gestori dell'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti<sup>7</sup> e può, quindi, rappresentare un utile strumento per aiutare l'*accesso del risparmio all'investimento azionario*<sup>8</sup>.

Lo scopo di questo contributo è allora quello di indicare – in una prospettiva diacronica e per grandi linee, senza quindi alcuna pretesa di esaustività – quali sono stati i principali interventi di diritto societario volti ad incentivare l'investimento del pubblico risparmio in azioni, tentando di fornirne una possibile chiave di lettura.

### 1.3. *Gli interventi sulla struttura finanziaria: l'“azione di risparmio” dalla l. n. 216/74 al t.u.f.*

Nella prospettiva del legislatore del '42 il problema del finanziamento dell'impresa azionaria non aveva certamente un ruolo centrale. Come è stato osservato, prevaleva l'idea che la società già disponesse della dotazione finanziaria adeguata allo svolgimento dell'attività e che, in ogni caso, potesse acquisirla mediante l'autofinanziamento, soprattutto, ricorrendo al canale bancario<sup>9</sup>. A ciò si aggiunga che l'afflusso del risparmio in via diretta verso le imprese ed, in particolare, verso l'investimento

---

<sup>7</sup> Un buon assetto di *corporate governance* dovrebbe infatti assicurare a chi ha investito nel capitale della società che l'investimento fatto non sarà espropriato o depauperato da coloro ai quali la gestione della società è affidata (cfr., *ex multis*, L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide ed opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 493, che rileva come la *governance* sia “l'insieme dei meccanismi istituzionali e di mercato che consentono agli investitori di minimizzare il rischio di perdere i propri investimenti ovvero di non vederne massimizzato il rendimento per l'infedeltà o la negligenza di coloro ai quali i loro fondi vengono affidati.”

<sup>8</sup> Questa prospettiva è sottolineata anche nei *G20/OECD Principles of Corporate Governance* del settembre 2015, disponibile *online* all'indirizzo: [www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm](http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm), 10, laddove si afferma che “*The Principles are developed with an understanding that corporate governance policies have an important role to play in achieving broader economic objectives with respect to investor confidence, capital formation and allocation. (...) Together, the body of corporate governance rules and practices therefore provides a framework that helps to bridge the gap between household savings and investment in the real economy. As a consequence, good corporate governance will reassure shareholders and other stakeholders that their rights are protected and make it possible for corporations to decrease the cost of capital and to facilitate their access to capital market*”.

<sup>9</sup> Per tali considerazioni, U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1087, il quale rileva che anche il ricorso all'emissione di obbligazioni “era valutata – quanto meno nell'impian- to codicistico del '42 – come un evento episodico e tendenzialmente straordinario nella vita sociale, come dimostra la scelta dell'organo competente, nonché la previsione di rigidi limiti all'emissione” (U. TOMBARI, *op. cit.*, 1088). Sul punto v. anche L. STANGHELLINI, *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, 260.

stimento in strumenti finanziari ad alto rischio quali le azioni, non era certamente visto di buon occhio<sup>10</sup>.

Solo in conseguenza dello sviluppo anche in Italia di un mercato di capitali e della relativa regolamentazione, il diritto societario inizia ad occuparsi del problema di come incentivare e facilitare l'accesso del risparmio all'investimento azionario. In seguito ad un lungo dibattito, che coinvolse la migliore dottrina giuscommerzialista dell'epoca<sup>11</sup>, la l. n. 216/1974 introduce quindi nel nostro ordinamento l'azione di risparmio, che può certamente essere considerata uno dei primi interventi normativi specificamente diretti a tutelare l'investimento del risparmio in azioni. L'azione di risparmio viene all'epoca concepita quale specifico strumento a tutela del c.d. "azionista risparmiatore", il quale, diversamente dal c.d. "azionista imprenditore"<sup>12</sup>, non è interessato alla gestione della società, ma esclusivamente alla remunerazione del proprio investimento<sup>13</sup>. Sotto il profilo della disciplina si prevedeva<sup>14</sup> che le azioni di risparmio fossero del tutto prive del diritto di voto<sup>15</sup>, mentre veniva fissato analiticamente il contenuto e la misura del privilegio patrimoniale nell'attribuzione di un dividendo minimo (più una maggiorazione del dividendo rispetto a quello percepito

---

<sup>10</sup> Cfr. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 50, ove anche ulteriori indicazioni bibliografiche, che sottolinea come a lungo nel nostro Paese le scelte, non solo di politica fiscale, siano state protese "a penalizzare l'investimento in capitali di rischio e, più in generale, a contrastare – sia dal lato dei risparmiatori, sia dal lato delle imprese – il rafforzamento di un rapporto diretto fra centri di utilizzazione e centri di formazione del risparmio".

<sup>11</sup> Su tale dibattito ed in particolare sull'opportunità di introdurre le azioni di risparmio, v. M. DE ACUTIS, *op. cit.*, 1 ss. Al riguardo, v. anche: M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003, 11 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *sub art. 145*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini, Gasparri, Torino, 2012, II, 1896 ss.

<sup>12</sup> Con l'introduzione dell'azione di risparmio veniva quindi formalmente riconosciuta a livello legislativo la distinzione, presente nella realtà delle società quotate, tra la categoria dei c.d. "soci imprenditori" interessati alla gestione e quella dei c.d. "soci investitori" o "risparmiatori", non interessati alla gestione della società e conseguentemente neppure ai diritti amministrativi connessi all'azione – tra questi, principalmente al diritto di voto in assemblea – ma esclusivamente al contenuto patrimoniale ed alla redditività del proprio investimento azionario (v. N. ABRIANI, *sub art. 145*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 240).

<sup>13</sup> Nella stessa Relazione sul Progetto della Commissione Reale per la Riforma dei Codici si affermava che nelle società per azioni "una grande massa flottante dei titoli azionari è nelle mani di persone, che non si preoccupano affatto di frequentare le assemblee, che sono azionisti con l'animo di obbligazionisti, e a cui interessa non il diritto di voto, ma solo il diritto al dividendo e la possibilità di realizzare una differenza nelle quotazione e di borsa" (il passo della Relazione è ripreso da M. DE ACUTIS, *op. cit.*, 30 nt.147)

<sup>14</sup> V. artt. 14 e 15 della l. n° 216/1974

<sup>15</sup> La soppressione del diritto di voto era "il riflesso del carattere di azionista razionalmente apatico ed assenteista" (C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 1897). In relazione agli altri diritti amministrativi, l'art. 14, comma quarto, attribuiva alle azioni di risparmio, per quanto non diversamente disposto, gli stessi diritti delle azioni ordinarie.



to dalle azioni ordinarie)<sup>16</sup>. La disciplina del privilegio patrimoniale, sommata alla previsione di una “limitata partecipazione alle perdite” e di una “prelazione in caso di rimborso del capitale, era diretta a “far gravare il rischio della gestione sociale sulle altre categorie di azioni e solo eventualmente sulle azioni di risparmio”<sup>17</sup>.

Sin dalla sua introduzione l’azione di risparmio non riscosse tuttavia sul mercato il successo che era stato ipotizzato<sup>18</sup>. Nel 1998 si assiste perciò ad un tentativo di rivitalizzare l’istituto ad opera del TUF. Il d. lgs. n. 58/1998, non solo opera una riforma del mercato mobiliare, ma, al fine anche di incentivare l’accesso delle società al mercato borsistico, introduce rilevanti modifiche alla disciplina delle società quotate nella specifica prospettiva della “tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza”<sup>19</sup>. In quest’ottica, è modificata anche la disciplina delle azioni di risparmio<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> In relazione al privilegio patrimoniale l’art. 15 stabiliva che “gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legale, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell’azione. Gli utili che residuano dopo l’assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato stabilito nel primo comma, di cui l’assemblea delibera la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al due per cento del valore nominale dell’azione (...)”. Sia il dividendo privilegiato sia la maggiorazione privilegiata erano peraltro da considerarsi misure minime, potendo lo statuto fissare livelli di privilegio più alti. Come osserva M. BIGELLI, *op. cit.*, 12 “i maggiori diritti patrimoniale non si esaurivano, tuttavia, in un maggior diritto agli utili, ma si estendevano anche ad eventi straordinari della vita societaria. In caso di scioglimento della società, agli azionisti di risparmio spettava un diritto di prelazione nel rimborso del capitale per l’intero valore nominale rispetto alle altre categorie di azionisti, mentre, in caso di riduzione del capitale sociale per perdite, il valore nominale delle azioni di risparmio poteva essere ridotto solo per la parte della perdita eccedente il valore nominale complessivo delle altre azioni”.

<sup>17</sup> M. BIGELLI, *op. cit.*, 12 e 13.

<sup>18</sup> Per alcuni dati sulla diffusione delle azioni di risparmio a dieci anni dalla loro introduzione, v. F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, in *Bancaria*, 1984, 965 ss. In relazione allo scarso successo di quest’istituto, cfr. inoltre M. BIGELLI, *op. cit.*, 14, il osserva che, mentre nei primi anni ottanta le azioni sono state emesse a prezzi vicini al loro valore nominale, le emissioni assai più numerose avvenute a metà degli anni 80 sono state invece realizzate con sovrapprezzi assai elevati, con la conseguenza che “poiché sia il dividendo privilegiato che la maggiorazione sono espressi in percentuale del valore nominale, l’emissione di azioni di risparmio con elevato sovrapprezzo ha finito per diluire sensibilmente i privilegi patrimoniali previsti dalla legge istitutiva. Con il passare degli anni è venuto quindi a mancare quell’equilibrio tra la rinuncia al diritto di voto e i privilegi patrimoniali che il legislatore del 1974 aveva cercato di instaurare (...)”.

<sup>19</sup> Tutela del risparmio e delle minoranze costituiscono “i principi ermeneutici di carattere generale che devono presiedere la lettura della nuova regolamentazione” delle azioni di risparmio (M. SEPE, *sub art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 763).

<sup>20</sup> Al riguardo v. anche P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio: “Vingt ans après”*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, P. Ferro -Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 227, per il quale “la reale portata, innanzi tutto economica, delle radicali modificazioni che ha subito tale “strumento finanziario”, ma anche il valore sistematico che credo assuma sostanzialmente la nuova categoria di “azioni”, non può cogliersi se non nel quadro complessivo, assai più ampio, della intera disciplina dell’investimento del risparmio in attività produttive dettata dalla “legge Draghi”.

Sulla base della convinzione che il mancato successo delle azioni di risparmio dovesse imputarsi alla rigidità della disciplina in punto di determinazione dei privilegi patrimoniali<sup>21</sup>, che peraltro si prestava a facili elusioni<sup>22</sup>, vengono eliminati i limiti normativi al privilegio patrimoniale e ne viene rimessa la determinazione all'autonomia statutaria<sup>23</sup>. La disposizione dell'art. 145 TUF si limita quindi a prevedere che "le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale (..)", rinviando all'autonomia statutaria di stabilire "il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio" e "i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio"<sup>24</sup>. Sempre al fine di rivalizzare l'istituto, il TUF rafforza la tutela degli azionisti di risparmio, intervenendo sulla disciplina dell'assemblea speciale e su quella del rappresentante comune.

L'attrattività delle azioni di risparmio non aumenta tuttavia neppure a seguito delle rilevanti modifiche alla disciplina attuate con il TUF<sup>25</sup>. Ed inverso, se si ecce-

---

<sup>21</sup> Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997, 150 ss.

<sup>22</sup> Come rileva M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2015, 142 nt. 5, il privilegio delle azioni di risparmio pari al 5% del valore nominale poteva infatti essere eluso "mediante l'emissione di azioni con sovrapprezzo in modo da diluire l'entità effettiva del privilegio rispetto al prezzo complessivo di emissione".

<sup>23</sup> Cfr. sul punto M. NOTARI, *sub art. 145*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, 1534, per il quale "La fiducia nel funzionamento del meccanismo di mercato – accompagnata dalla prospettiva di uno sviluppo dei mercati di borsa – ha indotto il legislatore a ritenere che il migliore strumento per rendere effettivi ed appetibili i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio fosse quello di affidarne la regolamentazione esclusivamente all'autonomia statutaria". In tal modo l'azione di risparmio diventa "uno strumento tipico dal contenuto patrimoniale atipico" (M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 37. In tal senso v. anche N. ABRIANI, *op. cit.*, 243, il quale rileva che la nuova disciplina trasforma l'azione di risparmio "da figura dotata di una propria tipicità normativa diretta a tutelare gli azionisti risparmiatori a strumento finanziario flessibile, diversamente modellabile dalle società emittenti al fine di attrarre capitale di risparmio."). Nella specifica prospettiva secondo cui la nuova disciplina dell'azione di risparmio può considerarsi "come «modello normativo» degli strumenti «ibridi» rappresentativi di una partecipazione al capitale sociale e ciò in quanto, come evidente, la variegata tipologia di titoli ibridi che può essere emessa in tale «forma» sarà soggetta, per il fatto stesso di assumere i connotati formali dell'azione di risparmio, alla relativa disciplina (..)" U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1073.

<sup>24</sup> Per l'analisi della disciplina delle azioni di risparmio di cui all'art. 145 TUF, si rinvia a P. FERRO-LUZZI, *op. cit.*, 231 e ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 1896 ss.; M. SEPE, *op. cit.*, 760 ss.; M. NOTARI, *op. cit.*, 1532 ss.; R. SANTAGATA, *sub art. 145*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1170 ss.; N. ABRIANI, *sub art. 145*, *cit.*, 243 ss.; recentemente, A. SACCO GINEVRI, voce *Azioni di risparmio*, in *Digesto delle Discipline privatistiche, Sez. commerciale, Aggiornamento \*\*\*\*\**, Milano, 2015, 20; A. ABU AWWAD, *sub art. 145*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa – Portale, II, Giuffrè, 2016, 4140.

<sup>25</sup> Cfr. M. BIGELLI, *op. cit.*, 275 ss.

tua il periodo di relativo successo negli anni ottanta (e dunque a ridosso della loro introduzione), la presenza delle azioni di risparmio sul mercato è costantemente e progressivamente diminuita<sup>26</sup>, in conseguenza anche del diffuso fenomeno della conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie<sup>27</sup>. È ormai un dato evidente, da un lato, che le società emittenti quotate preferiscono strutture finanziarie non estremamente complesse e tendenzialmente rappresentate da una sola categoria di azioni, dall'altro lato, che sono gli stessi investitori, ed in particolare gli investitori istituzionali, a spingere verso strutture societarie “one-share-one vote”<sup>28</sup>.

#### 1.4. *Gli interventi sulla governance: la tutela delle “minoranze” nel t.u.f.*

Nella prospettiva di incentivare l'afflusso del risparmio verso l'investimento azionario, il TUF, nella versione del 1998, si occupa del profilo della *struttura finanziaria* della società per azioni, intervenendo sulla disciplina delle azioni di risparmio allo scopo di “rilanciarle”, mentre dedica parziale attenzione al profilo del governo societario. Il d. lgs n. 58/1998 modifica infatti la disciplina del sistema dei controlli<sup>29</sup>, ma non interviene sul momento centrale della *governance* societaria, ovvero sulla disciplina del consiglio di amministrazione. In considerazione e coerentemente al particolare atteggiarsi dei problemi di *governance*, che caratterizzano sistemi, quale quello italiano, con assetti proprietari concentrati, il TUF si occupa tuttavia del profilo della tutela degli “azionisti di minoranza”. Una “minoranza” che, come è stato ampiamente sottolineato, si identifica, non già con il piccolo azionista disorganizzato, quanto piuttosto con l'azionista titolare di percentuali significative di capitale<sup>30</sup>. Vi è infatti la presa d'atto di un cambiamento sostanziale della realtà economica e

<sup>26</sup> A fine 2014 le società che hanno emesso azioni di risparmio risultano essere solo 22 (CONSOB, *2015 Report on Corporate Governance of Italian listed companies*, 19, disponibile online all'indirizzo: [www.consob.it](http://www.consob.it)).

<sup>27</sup> Nel giugno 2015, è stata realizzata, ad esempio, un'operazione di conversione di tutte le azioni di risparmio in azioni ordinarie da parte di UnipolSai Assicurazioni Spa. Ampio eco sulla stampa ha inoltre avuto la bocciatura da parte dell'assemblea di Telecom Italia nel dicembre del 2015 della proposta di conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

<sup>28</sup> Per tale considerazione cfr. anche M. BIGELLI, *op. cit.*, 275.

<sup>29</sup> V. le modifiche al profilo della composizione, delle funzioni e dei poteri del collegio sindacale delle società quotate. Per un commento a queste novità v., *ex multis*, a F. CORSI, *Il collegio sindacale, in La riforma delle società quotate*, cit., 211 ss.

<sup>30</sup> Cfr., A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze, in La riforma delle società quotate*, cit., 142 ss.; A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485; R. SACCHI, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole, Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, 200; G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di Tombari, Torino, 2008, 16; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, 4, Padova, 2004, 24.

dei diversi attori operanti sul mercato dei capitali e nel sistema delle società quotate. A partire dagli anni '80, accanto alle tradizionali figure dell'azionista imprenditore e dell'azionista risparmiatore, si afferma una nuova tipologia di azionista-investitore: il c.d. "investitore istituzionale"<sup>31</sup>. Raccogliendo il risparmio tra il pubblico, gli investitori istituzionali possono disporre di rilevanti risorse finanziarie da investire nelle società e, pur essendo titolari di quote di minoranza, sono tuttavia in grado di svolgere un ruolo attivo nelle assemblee<sup>32</sup>.

In questo diverso contesto si afferma quindi un nuovo orientamento di politica legislativa, che trova piena espressione nel TUF. Al fine di perseguire l'obiettivo di stimolare e tutelare l'afflusso del risparmio ormai prevalentemente "gestito", si rafforzano gli strumenti di autotutela<sup>33</sup>, tra i quali vi è, per antonomasia, il diritto di voto. L'obiettivo è quello di incentivare così il ruolo attivo delle c.d. "minoranze"<sup>34</sup>.

### 1.5. *Gli interventi sulla governance e sulla struttura finanziaria: la riforma del diritto societario del 2003*

Con la *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative* (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) il legislatore, al fine anche di perseguire l'obiettivo di favorire ed incentivare l'investimento del risparmio – oltre che italiano, straniero – nell'impresa azionaria, interviene sia sul profilo del *sistema di finanziamento*,

---

<sup>31</sup> M. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 937, osservano che a partire dagli anni 50 è presente in ambito internazionale "quel processo di evoluzione che (...) determina la progressiva sostituzione delle forme individuali di investimento azionario diretto con forme di investimento collettivo e quindi una formidabile crescita (per numero e dimensione) delle partecipazioni societarie complessivamente detenute dagli investitori professionali, segnatamente gli istituzionali e fra questi, in particolare, i *mutual funds*." Per un'analisi della presenza e del ruolo in ambito internazionale degli investitori istituzionali, cfr. OECD (2011), *The role of Institutional Investors in promoting good Corporate Governance*, disponibile *online* all'indirizzo: [www.oecd.org](http://www.oecd.org). Secondo quanto emerge dal Rapporto Consob 2015 sulla *corporate governance* delle società quotate italiane (consultabile su [www.consob.it](http://www.consob.it)) a fine 2014 gli investitori istituzionali sono presenti in 94 società (92 nel 2009) con una quota media pari al 7% (6,4% nel 2009).

<sup>32</sup> Gli investitori istituzionali "pur essendo titolari di quote di minoranza, tendono a partecipare alla vita della società; fanno sentire la propria voce dentro e fuori delle assemblee; si pongono talvolta in contrasto con le politiche del gruppo di comando." (M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 144).

<sup>33</sup> Cfr. V. BUONOCORE, *La riforma delle società quotate*, cit., 58, per il quale "sempre più frequentemente i risparmiatori-investitori, o almeno quelli che hanno già spostato l'investimento dal mero deposito bancario ai bot o addirittura alle azioni di società, preferiscono affidarsi alle banche per l'amministrazione dei loro titoli".

<sup>34</sup> Si pensi, ad esempio, alla nuova disciplina in materia di deleghe di voto, alla previsione della legittimazione della minoranza all'esercizio dell'azione sociale – poi estesa a tutte le società dalla riforma del 2003 – alla nuova disciplina della denuncia al collegio sindacale e al tribunale; all'introduzione del voto per corrispondenza.

che su quello della *governance*. La nuova disciplina trova peraltro applicazione, se non diversamente disposto, anche alle società per azioni aperte quotate. Il sistema di finanziamento dell'impresa societaria viene così profondamente ripensato al fine di offrire strumenti che possano rispondere alle esigenze delle diverse tipologie di investitori. La struttura finanziaria della società per azioni è, in particolare, resa flessibile, attraverso una nuova disciplina delle categorie di azioni<sup>35</sup> e delle tipologie di obbligazioni e con l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi. Inoltre, la riforma del 2003 introduce molteplici e rilevanti novità anche sotto il profilo della *governance*, tra queste, una delle principali è senza dubbio rappresentata dalla possibilità di scegliere tra tre diversi sistemi di amministrazione e controllo: il tradizionale, il dualistico ed il monistico. L'obiettivo espresso è quello di favorire investimenti in Italia anche da parte di investitori stranieri, abituati a sistemi organizzativi diversi dal nostro<sup>36</sup>.

#### 1.6. Ancora interventi sulla governance: la "legge a tutela del risparmio" e il d. lgs. n. 27/2010 attuativo della "Direttiva Shareholders' Rights"

A breve distanza dalla riforma del diritto societario e sulla scia degli scandali finanziari che hanno coinvolto il mercato italiano nei primi anni del 2000, la l. n. 262/2005 "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*" interviene nuovamente sui profili di *governance* della società per azioni, con l'obiettivo dichiarato di rafforzare la tutela del risparmio. Si incrementa così la tutela degli investitori attraverso l'introduzione di regole aggiuntive in materia di governo societario, quali, ad esempio, la previsione di membri indipendenti nei consigli di amministrazione (uno o due a seconda della numerosità dell'organo), l'introduzione della figura dell'*amministratore di minoranza* (147-ter, terzo comma, TUF), la previsione, all'interno del sistema dei controlli, della figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili (art. 154 bis TUF), il rafforzamento del controllo di legalità sull'operato della società, conseguente alla modifica dei poteri individuali dei sindaci ex art. 151 TUF e all'aumento dei poteri reattivi del collegio sindacale ai sensi dell' art. 2393, terzo comma, c.c..

Nella prospettiva indicata di stretta correlazione tra interventi sulla *governance* e finalità di incremento e tutela dell'investimento del risparmio in azioni, sembra po-

<sup>35</sup> In relazione agli strumenti azionari, la riforma interviene sia sui confini della fattispecie azionaria, dando la possibilità di introdurre categorie atipiche di azioni, sia introducendo nuove categorie tipiche (azioni "correlate" ai risultati dell'attività sociale in un dato settore, azioni a voto limitato o condizionato senza privilegio patrimoniale, azioni postergate nelle perdite, azioni riscattabili).

<sup>36</sup> Sulle finalità dell'introduzione nel nostro ordinamento dei modelli alternativi di amministrazione e controllo, v. S. ALVARO, D. D'ERAMO, G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2015, 9.

tersi collocare anche il d. lgs. 27/2010 attuativo della direttiva 2007/36 CE<sup>37</sup>, volto a incrementare l'esercizio dei poteri di *voice* dei soci – in particolare degli investitori istituzionali, anche stranieri<sup>38</sup> – con particolare riguardo al diritto di voto<sup>39</sup>, per il quale si rende possibile l'utilizzo delle nuove tecnologie<sup>40</sup>. L'attivismo degli investitori istituzionali, che si realizza con la loro partecipazione all'assemblea, oltre che rappresentare un fattore di miglioramento della *corporate governance*<sup>41</sup>, costituisce un indubbio strumento di tutela dell'investimento.

---

<sup>37</sup> Per un primo esame delle novità introdotte dal d.lgs. n. 27/210 v. P. MONTALENTI, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685.

<sup>38</sup> È noto che una tra le principali novità finalizzate ad accrescere la partecipazione all'assemblea degli investitori istituzionali è la disciplina della *record date*. La novità è stata peraltro fortemente voluta dagli stessi investitori istituzionali in quanto così viene meno il blocco dei titoli durante lo svolgimento dell'assemblea (sul punto v. M. BIANCHI, nel suo intervento all'incontro su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti" tenutosi nell'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2011, pubblicato in *Giur. comm.*, 2011, I, 258). Studi empirici condotti su un campione di società quotate italiane hanno evidenziato che il sensibile incremento della partecipazione degli investitori istituzionali possa essere ascritto proprio all'introduzione della *record date* (S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum* Pietro Abbadessa, 3, Milano, 2014, 883 e *ivi* nt. 6).

<sup>39</sup> In ordine alle diverse possibilità di utilizzazione delle nuove tecnologie per l'esercizio del diritto di voto introdotte a seguito del d.lgs. n.27/2011, mi sia consentito rinviare a S. TURELLI, *Assemblee di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 445 ss. Sul tema, recentemente, cfr. C. SANDEI, *Attivismo degli investitori e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 113 ss.; G.P. LA SALA, *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, 690 ss.

<sup>40</sup> Poiché la possibilità di utilizzo di queste diverse modalità è rimessa allo statuto, non risultano molte le società che hanno deciso di avvalersi di tali possibilità di esercizio del diritto di voto. Tra le società quotate italiane che hanno previsto nello statuto il voto per via telematica, v. Eni e Telecom (nell'assemblea Telecom del 2014 sono stati espressi per via telematica 1,8 milioni di voti a fronte di 2 miliardi di azioni). A livello internazionale, sottolineano l'importanza di facilitare l'uso delle nuove tecnologie per l'esercizio del diritto di voto, *G20/OECD, Principles of Corporate Governance*, del settembre 20015, cit., 24.

<sup>41</sup> Come si evince dal considerando 3 della direttiva 2007/36/CE, "un controllo effettivo (dell'organo di amministrazione o di direzione della società) da parte degli azionisti è una *condizione preliminare per un buon governo societario* e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato". Sul punto v. P. KINDLER, voce *Diritti degli azionisti (diritto dell'Unione europea)*, in *Digesto delle Discipline privatistiche, Sez. commerciale, Aggiornamento \*\*\*\*\**, 2015, Milano, 215. L'*Action Plan* della Commissione europea del 2012, indicando tra le principali linee di intervento il coinvolgimento degli azionisti, afferma che "gli azionisti hanno un ruolo fondamentale da svolgere nella promozione di una migliore *governance*. Assumendo tale ruolo essi agiscono sia nel loro interesse che in quello della società". Sempre nell'*Action Plan* si rileva che "se, ad esempio, la maggior parte degli azionisti rimane passiva, non cerca di interagire con la società e non vota, il funzionamento dell'attuale sistema di governo societario è meno efficiente" (*Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*), disponibile online all'indirizzo: [europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1340\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1340_it.htm), 3 e 9. Per un quadro degli interventi avviati dalla Commissione europea in materia di *corporate governance*, v. S. ALVARO, B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2013, 7 ss.).

## 1.7. Conclusioni

L'analisi, se pur per grandi linee, dell'*iter* degli interventi di diritto societario volti ad incentivare l'investimento del risparmio in azioni mostra come questi abbiano inizialmente riguardato il solo profilo del finanziamento, incidendo sulle "forme" in grado di attrarre maggiormente gli investitori, per spostarsi successivamente anche sui profili inerenti l'assetto di governo societario.

A quest'ultimo riguardo, si può inoltre osservare che, in un contesto in cui il risparmio investito nelle imprese è soprattutto "risparmio gestito" e sempre maggiore è la presenza degli investitori istituzionali, italiani e stranieri, sulla scena del mercato, gli interventi legislativi per stimolare e tutelare l'accesso del risparmio all'investimento azionario in società quotate hanno ad oggetto prevalentemente i profili di *governance*, e mirano, più in particolare, ad incentivare l'esercizio del diritto di voto<sup>42</sup>. Si tratta di una scelta di politica legislativa che, se pur certamente giustificata da un diverso contesto economico, risulta tuttavia opposta a quella che aveva portato all'introduzione e poi alla modifica della disciplina delle azioni di risparmio, ovvero azioni speciali senza diritto di voto<sup>43</sup>.

L'osservazione conclusiva, che emerge dalla successione degli interventi di diritto societario, concernente l'indubbia valorizzazione degli strumenti di autotutela, ed in particolare del diritto di voto, al fine di incentivare l'accesso del risparmio all'investimento azionario, induce tuttavia ad alcune ulteriori riflessioni. Ci si deve infatti chiedere se gli investitori istituzionali abbiano un interesse effettivo all'utilizzo di tali strumenti e, quindi, in particolare a svolgere un ruolo attivo nel governo societario<sup>44</sup>. Dati empirici, relativi sia all'esperienza europea che a quella statunitense, dimostrano come l'attivismo degli investitori istituzionali sia ancora scarso, essendo essi guidati prevalentemente da logiche speculative piuttosto che attente alle strategie d'impresa<sup>45</sup>. Al riguardo, è diffusa la constatazione che gli investitori istituzionali "preferiscono strategie di breve periodo: là dove le prospettive appaiono positive acquistano, laddove il titolo sembra destinato a declinare disinvestono"<sup>46</sup>. Gli investitori istituzionali, insomma, preferiscono "votare con i

---

<sup>42</sup> Si deve peraltro osservare che le disposizioni che hanno introdotto le nuove tecnologie all'interno del procedimento assembleare sono dirette a facilitare il voto dei soci/investitori in generale, quindi, non solo il voto degli investitori istituzionali, ma anche quello dei soci "risparmiatori" *retail*.

<sup>43</sup> Per analoghe considerazioni v. A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 30.

<sup>44</sup> A riguardo v. le interessanti considerazioni di F. DENOZZA e M. LIBERTINI, nei loro interventi all'incontro su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti" tenutosi nell'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2011 cit., rispettivamente 977 e 991.

<sup>45</sup> M. EREDE - G. SANDRELLI, *op. cit.*, 933 ss.

<sup>46</sup> Così, P. MONTALENTI, *op. cit.*, 690. Ed invero, soprattutto nei sistemi a proprietà concentrata, quale quello italiano, gli investitori istituzionali, più che svolgere un ruolo attivo, tendono ad esercitare la c.d. *Wall Street Rule* (per tale osservazione, ID, *op. cit.*, 686. In tal senso v. anche S. ROSSI, *op. cit.*, 882).

pie di”, ovvero esercitare i propri diritti di *exit* piuttosto che esercitare i loro diritti di *voice*.

In questo contesto, sia a livello internazionale<sup>47</sup> che comunitario<sup>48</sup>, parallelamente ad un potenziamento e ad una rivitalizzazione dei diritti di *voice* degli azionisti<sup>49</sup>, si mira anche a rafforzare gli incentivi al perseguimento da parte degli investitori istituzionali di strategie di investimento di *lungo periodo*<sup>50</sup>. Ciò in quanto ritiene che ad un orizzonte temporale più lungo dell'investimento corrisponda un maggiore coinvolgimento degli stessi investitori nella *governance* della società. In questa direzione sembra essersi mosso recentemente anche il nostro legislatore, il quale, con i nuovi istituti della maggiorazione del dividendo e della maggiorazione del voto, ha previsto la possibilità di attribuire, in via statutaria, una sorta di “premio di fedeltà”, sotto il

---

<sup>47</sup> P. MONTALENTI,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 97, sottolinea come a livello internazionale emerga “l'interesse a valorizzare le strategie *long term* degli investitori istituzionali, a rafforzare i diritti degli azionisti, a favorire forme di rapporto più diretto ed attivo tra investitori istituzionali e *management* della società”.

<sup>48</sup> Al riguardo, cfr. la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/34/UE in merito all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della Direttiva 2013/34/UE in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario del 10 aprile 2014, con emendamenti approvati l'8 luglio 2015, disponibile *online* all'indirizzo: [www.europail.it](http://www.europail.it). Sulla Proposta di Direttiva, v. P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, 958 ss.; C. MALBERTI, *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate-Governance*, in *ODC*, 2016, 9 ss.; M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *ODC*, 2016, 1 ss. Per le ulteriori iniziative europee volte a incoraggiare il *long term* nella *governance* societaria, v. C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in *ODC*, 2016, 2. Sul punto cfr. anche P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *ODC*, 2016, 4, il quale rileva che: “il diritto europeo è nettamente orientato non solo verso una prospettiva *long term* ma anche nel senso di una limitazione delle strategie *profit oriented* ad opera degli interessi degli *stakeholders*: una valorizzazione dell'interesse dell'impresa in chiave neo-istituzionalismo debole”.

<sup>49</sup> Tra le scelte dirette a potenziare i diritti di *voice* degli azionisti vi sono non solo gli interventi legislativi volti a facilitare e rendere effettivo l'esercizio del diritto di voto, ma anche gli interventi diretti ad ampliare le competenze dell'assemblea. Come infatti è stato sottolineato anche questi ultimi rappresentano una “tecnica di tutela preventiva dell'interesse patrimoniale degli azionisti alla conservazione e alla remunerazione dell'investimento in funzione dell'obiettivo generale di accrescere l'efficienza della gestione.” (V. PINTO, *sub art.* 2364, in *Le società per azioni* diretto da Abbadesse e Portale, Milano, 842).

<sup>50</sup> La scelta verso strategie di investimento a lungo periodo è indicata dagli stessi investitori nei “Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate” di Assogestioni, laddove si afferma che l'obbligo fiduciario che le Società di gestione hanno nei confronti dei rispettivi Clienti/Investitori “include il vincolo di rispettare la strategia d'investimento con obiettivi di *performance* a lungo termine eventualmente indicata dal Cliente/Investitore ovvero riflessa nelle politiche d'investimento degli organismi di investimento collettivo del risparmio” (ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship*, 2016, 3, disponibile *online* all'indirizzo: [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)).



profilo dei diritti amministrativi (voto maggiorato art. 125 *quinquies* TUF<sup>51</sup>) o sotto il profilo dei diritti patrimoniali (dividendo maggiorato art. 127 *quater* TUF<sup>52</sup>), agli azionisti che detengono le azioni continuativamente per un certo periodo di tempo<sup>53</sup>, premiando così le strategie di lungo periodo degli investitori.

L'attivismo dei soci dovrebbe portare ad un controllo maggiore sull'operato del *management*, con conseguente miglioramento del sistema di *governance* della società e quindi anche maggiore tutela del loro investimento.

Si deve peraltro aggiungere che, quantomeno nell'ambito delle iniziative a livello europeo, la valorizzazione dell'investimento di lungo periodo da parte degli investitori è considerato anche strumentale alla realizzazione di una più efficiente *corporate governance* in quanto indurrebbe il *management* verso scelte strategiche di *long term*. In particolare, la prospettiva di medio-lungo periodo consentirebbe il perseguimento di politiche imprenditoriali e non meramente finanziarie, a tutto vantaggio di una crescita sostenibile nel tempo dell'impresa<sup>54</sup>.

In conclusione, l'adozione di politiche di investimento di medio-lungo periodo dovrebbe, da un lato, condurre ad un maggior controllo da parte degli investitori sul *management*, dall'altro, incidere anche sulle scelte del *management* che verrebbero così ad essere orientate verso prospettive di creazione di valore nel *long term*<sup>55</sup>. Ciò

---

<sup>51</sup> Le azioni con voto maggiorato art. 125 *quinquies* TUF sono state introdotte dal Decreto competitività nel 2014. Il premio è rappresentato da un massimo di due voti per azioni ed è attribuito agli azionisti che detengono le azioni per un periodo continuativo di almeno due anni. Secondo il Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane del dicembre 2015 nei primi sei mesi del 2015 solo 17 imprese hanno modificato lo statuto prevedendo *loyalty shares* (CONSOB, 2015 *Report on Corporate Governance of Italian listed companies*, cit., 20).

<sup>52</sup> La disposizione dell'art. 127 *quater* TUF, introdotta dall'art. 3 del d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, stabilisce che in via statutaria possa essere riconosciuta una maggiorazione del dividendo, che non può essere superiore al 10% del dividendo attribuito alle altre azioni, agli azionisti che possiedono i titoli per un periodo continuativo indicato nello statuto e comunque non inferiore ad un anno. Il beneficio è inoltre ottenibile solo per le azioni che rappresentano complessivamente la partecipazione massima dello 0,5 per cento del capitale sociale o la minore percentuale indicata nello statuto.

<sup>53</sup> Per quanto riguarda il requisito della "stabilità" dell'investimento richiesto dai due istituti come condizione per ottenere il "premio fedeltà", v. U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, 306

<sup>54</sup> V. *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica a favore degli azionisti più impegnati e società sostenibili* (12 dicembre 2012), cit., 3 ss. ed anche la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio della Direttiva 2007/34/UE in merito all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della Direttiva 2013/34/UE in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario*, cit.

<sup>55</sup> Cfr. La "creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo" è indicato quale obiettivo prioritario degli amministratori nell'art. 1. P. 2. del Codice di Autodisciplina italiano (versione del luglio 2015). La tendenza ad incentivare una visione di "lungo termine" è presente anche in altre esperienze, v. *The UK Corporate Governance Code (april 2016)*, 5, disponibile online all'indirizzo: [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk), per il quale "Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the long-term success of the company".

avrebbe ricadute positive non solo per gli azionisti, ma anche, più in generale, per la crescita “sostenibile” dell'impresa.

Tuttavia, se la prima delle conclusioni è stata messa in dubbio da chi ha osservato, anche sulla base di talune evidenze empiriche, che è proprio agli investitori con strategie di investimento a breve termine, quali ad esempio gli *Hedge Fund*, che si devono attribuire le “uniche forme non episodiche di attivismo realizzate finora con successo”<sup>56</sup>, anche la seconda affermazione suscita alcune perplessità. Ci si chiede infatti se e fino a che punto l'orizzonte temporale dell'investimento possa rappresentare la variabile determinante per la scelta da parte del *management* di politiche a *lungo termine* a vantaggio non solo degli azionisti, ma anche di una crescita “sostenibile” dell'impresa.

## Bibliografia

- ABRIANI N., *sub art.* 145, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 240. ABU AWWAD A., *sub art.* 145, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa-Portale, t. II, Milano, 2016, 4140.
- ALVARO S.-D'ERAMO D.-GASPARRI G., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2015.
- ALVARO S.-LUPINI B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2013;
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997.
- ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship*, 2016, <www.assogestioni.it>.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014.
- BIANCHI M., Intervento all'incontro su “Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti” tenutosi nell'Università degli Studi “La Sapienza” il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 257.
- BIGELLI M., *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2015, 139.
- CESARINI F., *Le azioni di risparmio: la prassi*, in *Bancaria*, 1984, 965.

---

<sup>56</sup> M. EREDE - G. SANDRELLI, *op. cit.*, 982, i quali suggeriscono quindi “l'opportunità di esaminare la propensione allo *shareholder engagement* in relazione alla struttura ed alla *governance* degli investitori stessi piuttosto che al loro orizzonte temporale.” (933 e 934). Sugli effetti dell'attivismo degli *Hedge Fund*, cfr. J.C. COFFEE JR. e D. PALIA (2016), *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Annals of Corporate Governance*, v. 1, n° 1, 4 ss. Assai interessanti le considerazioni degli Autori laddove, prendendo spunto proprio dai dati empirici sull'attivismo degli *Hedge Fund*, esprimono dubbi “*about a novel form of shareholder democracy that enables a temporary majority to take irrevocable action*”, osservando che “*the case for strengthening shareholder power on the premise that any such shift will always enhance economic efficiency is far from self-evident.*” (93).

- COFFEE JR. J.C.-PALIA D., *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *Annals of Corporate Governance*, v. 1, n. 1, 2016.
- CONSOB, *2015 Report on Corporate Governance of Italian listed companies*, 19, in <www.consob.it>. DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DENOZZA F., intervento all'incontro su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti" tenutosi nell'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 976.
- ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide ed opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 493.
- EREDE M.-SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931.
- FERRO-LUZZI P., *Le azioni di risparmio; "Vingt ans après"*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 227.
- G20/OECD *Principles of Corporate Governance* del settembre 2015, in <www.oecd.org>.
- GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in *ODC*, 2016. GIAMPAOLINO C.F., *sub art. 145*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, II, 1896.
- KINDLER P., *Diritti degli azionisti (diritto dell'Unione europea)*, in *Digesto delle Disciplina privatistiche, Sez. commerciale, Aggiornamento \*\*\*\*\**, 2015, 215.
- M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LA SALA G.P., *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, 690.
- LIBERTINI M., intervento all'incontro su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti" tenutosi nell'Università degli Studi "La Sapienza" il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 990.
- MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485.
- MALBERTI C., *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate-Governance*, in *ODC*, 2016.
- M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *ODC*, 2016.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, 4, Padova, 2004.
- MONTALENTI P., *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685.
- MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *ODC*, 2016.
- NOTARI M., *sub art. 145*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, 1532.
- OECD, *The role of Institutional Investors in promoting good Corporate Governance*, 2011, <www.oecd.org>.
- PINTO V., *sub art. 2364*, in *Le società per azioni* diretto da Abbadessa e Portale, Milano, 837.
- PORTALE G.B., *La società quotata nelle recenti riforme*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di Tombari, Torino, 2008, 1.

- ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum* Pietro Abbadessa, 3, Milano, 2014, 879.
- SACCHI R., *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole, Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, 183.
- SACCO GINEVRI A., voce *Azioni di risparmio*, in *Digesto delle Discipline privatistiche, Sez. commerciale, Aggiornamento \*\*\*\*\**, Milano, 2015, 20.
- SANDEI C., *Attivismo degli investitori e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016.
- SANTAGATA R., *sub art. 145*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1170.
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Le fonti del diritto del sistema finanziario: l'ordinamento italiano*, in AA.Vv., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, vol. II, Torino, 2014.
- SEPE M., *sub art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria* a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 760.
- STANGHELLINI L., *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, 257.
- TOMBARI U., *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio- lungo termine?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 303.
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082.
- TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062.
- TURELLI S., *Assemblee di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 445.
- ZERBI T., *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, Milano, 1946.

# L'EXIT DEI RISPARMIATORI-AZIONISTI DALLE BANCHE COOPERATIVE TRA TUTELA DEL RISPARMIO E STABILITÀ DEL SISTEMA BANCARIO

*Felice Maurizio D'Ettore*

SOMMARIO: 1.1. Premessa: la rilevanza del quadro di diritto dell'UE nella definizione delle regole di vigilanza del sistema bancario nazionale e del suo assetto. – 1.1.1. Il rimborso delle azioni ex art. 2526 c.c. nelle banche di credito cooperativo. – 1.2. L'orientamento giurisprudenziale - civile ed amministrativo - alla prova della legittimità costituzionale dell'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. e della tenuta del "principio di ragionevolezza". – 1.3. Sull'exit del risparmiatore-azionista per trasformazione della banca cooperativa: brevi considerazioni in punto di metodo e di interpretazione giuridica. Conclusioni.

## 1.1. *Premessa: la rilevanza del quadro di diritto dell'UE nella definizione delle regole di vigilanza del sistema bancario nazionale e del suo assetto*

Il tema dell'esercizio del diritto di recesso degli azionisti delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo risulta emblematico, in particolare, per il tentativo di insinuazione nell'ordinamento interno di un mutato orientamento attuativo dell'art. 47 Cost. in ossequio alle disposizioni legislative europee in materia bancaria. Mutato orientamento che si è manifestato tramite l'emergere di una distonia dei pubblici poteri in ragione di una dualità istituzionale che, a differenza di quanto accaduto in passato, oggi, *rebus sic stantibus*, non appare più ricomponibile<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Si cfr. la nota 1 del contributo di M. CARLIZZI, *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in Riv. dir. comm., 1, 2016, 44 nella quale si cita Ferri - G. FERRI, *Considerazioni preliminari sull'impresa bancaria*, in Banca, borsa, tit. cred., I, 1969, 333 – che osservava come «socialmente il risparmio non rileva in sé per sé ma rileva nel suo collegamento con investimenti in attività produttive» e che la «tutela del risparmio è appunto garanzia che il risparmio possa continuare ad adempiere alla sua funzione individuale nonostante che esso sia investito in attività produttive», essendo dunque il punto di equilibrio quello di consentire al risparmio di adempiere alla sua funzione sociale senza che ne rimanga compromessa la funzione individuale. Nelle banche popolari, tuttavia, «la società cooperativa si presenta come mera forma organizzativa, tanto che si può dire che esse vivono ai margini o all'esterno del fenomeno della cooperazione nel credito e che, conseguentemente, esse non sono tutelate in senso forte dall'articolo 45 della Costituzione, non potendo la norma riferirsi ad ambiti organizzativi nei quali la forma cooperativa è mero schermo della natura sostanzialmente lucrativa dell'impresa» (in questi termini la Relazione al Disegno di conversione in legge del d.l. 3/2015).

Quanto qui sostenuto necessita, evidentemente, di una breve premessa chiarificatrice.

In questo quadro, anche la giurisprudenza italiana, come sarà oggetto di specifico approfondimento, tende a fornire una sistemazione della materia in relazione a soluzioni pratiche fondate sull'applicazione di principi, anche costituzionali, estrapolati da una tavola di valori suscettibili di interpretazione nell'ambito della specialità dei casi concreti e nell'ottica privatistica<sup>2</sup>. Non si rinviene in questo percorso giurisprudenziale una naturale attenzione verso l'inquadramento sistematico del diritto privato interno rispetto alla sua permeabilità nel contesto della disciplina di derivazione extra-ordinamentale, in particolare, con riferimento all'esperienza comunitaria ed alla maturazione del diritto europeo vivente anche all'interno di procedure interpretative tipiche dell'applicazione generale della regolazione legislativa nazionale. In altri termini, la mediazione legislativa a fini attuativi del diritto europeo si scontra, in questo particolare momento storico, con l'esigenza preliminare di riconoscere l'esistenza di un "vincolo interno" alla normativa nazionale che trova fonte nell'ambito di principi ed orientamenti valoriali del sistema giuridico europeo.

Prova ne è che la questione in esame prende a dipanarsi dal momento in cui, prima con il recepimento nell'ordinamento interno della direttiva CRD IV<sup>3</sup> e, poi, in attuazione del regolamento CRR<sup>4</sup>, viene introdotto nel Testo Unico Bancario (d'ora in poi brevemente t.u.b.) l'art. 28, comma 2-ter<sup>5</sup>. È utile ricordare, a tal proposito, che la direttiva CRD IV e il regolamento CRR definiscono il quadro giuridico "armonizzato" di vigilanza delle banche accogliendo i contenuti del terzo accordo di Basilea sul capitale e completando il quadro normativo che ha introdotto, negli ordinamenti degli Stati Membri aderenti all'Unione bancaria, il principio del c.d. "bail-in". Nelle *Disposizioni di vigilanza per le banche* della Banca d'Italia si legge al capitolo IV – relativo alle *Banche in forma cooperativa* – che «le previsioni concernenti le limitazioni del rimborso delle azioni e degli altri strumenti di capitale emessi dalle banche costituite in forma cooperativa» sono finalizzate «allo scopo di

---

<sup>2</sup> Per un approfondimento del tema si rinvia al recente contributo di G. VETTORI, *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto privato europeo*, in *Jus Civile*, 2, 2017, 133 e ss.

<sup>3</sup> Dir. 2013/36/UE.

<sup>4</sup> Reg. 2013/575/UE (come integrato dal Reg. delegato UE n. 241/2014 della Commissione del 7 gennaio 2014).

<sup>5</sup> Nella sua prima versione, tale norma viene introdotta con il d.l. 3/2015 che nel preambolo fa riferimento alla necessità di adeguare il sistema bancario italiano agli indirizzi europei. Come osserva Mazzamuto «il preambolo non fa menzione di quali siano "gli indirizzi europei" giacché ben diverso sarebbe stato un vero e proprio obbligo di tipo unitario-europeo da una non meglio precisata indicazione proveniente da un altrettanto imprecisato mittente: è quanto mai esplicito il rischio di invocare l'Europa per giustificare scelte politiche che hanno, invece, come unico responsabile il legislatore nazionale»: S. MAZZAMUTO, *La riforma delle banche popolari e l'Europa come pretesto*, in *Ianus*, 13, 2016, 10 anche in *Europa e dir. priv.*, 2016, 1 ss. Cfr. anche M. IRRERA-I. POLLASTRO, *La riforma annunciata delle banche popolari*, in *Nuovo dir. soc.*, 20, 2015, 8; P. ABBADESSA, *L'amministrazione delle società bancarie secondo il sistema tradizionale*, in V. Di Cataldo (a cura di), *La governance delle società bancarie*, Milano, 2014.

assicurarne la conformità ai requisiti degli strumenti di capitale primario di classe 1 previsti dal CRR e dalle relative norme tecniche di attuazione. Tali disposizioni sono dettate in attuazione di specifiche potestà regolamentari attribuite alla Banca d'Italia dal t.u.b., *anche in deroga alle previsioni dettate dal codice civile per le società cooperative*. La determinazione dei tempi e della misura del rimborso spetta, in primo luogo, ai competenti organi aziendali, che devono valutare sotto la propria responsabilità la compatibilità del rimborso con le condizioni di sana e prudente gestione, in conformità dei criteri stabiliti dalle presenti disposizioni». Ancora, alla Sezione III delle *Disposizioni di vigilanza* appena richiamate si legge: «Lo statuto della banca popolare e della banca di credito cooperativo attribuisce all'organo con funzione di supervisione strategica, su proposta dell'organo con funzione di gestione, sentito l'organo con funzione di controllo, *la facoltà di limitare o rinviare, in tutto o in parte e senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni e degli altri strumenti di capitale del socio uscente per recesso* (anche in caso di trasformazione), esclusione o morte, secondo quanto previsto dalla disciplina prudenziale applicabile. Tale facoltà è attribuita, ai sensi dell'articolo 28, comma 2-ter, t.u.b. *anche in deroga alle disposizioni del codice civile in materia e ad altre norme di legge*». Dalla lettura di tali *Disposizioni di vigilanza* emergono una serie di profili meritevoli di approfondimento anche alla luce dell'ordinanza con la quale il Consiglio di Stato ha rimesso alla Corte costituzionale la questione di legittimità costituzionale del novellato art. 28, comma 2-ter, t.u.b.<sup>6</sup>

#### 1.1.1. *Il rimborso delle azioni ex art. 2526 c.c. nelle banche di credito cooperativo*

Altro aspetto significativo e, in qualche misura, di utilità anche ai fini degli effetti sulla tutela degli azionisti-risparmiatori oggetto di questo scritto, è dato dal novellato art. 150-ter t.u.b. recante disposizioni in tema di partecipazione alle banche di credito cooperativo. La legge n. 49/2016, di conversione del d.l. n. 18/2016, ha infatti apportato rilevanti modifiche a tale norma del t.u.b., in particolare, laddove, in linea con quanto disposto dall'art. 28, comma 2-ter, t.u.b., stabilisce le modalità attraverso le quali i sottoscrittori delle azioni di finanziamento possano chiedere il rimborso del valore nominale delle azioni e, ove versato, del sovrapprezzo, limitando, anche in questo caso, l'esercizio di tale diritto alla situazione di liquidità, finanziaria e patrimoniale attuale e prospettica della banca di credito cooperativo nonché condizionando l'efficacia della delibera adottata dall'organo amministrativo della banca alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia<sup>7</sup>.

Sia l'art. 28, comma 2-ter, sia l'art. 150-ter, t.u.b., risultano emblematici, ognuno per il proprio profilo di effettività, dell'indirizzo perpetrato dalla Banca d'Italia, in

<sup>6</sup> Cons. Stato, Sez. VI, 15/12/2016, n. 5277, in Banca, borsa, tit. cred., 2017, 2, 168, con nota di G. ROMANO, *Trasformazione di banca popolare, recesso e limiti al rimborso delle azioni: il d.l. n. 3/2015 di fronte alla giustizia civile, amministrativa e costituzionale*.

<sup>7</sup> Art. 150-ter, comma quarto, t.u.b.

funzione dell'evoluzione della normativa bancaria europea, finalizzato a favorire il modello sociale di esercizio dell'attività bancaria nella forma per azioni piuttosto che in quella cooperativa a responsabilità limitata per azioni<sup>8</sup>. Nella prima forma è, infatti, favorita la contendibilità del controllo attraverso la quotazione delle azioni sia su mercati regolamentati che su quelli non regolamentati. Dunque, la disciplina della circolazione di tali titoli di credito è, in questi casi, quella prevista nel Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (brevemente, t.u.f.) essendo tali titoli azionari inquadrabili tra gli strumenti finanziari. Tale aspetto è evidentemente estraneo a quelle che verrebbe da definire come «realità bancarie residuali» fondate sul principio della mutualità prevalente e, in quanto tali, figlie di un sistema di mercato distinto, almeno sotto il profilo formale, da quello destinato alle banche di maggiore dimensione. Il tenore letterale del comma 2-ter dell'art. 28 del t.u.b., con la quale si è realizzata la "moral suasion" alla concentrazione del sistema bancario nazionale, come è stato acutamente e correttamente osservato<sup>9</sup>, è conseguenza della motivazione in funzione della quale si è prevista la limitazione all'esercizio di diritto di recesso – cito testualmente – "anche a seguito di trasformazione".

Appare evidente la diversa configurazione e portata normativa delle due disposizioni esaminate. Nonostante le eterogenee posizioni della dottrina più recente<sup>10</sup>, tramite il richiamo all'art. 2526 c.c., ha trovato, del resto, ampia applicazione la regolazione prettamente civilistica nell'ambito delle cooperative non bancarie alle quali si applicano le norme sulla società a responsabilità limitata. In questo contesto, i possessori degli strumenti offerti in sottoscrizione sono privi di diritti di amministrazione (art. 2526 c.c., ult. comma) e assumono la veste di investitori qualificati non partecipando allo scopo mutualistico ma avendo di mira un conveniente strumento economico volto, tramite conferimenti destinati, alla costituzione di fondi per lo sviluppo tecnologico o per la ristrutturazione ed il potenziamento della struttura aziendale<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 9.

<sup>9</sup> Si v., a tal proposito, A. URBANI, *Brevi considerazioni in tema di scioglimento del rapporto sociale limitatamente al singolo socio nella riforma della disciplina delle banche popolari*, in *Ricerche giuridiche*, 4, 1, 2015, 27 ss.

<sup>10</sup> Si rinvia all'esautiva e completa nota 41 a pag. 319 del contributo di F. BARACHINI, *Il problema della partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa* in AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2017, 298 ss.

<sup>11</sup> «La nuova versione dell'art. 150-bis del t.u.b. non indica più né l'art. 2526 né l'art. 2346, sesto comma, c.c., come norme non applicabili alle banche popolari. Questo significa che le banche popolari potranno prevedere l'emissione di strumenti finanziari secondo le regole previste dall'art. 2526 e, in particolare, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, sesto comma», ASSONIME, Circolare n. 32 del 24 novembre 2015, *La riforma delle banche popolari*, in *Riv. notar.*, 5, 2015, 1120. Non vi sono limiti, in questo quadro, all'investimento, ma per evitare che la presenza di finanziatori possa snaturare la natura mutualistica della società sono previsti, per l'appunto, correttivi e contenimenti come quelli dettati anche dall'ultimo comma della disposizione in esame, cfr. M. CAVANNA, *Le società cooperative*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2009, 1296; G. BONFANTE, *La società cooperativa*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, Padova, 2014, 236; U. TOMBARI-E. MUGNAI,



Diversa finalità ed ambito di applicazione occorre riconoscere alla speciale identità della fattispecie di cui all'art. 28, comma 2-ter, t.u.b., laddove tale norma fa riferimento esclusivo alla partecipazione societaria nella banca cooperativa, con ogni conseguenza sul piano effettuale, in particolare quando detta partecipazione è detenuta da piccoli risparmiatori o, nel caso di banche quotate, da clienti al dettaglio che hanno investito il loro risparmio canalizzandolo nello strumento finanziario dell'azione di banca cooperativa<sup>12</sup>.

### 1.2. *L'orientamento giurisprudenziale - civile ed amministrativo - alla prova della legittimità costituzionale dell'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. e della tenuta del "principio di ragionevolezza"*

Sul piano squisitamente applicativo è senz'altro questionabile, sotto un profilo di legittimità, il porre una limitazione all'esercizio del diritto di recesso in caso di morte

---

*Artt. 29-30*, in AA.VV., *Testo unico bancario - Commentario*, Milano, 2010, 292; in senso critico, sulla figura del socio sovventore e, più in generale, in merito all'emissione di strumenti finanziari con diritti amministrativi, si v. A. SARTORE, *Note minime sull'ammissibilità della previsione statutaria della presenza di soci sovventori nelle cooperative cui si applichino le norme sulle s.r.l.*, in Riv. notar., 2, 2005, 404; G. RACUGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in Banca, borsa, tit. cred., I, 2004, 575. In ogni caso, proprio con riguardo alle società cooperative, l'insorgenza del diritto del socio alla quota di liquidazione e del relativo credito «si verifica soltanto in presenza di una causa di scioglimento del rapporto sociale, anteriormente vantando tale soggetto esclusivamente una "mera aspettativa" legata all'eventualità che, all'atto del verificarsi di detta causa, il patrimonio della società abbia una consistenza tale da permettere l'attribuzione pro quota di valori proporzionali alla sua partecipazione»: Cass. civ., Sez. I, 07/07/2008, n. 18599, Mass. Giust. civ., 7-8, 2008, 1103; in senso conforme cfr. Cass. 23/10/2006, in Giur. it., 2007, 113. In argomento, per ulteriori riferimenti, v. anche M. SAGLIOCCA, *Il "nuovo" diritto di recesso nella trasformazione di Banche Popolari in società azionarie*, in Riv. notar., 5, 2015, 939.

<sup>12</sup> Come osserva F. DI CIOMMO, *La riforma delle banche popolari*, in Foro it., 4, 2015: «(...) per il momento, il nostro legislatore nazionale sembra aver inserito il principio del "bail-in" solo riguardo alle banche popolari, con ciò determinando un altro importante profilo distintivo di queste rispetto alle altre banche che operano in Italia, laddove invece il principio, se ritenuto meritevole, ha, come evidente, una valenza tale per cui dovrebbe essere reso oggetto di una norma di carattere generale applicabile a ogni tipo di banca». Sul tema più generale delle ragioni del mutualismo e della dubbia natura del modello normativo italiano delle banche popolari, si veda – da ultimo – in particolare: F. SALERNO, *La mutualità delle (restanti) banche popolari dopo il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3*, in Banca, borsa, tit. cred., 6, 2016, 704. In merito alla riaffermazione, in questo contesto, di penetranti poteri di vigilanza riconducibili al quadro applicativo dell'art. 47 Cost. si veda, nella giurisprudenza amministrativa, anche TAR Lazio, Sez. II, 07/01/2017, n. 165: «Gli atti posti in essere dalla Banca d'Italia nell'attività di vigilanza costituiscono esplicitazione di potere amministrativo caratterizzato da discrezionalità tecnica, volto alla tutela dei risparmiatori e, dunque, delle garanzie che devono assistere l'attività di raccolta del risparmio e di erogazione del credito, di affidabilità complessiva del sistema bancario e, in particolare, di ogni singolo istituto. Ciò, innanzi tutto, in concreta esplicitazione di attività volta alla tutela dei valori di promozione e tutela del risparmio, nonché di esercizio dell'attività creditizia, contemplati e garantiti dall'art. 47 Cost.»; cfr. anche Banca d'Italia, *Documento per la consultazione delle Disposizioni di vigilanza Banche popolari*, Aprile 2015, 3.

o di esclusione del socio, e mettere tali fatti sullo stesso piano di un'azione volontaria del socio in caso di trasformazione societaria. La disamina della giurisprudenza di merito e di legittimità sembra dare conferma, quanto meno, di una non immediata infondatezza di tali profili di dubbia accoglibilità. Emblematiche, a tal proposito, risultano le decisioni adottate, nei rispettivi primi gradi di giudizio, dal giudice ordinario e dal giudice amministrativo. Il primo, ovvero il Tribunale di Napoli, infatti, ha definito un ricorso cautelare promosso da numerosi soci di Banca popolare Sviluppo s.p.a. *medio tempore* divenuta Banca Regionale di Sviluppo s.p.a., incentrando il proprio giudizio di nullità della clausola statutaria introdotta da una banca popolare sull'art. 2437, comma sesto, c.c.<sup>13</sup> e censurando la controversa disposizione (art. 28, co. 2-ter) anche in relazione agli articoli 42 e 47 Cost.<sup>14</sup> Il secondo, vale a dire la terza sezione del TAR Lazio, invece, nel pronunciarsi su una richiesta di annullamento, tra le altre, delle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia che disciplinano «*il rimborso degli strumenti di capitale al socio che ha esercitato il recesso dalla società dopo la trasformazione della Popolare in s.p.a.*», nel respingere le pretese dei ricorrenti, muove dalla constatazione che le modalità della limitazione non vengono lasciate alla libera determinazione della Banca d'Italia «*ma rispondono a specifici parametri*<sup>15</sup> *desumibili dal diritto comunitar-*

---

<sup>13</sup> Trib. Napoli, Sez. spec. impresa 24 marzo 2016, in Banca, borsa, tit. cred., 2017, 2, 173: «È nulla la clausola dello statuto di una banca popolare che ammette la possibilità per il consiglio di amministrazione di limitare o rinviare, in tutto o in parte, senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni del socio uscente per recesso (anche in caso di trasformazione)».

<sup>14</sup> Per un commento a tale sentenza si v. M.V. ZAMMITTI, *La riduzione di capitale e il diritto al rimborso del socio recedente di banca di credito cooperativo alla luce del d.l. 24 gennaio 2015*, 3, in Giust. Civile.com, 14 settembre 2016, 1 ss.

<sup>15</sup> Tar Lazio, Sez. III, sent. n. 6540, n. 6544 e n. 6548 del 7 giugno 2016, in Giur. comm., 1, 2017, 86, con nota di F. SALERNO, *La dibattuta costituzionalità della riforma delle banche popolari*. Il Tar Lazio, Sez. III, con la sentenza n. 6548/2016 ha ritenuto in particolare manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale per violazione dell'art. 23 Cost. da parte dell'art. 1, d.l. 3/2015, nella parte in cui, introducendo l'art. 28, comma 2-ter, t.u.b., ha attribuito poteri regolamentari alla Banca d'Italia per la disciplina della limitazione del diritto dei soci di banche popolari al rimborso delle azioni nel caso di recesso, anche a seguito di trasformazione. A tale proposito, la limitazione "estrema" del diritto di rimborso "in tutto e senza limiti di tempo" potrebbe forse «risultare compatibile con il mantenimento da parte del socio della titolarità delle azioni, nel senso cioè che, una volta esercitato il diritto di recesso e conclusosi infruttuosamente il procedimento di liquidazione, dovrebbe essere ragionevole ritenere che le azioni, rimaste inoperte e invendute, vadano restituite ai soci recedenti (in tal senso essendosi non a caso orientate le operazioni di trasformazione di banche popolari ad oggi poste in essere con esclusione del diritto di rimborso). I soci, in altre parole, non otterrebbero il valore delle azioni ma ne manterrebbero la titolarità, rimanendo così tra l'altro nella condizione anche se magari solo teorica, in particolare nel caso di titoli non quotati di alienarle sul mercato», F. SALERNO, *La dibattuta costituzionalità della riforma delle banche popolari*, cit., 106. Si osserva, tuttavia, che se la tesi della "limitazione" ex art. 28, comma 2-ter, t.u.b. intesa «quale mera condizione d'efficacia del diritto alla liquidazione delle azioni, può apparire capace, rispetto alla soluzione estrema — e senz'altro contraria a Costituzione — dell'annullamento dei titoli residui, di evitare che la vicenda si risolva in una definitiva perdita di valore per il recedente e, di converso, in un'indebita locupletazione dei soci superstiti, essa non appare, per contro, in grado di recuperare

io», laddove l'art. 10 del Regolamento delegato della Commissione UE/241/2014, al paragrafo 2, prevede, innanzitutto, le modalità con cui la detta limitazione può essere operata<sup>16</sup>. Anche il giudice ordinario, nel secondo pronunciamento in merito del Tribunale di Napoli ha ritenuto che la delibera con la quale l'assemblea di una banca popolare inserisca in statuto una clausola limitativa del diritto di esercizio del recesso del socio, laddove ciò sia necessario ad assicurare la computabilità delle azioni nel patrimonio di vigilanza di qualità primaria della banca, costituisce un mero e dovuto adeguamento al nuovo art. 28, comma 2-ter, del t.u.b. ed alle norme secondarie che vi hanno dato attuazione secondo le modalità stabilite nella Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia del tutto conformi ai Regolamenti comunitari relativi ai «requisiti prudenziali» per gli enti creditizi<sup>17</sup>. Pur tuttavia, anche tramite la citata ordinanza del 1° agosto, il Tribunale di Napoli ha condiviso le medesime conclusioni in ordine agli effetti di tale limitazione all'esercizio del diritto di recesso in quanto potenzialmente capaci di sterilizzare il diritto di proprietà e costituire una *violazione degli articoli 42 e 47 Cost.* Il Consiglio di Stato, chiamato a pronunciarsi sui ricorsi alle già menzionate decisioni del TAR Lazio, ha sollevato questione di legittimità costituzionale sia in relazione alla già più volte sopra richiamata disciplina novellata del t.u.b. sia, in via derivata, della normativa secondaria di vigilanza emanata dalla Banca d'Italia<sup>18</sup>.

---

interamente all'istituto del recesso quell'altra funzione di diritto al disinvestimento che normalmente esso spiega; e v'è da attendersi, anzi, che essa, offrendo alla maggioranza una più pronta soluzione per chiudere la partita, verrà sistematicamente preferita alla ben più problematica alternativa del "rinvio", offrendo la prospettiva — indipendentemente, a ben vedere, dal carattere "forzato" o "volontario" della trasformazione della popolare — di una prosecuzione dell'attività per il futuro non intralciata dai "costi" di rimborsi, a questo punto, non più pendenti», G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative) tra diritto societario, regole europee di capital maintenance e "principio" del bail-in*, in Riv. dir. soc., 1, 2017, 1 ss. Cfr. altresì, con riguardo al diritto al rimborso degli altri strumenti di capitale, secondo le Disposizioni di vigilanza, ed alla limitazione che si riferisce a quegli strumenti finanziari emessi dalla banca popolare ai sensi dell'art. 2526 c.c., le Disposizioni di vigilanza per le banche, parte III, capitolo 4, sezione I, definizioni.

<sup>16</sup>Cfr. C. FIENGO, *Il riassetto della disciplina delle banche popolari*, in Giur. comm., 2, 2016, nota 34, 242.

<sup>17</sup>Trib. Napoli, Sez. spec. impresa, 1° agosto 2016, in Banca, borsa, tit. cred., 2, 2017, 172.

<sup>18</sup>Cons. Stato, Sez. VI, ordinanza n. 5277 del 15 dicembre 2016. Esula da questa analisi il profilo costituzionale ma certamente, l'aspetto che pare di più ardua interpretazione è quello che viene enunciato nell'ordinanza: «la previsione di un così ampio potere di delegificazione in capo alla Banca d'Italia». Secondo il giudice *a quo*, in questo caso «il legislatore non si limita ad attribuire alla Banca d'Italia il potere di regolamentare materie tecnicamente complesse e specialistiche che la legge (o le fonti normative "tipiche") non sono in grado di regolare in maniera ottimale o che richiedono, per la particolare natura degli interessi in gioco, il regolatore indipendente. In questo caso, il potere regolamentare incide su materie (il diritto al rimborso della quota in caso di recesso) già regolate dalla legge (dal codice civile in particolare (...)). In quest'ottica, la previsione di un così ampio potere delegificante (e, quindi, della possibilità di dettare regole che si sostituiscono a quelle previste del legislatore) risulta in contrasto con le ragioni che normalmente giustificano la previsione di poteri normativi in capo alle Autorità indipendenti».

Per quanto qui di interesse, ovvero, nello specifico, i profili privatistici della questione, è richiesto il pronunciamento del giudice delle leggi sulle norme che limitano (fino ad escludere *tout court*) l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci delle banche popolari oggetto di trasformazione e su quelle norme che attribuiscono alla Banca d'Italia il potere di disciplinare, anche in deroga a norme di legge, le modalità attraverso le quali attivare tale limitazione<sup>19</sup>.

In questo contesto, seguendo un orientamento già consolidato della Corte costituzionale, sarà decisiva anche la valutazione finale della struttura applicativa della fattispecie normativa in relazione alla *ragionevolezza del sistema* configurato dal legislatore in modalità sincronica con l'intervento esplicativo della Banca d'Italia sulla portata del diritto di recesso, con particolare riguardo alle modalità di *exit* del socio di banca cooperativa in trasformazione. Come vedremo, il contemperamento di interessi apparentemente contrapposti può trovare una soluzione di sintesi non tanto perché sussista un'ambiguità della formulazione legislativa che avrebbe dato origine a plurivoche interpretazioni della dottrina e della giurisprudenza, quanto piuttosto nella scelta dell'orientamento esegetico costituzionalmente indirizzato<sup>20</sup> da una piena consapevolezza dell'equilibrio dei valori che richiedono un ragionevole bilanciamento pure nell'ottica dei limiti posti dall'ordinamento europeo per la stabilità del sistema<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Atto di promovimento della Corte cost. n. 33/2017 pubbl. su *G.U.* del 15 marzo 2017 n. 11. Si v., per un'analisi dell'ordinanza del giudice *a quo*, M. MAUGERI, *Ancora su possibilità e limiti costituzionali di una disciplina del recesso nelle banche popolari (osservazioni a Consiglio di Stato, 15 dicembre 2016)*, in *Riv. soc.*, 1, 230 ss.

<sup>20</sup> Ciò sarebbe utile anche a dare una legittimazione al ruolo straordinariamente discrezionale affidato dal legislatore alla Banca d'Italia nell'esercizio della potestà normativa in funzione, per così dire, unificante l'ordinamento interno ed europeo. Sul punto, per un approfondimento, si rinvia a S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 14 ss. Cfr. R. COSTI, *Verso una evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca, borsa, tit. credito*, I, 2015, 575 ss.; M. CARLIZZI, *op. cit.*, 43 ss.; V. SANTORO-G. ROMANO, *L'ultimo atto di riforma delle Banche popolari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 210 ss.; V. TROIANO, *Le misure urgenti di intervento sulle banche popolari: limite dimensionale e governance*, in *AA.VV.*, *La riforma delle banche popolari*, Padova, 2015, 81.

<sup>21</sup> Come è stato osservato, nel confrontarsi con l'art. 28 comma 2-ter t.u.b. occorre affrontare «il più generale tema dell'immanente conflitto tra l'istituto del recesso quale momento di recupero della libertà contrattuale in relazione all'investimento precedentemente vincolato all'interno dell'organizzazione finanziaria dell'ente imprenditore e l'interesse alla stabilità dell'impresa, interesse particolarmente forte quando oggetto di questa sia l'attività bancaria»: cfr. G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative)*, cit., 1. La Corte di giustizia dell'Unione europea ha del resto di recente ribadito che l'interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario prevale sulla sola protezione dell'interesse degli azionisti [Corte di Giustizia dell'Unione europea, 8 novembre 2016 - causa C-41/15 (Gerard Dowkling + a./Minister for Finance)]: «sebbene vi sia un evidente interesse pubblico a garantire, in tutta l'Unione, una tutela forte e coerente degli azionisti e dei creditori, tale interesse non può essere ritenuto prevalente, in ogni circostanza, rispetto all'interesse pubblico consistente nel garantire la stabilità del sistema finanziario istituito»; cfr., sul punto, M. CASTELLANETA, *La stabilità degli stati viene prima dei diritti degli azionisti*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 novembre 2016, 25). La Corte di giustizia Ue – come segnala M. CASTELLANETA (*vsupra*) – è stata chiamata a pronunciarsi sulla direttiva 77/91/CEE, «funzionale a coordinare, per renderle

### 1.3. *Sull'exit del risparmiatore-azionista per trasformazione della banca cooperativa: brevi considerazioni in punto di metodo e di interpretazione giuridica. Conclusioni*

Nell'attesa dell'inappellabile giudizio della Consulta <sup>22</sup>, l'ordinanza di rimessione del giudice *a quo* suscita una serie di considerazioni esorbitanti il circoscritto raggio d'azione nel quale il giudice delle leggi è chiamato ad esprimersi.

Intanto, sulla complessità dell'attuale sistema giuridico per il manifestarsi con maggiore frequenza rispetto al passato di interazioni tra i diversi livelli costituzionali su cui è fondata l'Unione europea. Tali interazioni si manifestano, in particolare, laddove il livello di unione è maggiore. E con le interazioni emergono anche profili di potenziale conflittualità tra sistemi costituzionali sorti su piani non sovrapponibili e, talvolta, esondanti rispetto ai limiti di competenza definiti da ciascun sistema. Il riferimento è evidentemente alla riserva di competenze delineata nei Trattati tra Unione e Stati membri. Le soluzioni che il giurista può plausibilmente considerare sono senz'altro più di una e ciascuna di esse risente in maniera rilevante della concezione che l'interprete ha del grado di delimitazione delle competenze dei livelli costituzionali.

Quindi, sulla base delle considerazioni già svolte appare auspicabile una soluzione interpretativa volta a privilegiare la rilevanza del "vincolo interno" alla disciplina nazionale derivante non tanto dalla rituale evocazione della supremazia formale del diritto europeo quanto piuttosto dalla presa di coscienza dell'inevitabile pragmatismo del sistema regolativo europeo, condensato nei principi e negli orientamenti valoriali assunti dagli ordinamenti nazionali nella continuità del processo di avvicinamento ed armonizzazione. Processo che ha subito una significativa accelerazione sin dal Trattato di Lisbona e per effetto della crisi dei debiti sovrani di alcuni Stati membri dell'Unione.

La soluzione sinora individuata muove dalla efficiente costruzione di unioni economiche settoriali che realizzano sistemi "metaordinamentali" sfuggenti, sotto molti profili, alle problematiche inerenti l'applicazione formale degli istituti e delle categorie tipicamente sussunte negli ordinamenti tramite la dimensione riferita ai modelli meramente privatistici. In questo quadro, anche l'emersione di potenti fenomeni economici confligge con la pretesa regolativa del formalismo giuridico <sup>23</sup> e

---

equivalenti, le garanzie negli Stati membri per la costituzione di società per azioni e salvaguardia del capitale sociale, modificata dalla Dir. 2006/68/Ce (recepita in Italia con d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142)», ma la protezione che essa accorda agli azionisti «non si estende fino a comprendere una misura nazionale adottata in una situazione di grave perturbamento dell'economia e del sistema finanziario di uno Stato membro»; in tale contesto si giustifica, pertanto, la previsione di misure di risanamento straordinarie.

<sup>22</sup> Si consideri che questo contributo va in stampa prima che la Consulta si sia pronunciata.

<sup>23</sup> Non può non citarsi, a tal proposito, il monito/esortazione di P. GROSSI, *Ritorno al diritto*, Roma-Bari, 2015, 45: «La Costituzione è uno scossone forte per il sonnacchioso ordine giuridico

nella dimensione europea cresce, tuttavia, l'afflato disciplinare volto al controllo ed alla determinazione possibile di spazi di tutela individuale e di sistema. Rispetto alla prospettiva delineata rimane, negli ordinamenti nazionali, compreso quello italiano, la preoccupazione di dotare il sistema di strumenti, nondimeno tratti dall'*humus* e dal linguaggio giuridico tradizionali, funzionali all'adeguamento della *governance* economica e finanziaria agli obiettivi europei tramite, per l'appunto, l'utilizzo di istituti e categorie che paiono consentire sia l'efficace recepimento sia la pronta applicazione in ambito nazionale. Sotto tale profilo, anche il civilista si trova *naturaliter* a confrontarsi con quella che nell'ordinanza più volte citata del Consiglio di Stato è definita come "un'inedita forma di delegificazione di fonte negoziale". In altri termini, l'interprete non può sottrarsi dal procedere ad una puntuale qualificazione dell'autonomia statutaria della società alla quale si attribuisca il potere di introdurre deroghe a norme del codice civile e ad altre norme di legge<sup>24</sup>. E ciò anche in funzione degli obiettivi posti dalla disciplina di fonte europea. Ma per fare ciò è necessaria, innanzitutto, una riflessione su quale possa essere la "limitazione" di cui parla il legislatore all'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. A tale scopo occorre tener conto del tipo di configurazione che assume il diritto sulla quota di partecipazione. Se ne venisse esaltata la natura reale, qualora ci trovassimo di fronte ad una totale compromissione del diritto di recesso, ricadremmo nell'ambito di una potenziale violazione dell'art. 42 Cost. in quanto si darebbe luogo ad un "esproprio" del diritto di proprietà del socio risparmiatore, come del resto affermato dalla giurisprudenza civile di merito e anche in dottrina<sup>25</sup>. E, in conseguenza di ciò, al diritto del socio ad un equo indennizzo a fronte di un sacrificio in via singolare e discrezionale motivato dalla necessità di tutelare un interesse pubblico che si collochi al di fuori della situazione patrimoniale e che ad essa non si sovrapponga. Se, invece, l'interesse pubblico che si vuole tutelare viene a porsi come limite intrinseco nel rapporto che lega il proprietario al bene, allora, anche se per il privato ciò comporta un sacrificio in termini patrimoniali e una compressione della sfera dei suoi diritti, la tutela dell'interesse pubblico si colloca come un evento interno, come sviluppo, potremmo dire, naturale della situazione proprietaria e, cioè, del rapporto con il bene, non dando luogo ad alcuna forma di indennizzo<sup>26</sup>.

---

ufficiale, ma salvifico. Pretende, però, dal giurista, soprattutto dal civilista, una palingenesi interiore, che non può non consistere nell'abbandono del comodo rifugio di un sapere astratto e nel confronto impietoso fra le regole imbalsamate nei Codici e i valori e interessi viventi nella società, finalmente innalzati a bussola giuridica per legislatori e interpreti».

<sup>24</sup> Cfr. S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 11.

<sup>25</sup> Cfr. M. CARLIZZI, *op. cit.*, 74.

<sup>26</sup> A tal proposito, al di là delle considerazioni di sistema che ne conseguono, e che, evidentemente, non possono essere oggetto di approfondimento in questa sede, è il caso di ricordare che storicamente, sin dall'inizio del secolo, furono introdotte diverse leggi speciali per limitare il diritto di recesso nelle società di capitali. Si pensi all'art. 2 della l. n. 431/1915 (di modifica agli artt. 158 e 172 del

Si tratterebbe di stabilire, dunque, se una compressione del diritto di rimborso nel caso di una trasformazione bancaria come quella prevista dalla legge sia inquadrabile in un motivo di interesse generale – seguendo in via letterale il testo dell'art. 42, terzo comma, Cost. – ovvero in un diverso interesse alla stabilità del sistema da non ridurre soltanto alla dimensione della stabilità finanziaria della banca oggetto della trasformazione societaria<sup>27</sup>. Tuttavia, la stabilità finanziaria della banca è correlata alla “inevitabile” computabilità delle azioni in quello che il novellato art. 28, comma 2-ter, t.u.b. identifica come “patrimonio di vigilanza di qualità primaria della banca”, vale a dire il patrimonio definito dal Regolamento delegato del CRR come CET1. Ci troveremmo, quindi, a dare adito ad una interpretazione giuridica diametralmente opposta a quella espropriativa, che potremmo definire “funzionalistica”, in cui la limitazione – anche totale – sarebbe giustificata in funzione, appunto, delle norme poste dall'Unione a presidiare la stabilità del sistema bancario<sup>28</sup>.

Codice di commercio) che prevedeva – anche se beninteso per le società diverse da quelle cooperative e limitatamente all'anno 1915 – che in caso di fusione o aumento del capitale sociale ai soci dissenzienti non competesse il diritto di recesso. Si osservi soltanto che tale norma legislativa fu introdotta per favorire il buon esito di una fusione bancaria allo scopo di evitare la fuga di capitali. E, inoltre, all'art. 2 del r.d.l. 37/1930, sempre in tema di fusioni di società commerciali, che soppresse il diritto di recesso in relazione a tutte le deliberazioni dichiarate di pubblico interesse. Per arrivare agli articoli 49 e 51 della legge bancaria del '36-'38 che, «in un quadro di radicale svalutazione della volontà dei soci rispetto all'interesse pubblico, avevano sottratto, a tutto favore dei consigli di amministrazione (e quindi del controllo di cui questi erano espressione), la relativa competenza deliberativa alle assemblee delle società partecipanti, al contempo privando i soci dissenzienti del recesso» e privando parimenti i creditori del diritto di opposizione: cfr. G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative)*, op. cit., 1 ss., note 27 e 28.

<sup>27</sup> Come mette in evidenza M. MARINI, *Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto europeo*, in Riv. dir. comm., II, 2014, 493, ovvero che la compressione del diritto dominicale degli azionisti e la relativa mancanza di indennizzo sono considerate dalla giurisprudenza della CEDU come eccezionali.

<sup>28</sup> Venendo meno il diritto al disinvestimento non essendo utilizzabile come «strumento di negoziazione idoneo a rendere, in ragione del suo potenziale ‘costo’, la minoranza capace di condizionare l'esito stesso dell'operazione, grazie alla possibilità di determinarsi liberamente di fronte al significativo cambiamento dello statuto sociale»: v. G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative)*, cit., 1 ss. Altra questione, ancorché riferita ad una diversa prospettiva di analisi, riguarda i doveri informativi concernenti sia la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione e la volontà dell'investitore in entrata, sia il ritardo o il rifiuto di informazioni nella fase preliminare della vicenda volta alla limitazione del recesso, considerate altresì le condizioni poste all'exit dei risparmiatori-azionisti. In questo contesto appare difficile configurare la doverosità della comunicazione, o lo scambio di informazioni relativamente alla conclusione del rapporto e all'esercizio del recesso, trattandosi eventualmente di “profilazione” che potrebbe interessare i rischi propri dell'attività finanziaria al momento dell'acquisizione della partecipazione minoritaria. Appare evidente che nell'attuale panorama legislativo la vicenda negoziale oggetto della valutazione di adeguatezza è limitata dalla configurazione di regole specificamente dettate nell'ambito della proposizione di strumenti finanziari adeguati in funzione dell'applicazione, in particolare, dell'art. 21 t.u.f. e dell'art. 29 Reg. Consob 11522/98. Ancor più singolare si palesa lo svolgimento del rapporto negoziale con riguardo all'esercizio del recesso del risparmiatore-azionista di banche cooperative da cui deriva la specialità della disciplina che abbiamo esaminato in questo contributo.

La limitazione di cui all'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. potrebbe anche realizzarsi da parte dell'organo amministrativo della banca attraverso un rimborso differito nel tempo, oltre i centottanta giorni previsti dalla norma di diritto comune, che, di fatto, estranea dall'ambito privatistico la tutela dei soci risparmiatori delle banche popolari in trasformazione. Si ha, dunque, un bilanciamento degli interessi contrapposti che subordina il diritto alla liquidazione della propria quota non tanto sulla base di una preventiva negoziazione e degli effetti della fonte privata contrattuale, quanto piuttosto in forza di un intervento *ex post* di natura suppletiva, idoneo, di fatto, ad integrare la fonte privata mediata da una fonte prettamente amministrativa<sup>29</sup>.

In altri termini, anche la giurisprudenza più volte richiamata esclude, tra le diverse opzioni interpretative, quella volta ad attribuire al consiglio di amministrazione, attraverso il suo intervento sulla base delle indicazioni fornite dalla Banca d'Italia, il potere di inibire completamente la facoltà di recesso o il diritto alla liquidazione. Sotto tale profilo anche le clausole statutarie adottate dalle singole banche in conformità al dettato dell'articolo 28, comma 2-ter, t.u.b., non sarebbero idonee a comprimere in modo assoluto il diritto di recesso del socio. Infatti, nell'ipotesi in cui la banca decida di procedere al rimborso, la stessa deve sottoporre l'operazione all'autorità di vigilanza ai sensi degli artt. 77 e 78 CRR che prevedono il controllo del regolatore sul rimborso dei fondi propri<sup>30</sup>.

Le decisioni degli organi gestori non potranno, dunque, costituire fonte esclusiva della determinazione degli effetti del rapporto. Diversamente opinando si addiverrebbe ad una interpretazione non solo errata ma anche non conforme ai principi generali che governano la materia della tutela del contraente e dell'azionista risparmiatore.

L'attuazione del precetto legislativo deve, quindi, diversamente interpretarsi e si fonda su una tavola di valori e regole che vedono un diverso temperamento di interessi ed una ragionevole applicazione anche in considerazione dei principi contrattuali funzionali alla tutela e al *favor* del risparmio popolare. Da ciò deriva il diverso apprezzamento che può affermarsi rispetto alle citate clausole statutarie: l'assetto degli interessi diviso dalle parti rende effettivo ogni elemento costitutivo della fattispecie contrattuale, la cui complessità non esclude l'unitarietà del disegno negoziale. In questo senso, la totale esclusione e compromissione del diritto alla liquidazione della quota a seguito dell'esercizio del diritto di recesso, quale mero effetto di una fonte extraneoziale, appare inammissibile alla luce della rilevanza della fonte privata e della normale dinamica del rapporto negoziale instaurato con la banca. In questo modello appare evidente che il diritto di recesso attribuito al socio fondato, in ipotesi, sulla possibile modifica dello statuto derivante da un rafforzamento dell'autonomia negoziale privata, può incidere sulle condizioni del

---

<sup>29</sup> Come emerge dalla relazione di accompagnamento per la conversione del d.l. 3/2015.

<sup>30</sup> Si v. R. COSTI, *op. cit.*, 583.



contratto sociale anche mediante interventi non unanimi (cfr. art. 2437 c.c.). La società, infatti, può trovare un nuovo indirizzo ed una speciale evoluzione anche verso obiettivi e strade non congeniali ad uno dei soci, e ciò con particolare riferimento all'utilizzo, non escluso da una parte della dottrina, della disposizione di cui all'art. 2437 c.c.<sup>31</sup>.

Da questa speciale *ratio* deriva l'esercizio del diritto di recesso da effettuare in termini brevi (art. 2437-bis c.c.). E conseguentemente sorge il diritto alla liquidazione delle azioni tenendo conto del valore determinato dagli amministratori, mentre dette azioni vengono offerte in opzione agli altri soci (art.

---

<sup>31</sup> Si ricorda, per utilità, che prima della riforma del 2003 il diritto di recesso era comune alle spa e alle srl. L'istituto era visto con diffidenza dal legislatore che lo aveva imprigionato dentro tassative e non derogabili ipotesi di esercizio. Parte della dottrina giustificava tale atteggiamento di sfavore del legislatore verso tale istituto, sottolineando l'importanza di garantire stabilità ed interezza al patrimonio sociale anche a nocimento degli interessi del singolo socio. Vi era, inoltre, una giurisprudenza costante che sosteneva il carattere tassativo e non derogabile delle ipotesi di recesso, dando forza all'orientamento dottrinale. Con il d.lgs n. 6/03 il diritto di recesso, incrementato di ipotesi derogabili e maggiormente legate all'autonomia statutaria, ha acquisito invece un ruolo significativo nell'economia delle società di capitali, divenendo per i soci un modo per rinegoziare le proprie posizioni in occasioni di scelte aziendali: cfr. M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nelle spa*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. III, Torino, 2007, 210 ss. La giurisprudenza *ante novellam* (Cass. civ., Sez. I, 06/04/2001, n. 5126, in Foro it. 2002, I, 180; Soc., 2001, 1460, con nota di PAOLUCCI) aveva tuttavia precisato che «il recesso legale non può essere limitato o soppresso neppure da clausole statutarie, attraverso la previsione della approvazione degli organi societari, la quale finirebbe per trasformare l'esercizio di un diritto potestativo in una proposta negoziale e per rimetterne l'efficacia alla discrezione di un terzo»; non altrettanto può dirsi per il recesso statutario, il quale, nascendo con l'atto costitutivo, come atto di manifestazione della volontà negoziale, dalla stessa volontà può essere disciplinato attraverso clausole, determinative del contenuto, sia quando attribuiscono al socio la facoltà di recedere in situazioni specifiche, sia quando la limitano o la condizionano. La giurisprudenza più recente ha ribadito che il recesso legale del socio, sancito dagli artt. 2526 e 2437 c.c. (nei rispettivi testi anteriori alle modifiche apportate dal d.lgs. n. 6 del 2003), non può essere limitato, o soppresso, neppure da clausole statutarie senza violare la norma di legge attributiva del diritto potestativo, mentre, «qualora tale facoltà trovi la sua fonte nelle clausole statutarie e, dunque, sorga con l'atto costitutivo come manifestazione della volontà negoziale, è suscettibile di essere disciplinata e conformata attraverso clausole che specifichino le situazioni legittimanti il relativo esercizio, oppure lo limitino o condizionino, prevedendo (come nella specie) la necessità, per la sua efficacia, di una positiva constatazione del consiglio d'amministrazione circa l'effettiva ricorrenza della situazione legittimante il recesso stesso», Cass. civ., Sez. I, 16/02/2016, n. 2979, in Mass. Giust. civ., 2016. Cfr. sulla nuova disciplina del recesso, M. VENTORUZZO, *Ancora su modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, nota a Trib. Milano, 31 luglio 2015, n.9189, Sez. spec. impresa, in Giur. comm., 1, 2017, 177; v. anche V. DI CATALDO, *Recesso del socio di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da Abbadessa-Portale, III, Torino, 2007, 228; O. CAGNASSO, *Il recesso*, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, IV, Padova, 2010, 961; C. GRANELLI, *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in Soc., 2004, 148; Id., *Il recesso dalle società lucrative di capitali a dieci anni dalla riforma*, in Giur. comm., 2013, I, 865; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in Riv. soc., 2005, 495. Sulla funzionalità del recesso come atto di autonomia privata in relazione ai vincoli propri dell'investimento finanziario, si vedano: G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in Trattato Colombo-Portale, VI, Torino, 1993, 137; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 1 ss.

2437 quater c.c.). Il richiamo della dottrina al sistema regolativo di cui all'art. 2437 c.c. appare non fornire, tuttavia, particolari soluzioni alle problematiche poste dall'art. 28, comma 2 ter, t.u.b., ancorché il recesso determinato dalla trasformazione ponga questioni parimenti concernenti le valutazioni del singolo azionista in merito all'evoluzione della compagine sociale. L'art. 2437 c.c. riguarda invero un diverso sistema di regolazione delle pretese individuali in ambito societario presupponendo che esse possano essere risolte in un contesto ordinamentale intessuto da principi generali e applicativi unitari. Anche per queste ragioni, il sistema tracciato dal diritto comune delle società non bancarie non agevola la formazione di un'efficace tessuto di matrice unitaria rispetto alle esigenze poste dalla trama ed articolazione dei rapporti e dei modelli propri al moderno sistema finanziario e bancario indotto dal diritto europeo dell'economia. E ciò appare ancor più vero nel momento in cui ci si affida ad una lettura, aperta all'evoluzione incessante dei fenomeni economici, che si incentra sul particolare rilievo sistematico dell'art. 47 Cost. Infatti, gli stessi Padri Costituenti avvertivano la delicatezza della funzione strategica svolta dal sistema finanziario tanto da escluderla dal *favor* dell'investimento azionario destinato alla partecipazione del risparmio popolare ai grandi complessi produttivi del Paese<sup>32</sup>. Dunque, l'art. 47 Cost. non può essere utilizzato per legittimare l'esercizio del diritto di recesso. Semmai, ci troviamo di fronte ad una legittimazione fondata sull'iniziativa economica privata (art. 41 Cost.) che, infatti, in casi di utilità sociale, può essere limitata. In questo contesto, allora, si comprende che la compressione di tale diritto può trovare un fondamento di legittimità laddove si riferisca all'esaltazione dell'autonomia negoziale dei privati finalizzata non tanto alla partecipazione azionaria in sé considerata sotto il profilo dominicale, ma, invero, a quella della più ampia prospettiva dell'investimento mobiliare per obiettivi diversi da quelli concentrati negli impieghi funzionali al risparmio popolare<sup>33</sup>.

Un tale convincimento porta a concludere che la questione di costituzionalità

---

<sup>32</sup> Cfr., con riguardo alla lettura della norma costituzionale in senso evolutivo, A. BARDUSCO, *Protezione e promozione del risparmio nella Costituzione italiana*, in Studi in onore di Franco Modugno, Napoli, 2011, 215 e ss. Si rinvia anche, con specifico riferimento alla rilevanza dell'investimento finanziario di natura azionaria, a F. ZATTI, *Il favor all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale*, in questo Volume. *Contra* S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 13. Per altre interpretazioni si v. nota 86 in G. ROMANO, *Trasformazione di banca popolare, recesso e limiti al rimborso delle azioni*, cit., 190 ss. Cfr. F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in Giur. comm., 1, 2017, 156.

<sup>33</sup> Su questi aspetti, e, più in generale sulla "compatibilità" dell'art. 41 Cost. con il diritto dell'UE si v. F. ZATTI, *Riflessioni sull'art. 41 Cost.: la libertà di iniziativa economica privata tra progetti di riforma costituzionale, utilità sociale, principio di concorrenza e delegificazione*, in AA.VV., *Studi in onore di Claudio Rossano*, Napoli, 2013, 2235 ss. In merito alla ampia tutela dell'investimento finanziario, indipendentemente dalle sue forme, si segnala, in particolare, F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in Il Filangieri, 2005, 2-4, 171 ss. *spec.* 173-174.

sollevata in merito all'attuazione della normativa europea nell'ordinamento interno sia, in realtà, da ascrivere ad una dimensione che esula, *prima facie*, dalla tavola valoriale – o, se si preferisce, usando il linguaggio del giudice delle leggi, dall'identità costituzionale – delineata ad altri fini dagli articoli 41 e 42 Cost. Al punto che ci si trova probabilmente di fronte ad una nuova potenziale decisione da parte della Consulta di procedere ad un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia<sup>34</sup>.

### Bibliografia

- ABBADESSA P., *L'amministrazione delle società bancarie secondo il sistema tradizionale*, in V. Di Cataldo (a cura di), *La governance delle società bancarie*, Milano, 2014.
- ASSONIME, *Circolare n. 32 del 24 novembre 2015 La riforma delle banche popolari*, in Riv. notar., 5, 2015, 1120.
- BARACHINI F., *Il problema della partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa*, AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2017, 298 ss.
- BIONE M., *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nelle spa*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. III, Torino, 2007, 210 ss.
- BONFANTE G., *La società cooperativa*, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2014, 236.
- CAGNASSO O., *Il recesso*, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, IV, Padova, 2010, 961.
- CARLIZZI M., *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in Riv. dir. comm., 1, 2016, 43 ss.
- CASTELLANETA M., *La stabilità degli stati viene prima dei diritti degli azionisti*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 novembre 2016, 25.
- CAVANNA M., *Le società cooperative*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2009, 1296.
- COSTI R., *Verso una evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 5, 2015, 575 ss.
- DI CATALDO V., *Recesso del socio di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da Abbadessa-Portale, III, Torino, 2007, 228.
- DI CIOMMO F., *La riforma delle banche popolari*, in *Foro it.*, 4, 2015.
- FARAGUNA P., *La Corte costituzionale insegue (e supera) Gauweiler: l'ordinanza Taricco: disegna un quadro perfetto per il soggetto sbagliato*, in A. Bernardi, C. Cupelli (a cura di), *Il caso Taricco e il dialogo tra le Corti*, Napoli, 2017, 143 ss.
- FIENGO C., *Il riassetto della disciplina delle banche popolari*, in *Giur. comm.*, 2, 2016, 234.

---

<sup>34</sup> Ci si riferisce al caso Taricco che ha fatto emergere l'attuale precarietà dell'equilibrio tra identità della struttura costituzionale degli Stati membri e principi generali del diritto eurounitario (Corte cost. ord. 24/2017). *Ex multis* si v., in particolare, P. FARAGUNA, *La Corte costituzionale insegue (e supera) Gauweiler: l'ordinanza Taricco disegna un quadro perfetto per il soggetto sbagliato*, in A. Bernardi-C. Cupelli (a cura di), *Il caso Taricco e il dialogo tra le Corti*, Napoli, 2017, 143 ss.

- FORNASARI F., *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 1, 2017, 156.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 1 ss.
- GRANELLI C., *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Soc.*, 2004, 148.
- Id., *Il recesso dalle società lucrative di capitali a dieci anni dalla riforma*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 865.
- GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo-Portale*, VI, Torino, 1993, 137.
- GROSSI P., *Ritorno al diritto*, Roma-Bari, 2015.
- IRRERA M.-POLLASTRO I., *La riforma annunciata delle banche popolari*, in *Nuovo dir. soc.*, 20, 2015, 8.
- MARINI M., *Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto europeo*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2014, 493.
- MAUGERI M., *Ancora su possibilità e limiti costituzionali di una disciplina del recesso nelle banche popolari (osservazioni a Consiglio di Stato, 15 dicembre 2016)*, in *Riv. soc.*, 1, 230 ss.
- MAZZAMUTO S., *La riforma delle banche popolari e l'Europa come pretesto*, in *Ianus*, 13, 2016, 10.
- RACUGNO G., *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, 575.
- ROMANO G., *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative) tra diritto societario, regole europee di capital maintenance e "principio" del bail-in*, in *Riv. soc.*, 1, 2017, 1 ss.
- Id., *Trasformazione di banca popolare, recesso e limiti al rimborso delle azioni: il d.l. n. 3/2015 di fronte alla giustizia civile, amministrativa e costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2017, 190 ss.
- SAGLIOCCA M., *Il "nuovo" diritto di recesso nella trasformazione di Banche Popolari in società azionarie*, in *Riv. notar.*, 5, 2015, 939.
- SALERNO F., *La dibattuta costituzionalità della riforma delle banche popolari*, in *Giur. comm.*, 1, 2017, 86.
- Id., *La mutualità delle (restanti) banche popolari dopo il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 6, 2016, 704.
- SARTORE A., *Note minime sull'ammissibilità della previsione statutaria della presenza di soci sovventori nelle cooperative cui si applichino le norme sulle s.r.l.*, in *Riv. notar.*, 2, 2005, 404.
- TOMBARI U.-MUGNAI E., *Artt. 29-30*, in *AA.VV.*, *Testo unico bancario - Commentario*, Milano, 2010, 292.
- TROIANO V., *Le misure urgenti di intervento sulle banche popolari: limite dimensionale e governance*, in *AA.VV.*, *La riforma delle banche popolari*, Padova, 2015, 81.
- URBANI A., *Brevi considerazioni in tema di scioglimento del rapporto sociale limitata-mente al singolo socio nella riforma della disciplina delle banche popolari*, in *Ricerche giuridiche*, 4, 1, 2015, 27 ss.
- VENTORUZZO M., *Ancora su modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, nota a *Trib. Milano*, 31 luglio 2015, n.9189, *Sez. spec. impresa*, in *Giur. comm.*, 1, 2017, 177.
- VETTORI G., *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto private europeo*, in *Jus Civile*, 2, 2017, 133 ss.
- ZAMMITTI M.V., *La riduzione di capitale e il diritto al rimborso del socio recedente di banca*

*di credito cooperativo alla luce del d.l. 24 gennaio 2015*, 3, in *Giustizia Civile.com*, 14 settembre 2016, 1 ss.

ZATTI F., *Il favor all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale*, in questo Volume.

ID., *Riflessioni sull'art. 41 Cost.: la libertà di iniziativa economica privata tra progetti di riforma costituzionale, utilità sociale, principio di concorrenza e delegificazione*, in AA.VV., *Studi in onore di Claudio Rossano*, Napoli, 2013, 2235 ss.

# RISPARMIO POPOLARE E SISTEMA AMMINISTRATIVO DI REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI. PRIME RIFLESSIONI

*Nicoletta Vettori*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. 1.2. Principi costituzionali, fonti europee e qualificazione dell'attività amministrativa di regolazione e controllo. – 1.2.1. L'art. 47, II comma, Cost.. – 1.2.2. Il modello del diritto comunitario: 'primato' delle libertà economiche e regolazione pro-concorrenziale. 1.2.3. – I segni del cambiamento nel diritto europeo: non più solo libertà economiche. – 1.2.4. La legislazione successiva alla crisi finanziaria: il modello europeo a un bivio. – 1.3. La centralità dell'organizzazione. 1.3.1. La necessaria "pluri-legittimazione" delle amministrazioni pubbliche. – 1.3.2. Le criticità del sistema europeo di vigilanza finanziaria.

## 1.1. *Introduzione*

La riflessione sulle dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost. richiede di verificare se il sistema amministrativo di regolazione dei mercati finanziari, che vede le autorità amministrative inserite in un articolato circuito di livello europeo e internazionale, sia conforme alle esigenze di promozione e tutela del risparmio popolare poste dalla norma costituzionale.

La questione è rilevante sia sotto il profilo sostanziale perché ci sono state profonde trasformazioni nel modello di regolazione<sup>1</sup>, negli strumenti giuridici utilizzati, nelle tecniche rimediali prescelte, sia sotto il profilo organizzativo perché l'attuale sistema (nazionale ed europeo) presenta forti differenze rispetto a quello presupposto dai Costituenti.

La cessione di sovranità derivante dalla partecipazione all'Unione Europea, il 'peso' sempre maggiore che hanno assunto le reti di regolatori globali (di natura pri-

---

<sup>1</sup> Sull'evoluzione del modello di regolazione del settore finanziario, tra i molti, v. L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992; G. Vesperini, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare. Contributo allo studio delle funzioni regolative*, Padova, 1993; M. D'Alberti, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008; S. Amorosino, *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008; D. Siclari, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubb. com.*, 1, 2016, p. 189 ss.

vata o mista)<sup>2</sup> e la progressiva tecnicizzazione delle autorità amministrative richiede una riflessione sui principi (e sui conseguenti istituti) che costituiscono le ‘fonti di legittimazione’ del potere amministrativo.

In questa sede non è possibile trattare interamente tali profili; obiettivo del presente contributo è solo quello di delineare le coordinate che sembrano fondamentali per una corretta impostazione della riflessione.

A tal fine, prima si esamineranno i principi costituzionali ed europei che conformano l’attività amministrativa di regolazione e controllo del mercato mobiliare, dando conto della loro evoluzione.

Di seguito, si analizzeranno le caratteristiche organizzative del sistema europeo di vigilanza finanziaria (in particolare di ESMA). Aspetto che risulta decisivo poiché la dimensione organizzativa condiziona le forme di produzione, i contenuti e i caratteri dell’attività (in particolare di quella di regolazione).

## 1.2. *Principi costituzionali, fonti europee e qualificazione dell’attività amministrativa di regolazione e controllo*

### 1.2.1. *L’art. 47, II comma, Cost.*

L’art. 47 della Costituzione, nell’attribuire valore costituzionale al binomio risparmio-credito, tutela tali ‘beni giuridici’ in una duplice accezione: oggettiva e soggettiva.

Da un punto di vista oggettivo si riferisce al risparmio inteso come l’accumulo monetario non consumato, destinato o meno a confluire nel circuito economico, e al credito quale attività di raccolta e di offerta tra il pubblico di risorse necessarie a finanziarie altre attività produttive, indispensabile per il funzionamento e lo sviluppo dell’economia<sup>3</sup>.

Da un punto di vista soggettivo, la norma riconosce valore costituzionale ad (almeno) due situazioni giuridiche. Da una parte, il diritto (di chiunque) alla tutela del (proprio) risparmio da ingiustificate limitazioni e compressioni non-ché il diritto a ottenere facilitazioni (‘incoraggiamenti’) nella sua destinazione verso determinati beni strumentali (abitazione, proprietà diretta coltivatrice, investimento azionario nei grandi complessi produttivi).

<sup>2</sup> Sui regolatori globali v. S. Battini (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007; M. De Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012.

<sup>3</sup> V. F. Merusi, *Art. 47* in *Commentario alla Costituzione* diretto da Branca, Bologna-Roma, 1980, p. 154; S. Baroncelli, *Art. 47*, in R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, vol. I, Torino, 2006, p. 950; C. Buzzacchi, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell’Unione*, in *Costituzionalismo*, 2, 2016, pp. 49-61.

Come è stato osservato, “il collegamento che viene instaurato tra il risparmio e la sua origine popolare (...) sta a significare che il risparmio va considerato (...) soprattutto a partire dal soggetto che ne è titolare, ossia il risparmiatore, e a partire dalla consapevolezza che questa titolarità ha il più delle volte origine popolare e dunque nel lavoro e nei frutti non consumati del proprio lavoro”<sup>4</sup>.

D'altra parte, l'art. 47 attribuisce specifica rilevanza alla libertà di iniziativa economica avente ad oggetto l'esercizio del credito che, in ragione del fondamentale ruolo di sostegno al funzionamento del sistema produttivo, necessita di una disciplina specifica e qualitativamente più articolata rispetto a quella adottabile per tutte le altre attività economico-imprenditoriali<sup>5</sup>.

Nel legare insieme questi diritti la Costituzione segna una netta discontinuità rispetto ai principi che reggevano le “istituzioni economiche degli anni Trenta”<sup>6</sup>.

In primo luogo perché l'art. 47, al pari di ogni altra norma costituzionale, va letta a partire dagli artt. 1,2,3 Cost. che impongono di anteporre i diritti della persona all'interesse dello Stato e quindi pongono l'attività delle istituzioni al servizio degli interessi dei cittadini.

Inoltre, la norma, anche grazie agli emendamenti proposti dall'onorevole Zerbi<sup>7</sup>, ha un contenuto decisamente innovativo. Se è vero infatti che non vi sono indica-

---

<sup>4</sup>Così A. Zito, *Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2008, p. 78.

<sup>5</sup>Pare infatti da condividere la tesi che ritiene operante la riserva di legge di cui all'art. 41 Cost. anche in materia di disciplina del credito (V. Spaguolo Vigorita, *Profili costituzionali dell'esercizio del credito*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1962, p. 351) in quanto principio fondamentale di qualsiasi intervento pubblico in un sistema improntato al primato delle libertà individuali. Diversamente da quanto sostenuto da autorevole dottrina (F. Merusi, *Art. 47*, cit., p. 157) sembra potersi sostenere che, con riferimento alla dimensione soggettiva (i.e. agli interessi individuali cui le norme attribuiscono rilevanza), è l'art. 41 a essere *un prius* rispetto all'art. 47 Cost. La libertà di esercizio del credito è un tipo di libera iniziativa economica, e quindi gode delle garanzie previste dall'art. 41 Cost. (riserva di legge), che però può essere soggetta a forme di intervento pubblico più ampie (composte di disciplina, coordinamento e controllo) e necessariamente orientate dalle finalità di tutela che l'art. 47 espressamente prevede. Ciò significa che gli interventi di natura amministrativa (di livello regolamentare e provvedimentale) necessitano comunque di una base normativa primaria o superiore (i.e. fonti europee di carattere vincolante) ma ricevono dalla disposizione costituzionale sulla tutela del risparmio specifiche funzionalizzazioni.

<sup>6</sup>S. Cassese, *La lunga durata delle istituzioni economiche degli anni Trenta*, in *Le istituzioni finanziarie degli anni Trenta*, Bologna, 1982, p. 197 ss.

<sup>7</sup>A cui si devono l'inserimento del termine “*incoraggia*”, il riferimento al risparmio *in tutte le sue forme* e l'intera formulazione del II comma. Sulla ricostruzione del dibattito in Assemblea Costituente che ha portato alla formulazione dell'art. 47 v., tra gli altri, M. Atripaldi, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, Napoli, 2014, pp. 1-6; C. Buzzacchi, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 e funzioni della Banca centrale europea*: cit., pp. 42-49; S. Baroncelli, *Art. 47*, cit., p. 946 ss.



zioni puntuali sull'assetto organizzativo del governo della moneta e del credito<sup>8</sup>, e dunque si lascia al riguardo ampi margini di discrezionalità al legislatore, ciò non significa che si copra e si legittimi ogni possibile soluzione.

Al contrario, la norma definisce fini specifici e sostanzialmente diversi da quelli previsti dalla legislazione bancaria pre-costituzionale.

Nel conferire alle istituzioni pubbliche il compito di incoraggiare *tutte le forme* che può assumere il risparmio (*ivi* compreso quello che non ha un'immediata ricaduta economica, che non viene investito) prestando particolare attenzione a quello di origine popolare, la norma tutela gli interessi non solo degli attori del mercato del credito, ma anche il diritto del *chiunque* (del mero depositante, del singolo abitante) alla protezione del valore dei propri redditi non consumati e alla possibilità di utilizzarli per soddisfare bisogni essenziali al *pieno sviluppo della persona*<sup>9</sup>.

Immediato appare il collegamento con la *ratio* che ispira l'art. 3, 2 co., Cost.: l'obbligo delle istituzioni pubbliche di impegnarsi concretamente per favorire l'emancipazione sociale e la partecipazione attiva di tutti i cittadini (*in primis* dei lavoratori e delle classi popolari) alla vita economica del paese.

Semmai è la disciplina ordinaria delle funzioni amministrative di regolazione e controllo del credito che ha tardato ad adeguarsi al precetto costituzionale.

La legislazione bancaria degli anni '30, rimasta in vigore fino agli anni '90 del XX secolo, dava infatti netta preminenza alla dimensione oggettiva dei beni richiamati, ritenendoli esauriti nella tutela dell'Interesse Pubblico al valore e alla stabilità della liquidità monetaria. In coerenza con tale paradigma, qualificava le attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito come funzioni di interesse pubblico, richiedeva la natura pubblica degli esercenti il credito, configurava poteri amministrativi di autorizzazione e controllo ampiamente discrezionali, di natura autoritativa e con effetti conformativi sulle libertà private coinvolte

### 1.2.2. *Il modello del diritto comunitario: 'primato' delle libertà economiche e regolazione pro-concorrenziale*

L'allineamento della legislazione ordinaria al precetto costituzionale è stato favorito dalla normativa comunitaria emanata nel corso degli anni Ottanta e primi anni Novanta, che assecondando le trasformazioni del sistema creditizio (*i.e.* lo sviluppo dell'intermediazione finanziaria non bancaria, l'apertura dei mercati), ha

<sup>8</sup> V. F. Merusi, *op. cit.*, 1980, 164.

<sup>9</sup> L'elenco indicativo di cui all'art. 47 oggi comprende anche quegli investimenti con cui gli individui raccolgono le risorse per soddisfare esigenze che prima assicurava lo Stato attraverso le prestazioni sociali, si pensi per tutti ai fondi pensione.

<sup>10</sup> V. M.S. Giannini, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1939, p. 1 ss; M. Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969; A. Pisaneschi, *Credito e risparmio*, in *Diz. dir. pubbl.* diretto da S. Cassese, Milano, 2006, p. 1683.

posto al centro le libertà economiche (libertà di circolazione di merci, servizi, capitali, persone).

La normativa comunitaria, di stampo liberale, ha continuato il processo di “personalizzazione” prefigurato dalle Carte costituzionali del XX secolo che vede nell’individuo (con i suoi diritti) il “polo fondamentale dell’ordinamento” a partire dal quale ‘(ri)leggere’ il rapporto tra autorità-libertà, tra interesse pubblico-diritti individuali <sup>11</sup>.

La trasformazione ha interessato molti settori. Si pensi ad esempio all’attività contrattuale dell’amministrazione: la c.d. procedure a evidenza pubblica originariamente previste a garanzia dei principi di imparzialità e buon andamento delle pubbliche amministrazioni sono state funzionalizzate, dal diritto comunitario, anche alla tutela della concorrenza fra gli operatori economici ovvero, in ultima istanza, alla garanzia delle libertà economiche dei cittadini europei <sup>12</sup>.

Nel settore in esame, le fonti comunitarie hanno permesso l’apertura del mercato dei servizi finanziari, imponendo il progressivo affermarsi di un modello di regolazione c.d. ‘prudenziale’ <sup>13</sup> la cui finalità non è stata più (soltanto) la garanzia della stabilità del sistema monetario, ma (anche e soprattutto) la tutela degli interessi privati del mercato del credito-risparmio: la proprietà/libertà economica del risparmiatore-investitore, la libertà d’impresa degli intermediari di strumenti finanziari. Come noto, la *ratio* del nuovo paradigma regolatorio è l’idea liberale per cui l’interazione dei diritti attraverso “il libero e competitivo confronto delle parti” <sup>14</sup> è in grado di determinare l’assetto di interessi più efficiente e quindi più adeguato. L’ordinamento deve assicurare solo che vi siano le condizioni necessarie affinché la competizione sia effettivamente paritaria, predisponendo le misure necessarie affinché i risparmiatori possano assumere le decisioni di investimento con piena consapevolezza: regole dirette a rimediare alle asimmetrie informative e ai possibili conflitti di interesse interni al mercato mobiliare, obblighi di trasparenza delle transazioni. L’attività amministrativa di regolazione e controllo del settore è dunque mutata nei suoi caratteri e nelle finalità: si è fatta sempre meno discrezionale, in quanto condizionata da presupposti di natura tecnico-scientifica quanto più possibile predeterminati, i poteri di autorizzazione conformativa sono stati sostituiti da forme di regolazione pro-concorrenziale e da poteri di vigilanza

<sup>11</sup> A. Orsi Battaglini, *L’astratta e infeconda idea». Disavventure dell’individuo nella cultura giuspubblicistica (a proposito di tre libri di storia del pensiero giuridico)*, in Id., *Scritti giuridici*, Milano, 2007, 1309-1354; L. Ferrara, *Individuo e potere. In un giuoco di specchi*, in *Dir. pubbl., Supplemento 3*, 2016, p. 11 ss.

<sup>12</sup> La stessa parabola si è avuta nella disciplina dei poteri di regolazione delle attività economiche: v. S. Torricelli, *Libertà economiche europee e regime del provvedimento amministrativo nazionale*, Santarcangelo di Romagna, 2012.

<sup>13</sup> M. Occhiena, *La riforma della vigilanza finanziaria dell’Unione Europea*, in *Il diritto dell’economia*, 4, 2010, pp. 644-645.

<sup>14</sup> P. Grossi, *La tutela del risparmio a settant’anni dall’approvazione dell’art. 47 della Costituzione*, relazione tenuta all’ABI, il 19 Maggio 2017, p. 11.

c.d. ‘micro-prudenziale’ sul rispetto degli obblighi di informazione e trasparenza da parte degli operatori finanziari<sup>15</sup>.

Le implicazioni positive di questa evoluzione sono state evidenti se solo si pensa che ha permesso il riconoscimento di un diritto dell’investitore al corretto esercizio dei poteri di vigilanza e controllo con conseguente possibilità di far valere la responsabilità civile delle autorità competenti<sup>16</sup>.

Tuttavia, nell’impianto comunitario, il *favor* per le libertà economiche (e per il principio di concorrenza) è stato a tal punto predominante da ‘offuscare’ gli altri interessi (pubblici e privati) che le istituzioni pubbliche devono parimenti garantire.

Anche questa è stata un’implicazione di ordine generale, che si è verificata anche in altri ambiti.

Di nuovo è utile il confronto con la materia dei contratti pubblici; qui la prevalenza accordata alle libertà economiche, e il modello di regolazione pro-concorrenziale che ne è derivato, hanno fatto sì che le amministrazioni siano state particolarmente attente a tutelare e trattare paritariamente gli interessi delle imprese che concorrono all’affidamento dell’attività, perdendo di vista la tutela di altri interessi fondamentali, quali quelli degli utenti o dei lavoratori<sup>17</sup>, e correndo il rischio di smarrire il «senso pubblico» del servizio<sup>18</sup>.

Nel settore in esame, com’è stato osservato, la disciplina si è concentrata sulla tutela delle esigenze di giustizia contrattuale interne al rapporto tra l’intermediario e il risparmiatore, inteso come “cliente dell’industria del credito”<sup>19</sup>, trascurando di predisporre adeguata protezione al ‘mero risparmiatore’, al depositante, ovvero agli altri interessi la cui valutazione è indispensabile per la definizione dell’*interesse pubblico concreto* alla tutela del risparmio.

<sup>15</sup> V., tra i molti, D. Siclari, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari*, cit., 189 ss; M. D. Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, cit., p. 407.

<sup>16</sup> Il riferimento è naturalmente a Corte di Cassazione, sez. I, 3 marzo 2001, n. 3132 che ha affermato la responsabilità civile della Consob nei confronti degli investitori per omesso controllo sulla completezza e veridicità delle informazioni fornite dai promotori di un’operazione di collocamento presso il pubblico di titoli atipici relativi a un’operazione immobiliare. Sul tema v. tra gli altri, M. Clarich, *La responsabilità della Consob nell’esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Corte di cassazione n. 5001/99*, in *Danno e Resp.*, 2, 2002, p. 224; V. Calderai, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della “fine della finanza”*, in *Resp. civ. prev.*, 7-8, 2011, p. 1517; E. M. Lombardi, *La «responsabilizzazione» delle autorità di controllo del mercato finanziario. Modelli e funzioni*, Napoli, 2016.

<sup>17</sup> Per una ricerca in tal senso v. C. Marzuoli, S. Torricelli (a cura di), *La dimensione sociale della contrattazione pubblica. Disciplina dei contratti ed esternalizzazioni sostenibili*, Napoli, 2017.

<sup>18</sup> Per un’interessante analisi in questa prospettiva v. A. Pioggia, *Servizi e disservizi. Piccolo contributo alla ricerca del senso pubblico del servizio*, in *Costituzionalismo.it*, 1, 2017, p. 1 ss.

<sup>19</sup> F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Scritti in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1479; C. Buzzacchi, *Risparmio, credito e moneta...*, cit., pp. 55-56.

### 1.2.3. I segni del cambiamento nel diritto europeo: non più solo libertà economiche

Nella legislazione europea del XXI secolo emergono però i segni di un cambiamento indotto dai nuovi principi introdotti con il Trattato di Lisbona.

Con l'elaborazione della Carta di Nizza<sup>20</sup> – che sebbene abbia acquistato piena efficacia giuridica con il Trattato di Lisbona aveva cominciato ben prima a dispiegare effetti a livello interpretativo<sup>21</sup> – è stato avviato un profondo rinnovamento che ha prodotto (*i.e.* sta producendo) il passaggio dall'«Europa del mercato all'Europa dei diritti»<sup>22</sup>. Un ordinamento dunque fondato – non più su un'economia di mercato in libera concorrenza” ma – su “un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale” (art. 3, co. III, del Trattato dell'Unione Europea)”<sup>23</sup>.

Il riferimento alle istanze sociali sta dunque ad indicare che “la tutela della libertà economiche e (quindi) della concorrenza rappresenta uno dei compiti fondamentali dello Stato (...), ma in un quadro più ampio di funzioni” tra le quali rientrano quelle dirette “a realizzare risultati (la stabilità economica, la tutela di categorie sociali strutturalmente deboli, la garanzia d'accesso per tutti a beni e servizi pubblici) che i mercati, per quanto ben funzionanti, non sono in grado di realizzare da soli”<sup>24</sup>.

Pertanto, fermo restando l'impianto liberale, l'ordinamento europeo si apre ad istanze di giustizia sociale.

Con specifico riferimento al mercato finanziario, tale tendenza sembra potersi cogliere a partire dalle c.d. Direttive MIFID<sup>25</sup>. *Ivi* non solo si perfezionano gli strumenti di protezione del risparmiatore/investitore, differenziando le regole di comportamento per gli intermediari e le rispettive tutele in relazioni alle diverse tipologie (cliente al dettaglio, professionista, controparte qualificata) in modo da ‘rafforzare’ quelle dirette ai ‘contraenti (più) deboli’<sup>26</sup>, ma si pongono specifiche regole a garanzia del diritto di *chiunque alla tutela del risparmio*, quali divieti alla conclusione degli

<sup>20</sup> Su cui v. R. Bifulco, M. Cartabia, A. Celotto (a cura di), *L'Europa dei diritti. Commentario alla Carta di diritti fondamentali dell'Unione europea*, Bologna, 2001.

<sup>21</sup> G. Bronzini, V. Piccione (a cura di), *La Carta e le Corti. I diritti fondamentali nella giurisprudenza europea multilivello*, Taranto, 2007.

<sup>22</sup> S. Rodotà, *Il Codice civile e il processo costituente europeo*, in *Riv. crit. dir. civ.*, 2005, p. 21; M. Cartabia, *Il Trattato di Lisbona – I diritti fondamentali in Europa dopo Lisbona: verso nuovi equilibri?*, in *Gior. dir. amm.*, 3, 2010, p. 226.

<sup>23</sup> P. De Pasquale, *Libera concorrenza e economia sociale di mercato*, in *Dir. pubb. comp. eur.*, 1, 2009, p. 81 ss.

<sup>24</sup> M. Libertini, *Concorrenza (voce)*, in *Enc. dir.*, Milano, 2010, p. 191 ss (spec. p. 238).<sup>25</sup> Dir. 2004/39/CE e 2006/73/CE.

<sup>26</sup> F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio*, cit., p. 19.

scambi che possano porre a rischio la tenuta del mercato e la sua stessa idoneità a soddisfare bisogni sociali (*i.e.* le operazioni inadeguate per il cliente) <sup>27</sup>.

#### 1.2.4. *La legislazione successiva alla crisi finanziaria: il modello europeo a un bivio*

La crisi finanziaria globale del 2007 ha segnato una battuta d'arresto in questo processo.

L'analisi delle inadeguatezze degli strumenti di controllo ha fatto emergere la necessità di una vigilanza più attenta alla dimensione sistemica degli operatori e delle attività finanziarie e di una regolazione di tipo 'macro-prudenziale' estesa a tutti i settori e gli strumenti rilevanti.

Sul piano politico ha però rafforzato la consapevolezza della necessità di affiancare alla promozione delle libertà economica obiettivi di sicurezza e coesione sociale.

Le risposte giuridiche alla crisi si sono sviluppate in più fasi, l'ultima delle quali è ancora in atto e manca di un completo inquadramento sistematico.

In un primo momento, si è fatto ricorso a tradizionali strumenti di intervento diretto nell'economia degli Stati nazionali <sup>28</sup> i quali frustrano *ab origine* le esigenze di tutela del risparmio popolare perché "chiamano" tutti i cittadini/contribuenti a concorrere al ripianamento dei dissesti finanziari degli intermediari bancari e finanziari <sup>29</sup>.

In un secondo momento, il legislatore europeo ha elaborato una serie di discipline aventi l'obiettivo di ampliare l'intervento a settori prima lasciati all'autoregolamentazione – o alla disciplina dei *network* di regolatori globali <sup>30</sup> –, istituire un livello di vigilanza macro-prudenziale e rendere più rigorosa la sorveglianza micro-prudenziale sugli operatori.

Si è intrapreso così un percorso di progressiva unificazione a livello europeo delle funzioni di regolazione, vigilanza e risoluzione delle crisi <sup>31</sup>. La regolazione basata sull'armonizzazione minima e sul principio dell'*home country control* cede il passo a un sistema composto dall'*European Systemic Risk Board* con competenze in materia di vigilanza sistemica e da tre autorità (*European Supervisory Authorities* –

<sup>27</sup> D. Imbruglia, *Regole di adeguatezza e validità del contratto*, in *Persona e mercato*, 2016, pp. 34-40.

<sup>28</sup> Si v. G. Sciascia, *I profili pubblicistici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1, 2017, 413 ss; G. Napolitano, *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giornale dir. amm.*, 2009, p. 429.

<sup>29</sup> D. Siclari, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari*, cit., p. 195.

<sup>30</sup> V. M. De Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, cit., p. 244 ss.

<sup>31</sup> Su cui, tra gli altri, S. Cassese, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Gior. dir. amm.*, 1, 2014, p. 79 ss; F. Zatti, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012, pp. 1-45; M. De Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, cit., pp. 102-111; S. Amorosino, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla Regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2016, p. 391 ss.

ESA) incaricate del coordinamento della vigilanza micro-prudenziale nei tre settori del mercato finanziario: l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

Alle agenzie europee sono affidate rilevanti funzioni regolamentari, mentre la vigilanza è rimessa, salvo alcune eccezioni<sup>32</sup>, alle autorità nazionali<sup>33</sup>.

In questo quadro, non solo la competenza è avocata a livello centrale, ma l'attività di regolazione e controllo sta progressivamente mutando i suoi caratteri di fondo.

Alla promozione della concorrenza si affiancano nuovi obiettivi di protezione degli investitori nei confronti delle forme più spregiudicate di esercizio delle libertà economiche<sup>34</sup> e di tutela della stabilità del mercato nel suo complesso.

Quanto ai caratteri, mantiene l'impronta di attività tecnica affidata ad autorità indipendenti dalle istituzioni politiche, ma vede ampliato il suo ambito di applicazione e, con riferimento a determinati profili<sup>35</sup>, torna a presentare carattere autoritativo-conformativo. Ancora più evidente è la "torsione autoritativa" dei poteri previsti dal meccanismo di gestione delle crisi bancarie che pur si continua a giustificare in chiave liberale. L'istituto del *bail in* porta alle estreme conseguenze la prospettiva di 'responsabilizzazione' del singolo investitore (non solo azionista, ma anche obbligazionista e depositante sopra i 100.000) al punto da far ricadere anche su questi gli effetti negativi dell'eventuale insolvenza dell'intermediario<sup>36</sup>.

In sostanza, il sistema europeo è a un bivio: non ha (ancora) abbandonato la tendenza a valorizzare la dimensione soggettiva degli interessi coinvolti (*i.e.* i diritti dei soggetti), ma la crescente complessità dei fenomeni economici e i limiti dimostrati dalla tecniche di *deregulation* – che sono risultate inadeguate sia sotto il profilo oggettivo (tutela della stabilità del sistema finanziario ed economico) che sotto quello soggettivo (tutela dei risparmiatori non professionisti) – sta giustificando la riproposizione di vecchi paradigmi.

Ebbene, dato questo quadro, la convinzione è che i principi dei Trattati europei, ove la tutela delle libertà economiche (finalmente) si affianca alla promozione di

---

<sup>32</sup> Su cui v. M. Lamandini, *La vigilanza diretta dell'ESMA. Un modello per il futuro?*, in *Giur. com.*, 4, 2016, p. 448 ss.

<sup>33</sup> V. F. Zatti, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo*, cit., pp. 25-37; M. De Bellis, *Unificazione, differenziazione e tecnificazione nella regolazione europea dei mercati finanziari*, in S. Civitarese Matteucci, L. Torchia (a cura di), *La tecnificazione*, vol. IV degli Studi "A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana" a cura di L. Ferrara e D. Sorace, Firenze, 2016, p. 239 ss.

<sup>34</sup> Ad esempio le misure strutturali relative agli istituti sistemicamente rilevanti, come i divieti relativi a certe tipologie di strumenti finanziari derivati.

<sup>35</sup> Quali i poteri di autorizzazione alla registrazione delle agenzie di *rating* del credito di cui al Reg. UE n. 513/2011 del Parlamento e del Consiglio dell'11 maggio 2011, che modifica il Reg. CE n. 1060/2009.

<sup>36</sup> Sul punto, da ultimo, v. P. Rossi, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, pp. 1-41.

istanze sociali, non consentono di ‘tornare indietro’.

Il quadro giuridico e l’odierna realtà economica richiedono invece di ‘affinare’ i nuovi strumenti di regolazione (modello di regolazione *soft* e prudenziale) per adeguarli alla necessità di tutelare in modo proporzionato tutti gli interessi, tanto i diritti degli attori del mercato quanto i diritti ‘del chiunque’ ovvero di chi indirettamente subisce gli effetti della vigilanza e delle sue inefficienze <sup>37</sup>.

### 1.3. *La centralità dell’organizzazione*

In questa prospettiva la dimensione organizzativa assume un’importanza centrale. L’aspetto più innovativo del nuovo sistema europeo di regolazione dei mercati finanziari riguarda che è destinato a condizionare la futura evoluzione della disciplina sostanziale. Le nuove agenzie europee – e per quanto più rileva l’ESMA – che sono incaricate di “curare l’esclusivo interesse dell’Unione Europea” e, perciò, sono indipendenti sia dalle istituzioni politiche europee sia dagli interessi dei singoli Stati membri (art. 42 Reg. UE 1095/2010), allentano ulteriormente il collegamento con la sovranità nazionale e rafforzano la tecnicizzazione delle funzioni amministrative di questo settore. Ciò rende necessaria un’analisi dei loro caratteri organizzativi, e in particolare delle loro ‘fonti di legittimazione’, perché è su questo piano che, a mio giudizio, si misura la maggiore distanza del vigente modello europeo rispetto all’impianto dell’art. 47, II comma, Cost..

La riflessione, che con queste pagine si può soltanto iniziare a svolgere, muove dai seguenti dati.

#### 1.3.1. *La necessaria “pluri-legittimazione” delle amministrazioni pubbliche*

La Costituzione Repubblicana – ancor più dopo la riforma del titolo V – individua due fondamentali istituti di legittimazione del potere pubblico: il *principio di legalità costituzionale* – da cui deriva la necessità di una legge costituzionalmente legittima quale fonte di attribuzione e disciplina del potere (regolamentare e amministrativo) – e il *principio di rappresentanza democratica delle istituzioni politiche*, in base al quale occorre un collegamento (diretto o indiretto) con il corpo elettorale quale fonte di legittimazione degli organi titola-

---

<sup>37</sup> Esattamente come per rimediare alle conseguenze negative del processo di esternalizzazione in materia di servizi pubblici non è possibile né necessario riproporre un intervento diretto del soggetto pubblico, ma occorre valorizzare l’autonomia negoziale dell’amministrazione per rendere la contrattazione pubblica uno strumento di perseguimento di politiche sociali (di tutela del lavoro o dell’ambiente) ugualmente efficace ma meno lesiva delle libertà economiche private. Per questa prospettiva si vedano i contributi raccolti in C. Marzuoli, S. Torricelli (a cura di), *La dimensione sociale della contrattazione pubblica. Disciplina dei contratti ed esternalizzazioni sostenibili*, cit.

ri del potere normativo (almeno di livello primario).

Le istituzioni pubbliche preposte al governo dell'ordinamento creditizio italiano al momento in cui fu approvata la Costituzione rispondevano a questi principi.

Il sistema bicefalo, composto dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (presieduto dal Ministero del Tesoro) e dalla Banca d'Italia, aveva una legittimazione sostanzialmente politica.

La Consob, nell'impianto della l. n. 216 del 1974, di conversione del d.l. n. 95 del 1974 era configurata come organismo tecnico dell'amministrazione dello Stato posto sotto la responsabilità del Ministero del Tesoro<sup>38</sup>, seppur formato da membri di comprovata competenza e di indiscussa indipendenza.

Anche sotto questo profilo la trasformazione, sebbene in parte anticipata dal diritto nazionale<sup>39</sup>, è stata promossa dalle fonti comunitarie che hanno permesso, e poi imposto, l' 'indipendenza' delle autorità competenti (Banca d'Italia e Consob) in applicazione del principio per cui l'attività di regolazione dei mercati dev'essere tecnicamente qualificata e neutrale rispetto agli interessi, pertanto deve essere affidata ad organi in posizione di terzietà e indipendenza dagli organi politici<sup>40</sup>.

L'esigenza di terzietà implica la distanza tra regolatore e regolati; quindi, dato il ruolo allora esercitato dallo Stato nel governo dell'economia, le funzioni di vigilanza furono attribuite a soggetti sottratti al potere di indirizzo del governo. D'altra parte, l'indipendenza dagli organi politici era necessaria per il corretto svolgimento delle funzioni di 'amministrazione comunitaria indiretta' conferite alle autorità: l'effettiva realizzazione del mercato unico richiedeva amministrazioni 'protette' dai possibili tentativi dei governi e delle politiche nazionali di opporsi a tale obiettivo<sup>41</sup>.

In questo quadro, le autorità competenti nel settore hanno rappresentato la pri-

---

<sup>38</sup> V. l'art. 1, co. 1 e 3, della legge 7 giugno 1974, n. 216 in base alla quale la Consob era tenuta a presentare al Ministro una relazione annuale; ex art. 3, co. 2, gli atti generali erano sottoposti al visto di esecutività ministeriale; i membri erano scelti dal governo e rimanevano in carica per breve tempo, non aveva autonomia finanziaria e organizzativa: i regolamenti di organizzazione erano sottoposti ad approvazione governativa e i rendiconti erano soggetti al controllo della Corte dei conti. Sul punto v., tra i molti, F. Zatti, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo*, cit., pp. 113-119; G. Romagnoli, *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012, pp. 10-15.

<sup>39</sup> V. legge 4 giugno 1985, n. 281 con cui si attribuì personalità giuridica a Consob (art. 2) e fu abolito il visto di esecutività ministeriale sugli atti della stessa (art. 5) Sull'evoluzione della disciplina regolativa della Consob v. F. Zatti, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo*, cit., pp. 111-136; G. Romagnoli, *Consob. Profili e attività*, cit., pp. 1-44.

<sup>40</sup> V. S. Cassese, C. Franchini (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996; M. Clarich, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005; G. Gitti (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006; M. D'Alberti, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008, p. 51.

<sup>41</sup> M. D'Alberti, *Il valore dell'indipendenza*, in M. D'Alberti, A. Pajno (a cura di) *Arbitri dei mercati*, Bologna, 2010, pp. 14-15.



ma e più evoluta esperienza di modello organizzativo alternativo a quello politico-ministeriale, nel quale, fermo restando la vigenza del principio di legalità (ex art. 97 Cost.), la legittimazione politica-democratica degli organi viene 'sostituita' da quella 'tecnica', sul presupposto per cui il principio di efficacia dell'attività amministrativa, in settori ad alta specializzazione tecnica, giustifica (o secondo alcuni richiede) l'indipendenza dall'indirizzo politico di governo<sup>42</sup>.

L'ampissimo dibattito teorico che ha accompagnato l'evoluzione del modello e, ancor più, il perfezionamento delle fonti di disciplina delle singole autorità hanno portato a individuare gli elementi essenziali per assicurarne la piena compatibilità costituzionale: la soggezione al principio di legalità (con connesso controllo giurisdizionale) e la previsione legislativa di garanzie procedimentali e partecipative.

Le regole procedimentali sono necessarie per limitare il tasso di discrezionalità del processo decisionale e dunque l' 'allentamento' del principio di legalità sostanziale<sup>43</sup>; l'applicazione del contraddittorio procedimentale e di forme di consultazione e partecipazione dei gruppi di interesse si ritengono idonei a sopperire alla mancanza della dialettica delle istituzioni democraticamente rappresentative<sup>44</sup>.

In estrema sintesi, il rispetto dei principi del procedimento e della partecipazione sono considerati requisiti necessari per integrare la 'legittimazione tecnica' delle autorità e sufficienti per bilanciare l'assenza di collegamento diretto con il circuito politico-rappresentativo.

Di recente, autorevole dottrina ha messo in evidenza che i Trattati europei, nella versione successiva alla riforma di Lisbona, attribuiscono espresso 'valore costituzionale' a queste due ulteriori forme di legittimazione. In particolare, è stato osservato che la legittimazione procedimentale e da partecipazione trova riconoscimento nell'art. 11 TUE e negli artt. 41 e 42 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea; quella tecnica o 'per risultati', oltre a ispirare le

---

<sup>42</sup> Sui caratteri del modello organizzativo delle attività indipendenti, v., tra i molti, M. D'Alberti, *Autorità indipendenti*, in *Enc. giur.*, Roma, Treccani, 1995, pp. 1 ss; S. Cassese - C. Franchini (a cura di), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti*, Bologna, 1996; F. Merusi, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000; M. Manetti, *Autorità indipendenti (dir. cost.)*, in *Enc. giur.*, vol. IV, Roma, Treccani, 1997, pp. 1 ss.; F. Merusi - M. Passaro, *Autorità indipendenti*, *Enc. dir.*, Agg., IV, Milano, Giuffrè, 2002, pp. 143-193; N. Longobardi, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, Torino, 2004; M. Clarich, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, cit., 2005; Id., *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2015, pp. 342 ss.; M. Cuniberti, *Autorità amministrative indipendenti e libertà costituzionali*, Milano, 2007; M. De Benedetto, *Autorità indipendenti*, in *Diz. dir. pubb.* diretto da S. Cassese, Vol. I, Milano, 2006, p. 588.

<sup>43</sup> S. Frego Lupi, *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999, pp. 183-184; N. Longobardi (a cura di), *Autorità amministrative indipendenti e sistema istituzionale*, cit., p. 100.

<sup>44</sup> V., tra gli altri, M. Ramajoli, *Procedimento regolatorio e partecipazione*, 2009, 12, in [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it); M. Clarich, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, cit., p. 75; V. Cerulli Irelli, *Sul potere normativo delle autorità amministrative indipendenti*, in M. D'Alberti, A. Pajno (a cura di), *Arbitri dei mercati*, cit., pp. 103-104.

disposizioni dei Trattati relative alla BCE e il diritto derivato concernente le altre Autorità indipendenti (*in primis* la nuova Unione Bancaria e le nuove autorità di regolazione dei mercati finanziari), è sancita dagli art. 6, 197 e 298, c. 1 del TFUE <sup>45</sup>.

Alla luce di tali elementi, sembra potersi sostenere che un dato modello organizzativo può dirsi coerente con il vigente impianto costituzionale ed europeo se, fermo restando il principio di legalità, <sup>46</sup> risulta 'pluri-legittimato' ovvero se assicura la contemporanea e proporzionata presenza delle tre forme di legittimazione: politico-democratica, tecnica, da partecipazione.

### 1.3.2. *Le criticità del sistema europeo di vigilanza finanziaria*

Ebbene, in questa prospettiva, il vigente sistema organizzativo dei mercati finanziari non sembra pienamente adeguato. In forza delle recenti riforme si è ulteriormente rafforzato la *legittimazione tecnica*, mentre sono state significativamente 'ridotte' non solo il ruolo della componente politico-rappresentativa, ma anche la portata garantista delle regole procedurali e partecipative.

Come noto, le nuove autorità europee, tra cui in particolare ESMA, sono strutture dotate di personalità giuridica a composizione quasi esclusivamente tecnica. In particolare sono formate da: un consiglio delle autorità di vigilanza – di cui fanno parte i vertici delle autorità nazionali competenti, un rappresentante della Commissione e un rappresentante delle altre due autorità europee –, un consiglio di amministrazione – costituito da sei membri del consiglio delle autorità – un presidente, un direttore esecutivo e una commissione di ricorso.

All'ESMA sono attribuiti poteri di regolazione particolarmente incisivi e poteri di vigilanza diretta in alcuni casi espressamente disciplinati dal Regolamento istitutivo (artt. 17-19 Reg. UE n. 1095/2010).

I poteri di regolazione implicano l'adozione di norme tecniche, orientamenti e raccomandazioni. Le norme tecniche sono di due tipi: norme di regolamentazione, nelle materie in cui tal potere è delegato dal Parlamento e dal Consiglio, e norme di attuazione. Il procedimento di approvazione prevede un limitato potere di controllo da parte delle istituzioni politiche: il progetto di norma tecnica (di regolazione e di attuazione) è sottoposto all'approvazione della Commissione che, però, qualora non intenda approvarlo o apporvi modifiche deve fornire esplicita giustificazione e seguire un elaborato procedimento per coordinarsi con l'autorità (art. 10 e 15). Al Consiglio e al Parlamento è conferita la facoltà di sollevare motivate obiezioni solo rispetto all'adozione di norme tecniche di regolamentazio-

---

<sup>45</sup> M. P. Chiti, *La legittimazione per risultati dell'Unione Europea quale "comunità di diritto amministrativo"*, in *Riv. it. dir. pubb. com.*, 2, 2016, p. 397 ss.

<sup>46</sup> Il rispetto del principio di legalità è condizione preliminare e imprescindibile, rispetto al quale le regole di composizione o di funzionamento degli organi, non possono svolgere alcuna funzione di supplenza o di integrazione.

ne entro tre mesi dall'adozione della norma da parte della Commissione (termine che si riduce a un mese se la Commissione ha approvato senza modifiche il progetto presentato dall'ESMA, v. art. 13).

L'intento è dichiarato: nel regolamento istitutivo (cons. n. 23) è affermato espressamente che i progetti di norme tecniche «dovrebbero essere modificati [dalla Commissione] soltanto in circostanze molto limitate e straordinarie, dal momento che l'Autorità è l'attore a stretto contatto con i partecipanti ai mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano».

Alla normativa tecnica si aggiungono gli orientamenti e le raccomandazioni indirizzate alle autorità nazionali di vigilanza o ai partecipanti ai mercati finanziari al fine di promuovere la diffusione di prassi di vigilanza uniformi e di assicurare l'applicazione coerente del diritto dell'Unione. Anche tali atti, seppur non formalmente vincolanti, sono destinati ad assumere un rilevante efficacia orientativa posto che sia le autorità pubbliche sia gli operatori del mercato che non intendano conformarsi devono informarne l'Autorità, motivando la decisione.

L'ESMA è poi titolare di poteri di vigilanza diretta attivabili in caso di violazione del diritto dell'UE, in situazioni di emergenza o per risolvere controversie tra le autorità nazionali di vigilanza (artt. 17-19 reg. UE n. 1095/2010) e, sulla base della normativa successiva, ha ampi margini di intervento nel controllo sulle agenzie di rating e di operazioni su derivati finanziari<sup>47</sup>

Com'è evidente vi è un ulteriore (rispetto al precedente modello Lamfalussy) «allontanamento delle norme dai circuiti della rappresentanza politica»<sup>48</sup>.

Vi è da chiedersi dunque in base a quali meccanismi sia elaborato "l'interesse esclusivo dell'Unione" che le Autorità devono perseguire nel suo insieme, "senza chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell'Unione, né dai governi degli Stati membri" (art. 42 Reg. UE, n. 1095/2010).

Infatti, benché il regolamento istitutivo si preoccupi di precisare che "l'esercizio delle funzioni da parte dell'autorità non devono implicare decisioni strategiche o scelte politiche", è difficile sostenere che la relativa attività sia meramente tecnica e non sia influenzata da criteri di opportunità e da bilanciamenti di interessi.

Del resto, la Corte di Giustizia nel riconoscere la legittimità del potere di vietare le vendite allo scoperto dei *credit default swap*, conferito dall'art. 28 del Reg. UE n. 236/2012<sup>49</sup>, non è scesa nel merito della natura delle decisioni che l'ESMA può

<sup>47</sup> V. sul punto M. De Bellis, *Unificazione, differenziazione e tecnificazione nella regolazione europea dei mercati finanziari*, cit., pp. 245-248; F. Zatti, *ul. op. cit.*, pp. 25-32.

<sup>48</sup> P. Bilancia, *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2008, p. 58.

<sup>49</sup> Corte Giust. UE, Grande Sezione, 22 gennaio 2014, causa C-270/12, Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea.

adottare (non ha quindi negato che implicano valutazioni opinabili<sup>50</sup>), ma si è limitata ad escludere la sussistenza di margini di discrezionalità sul presupposto per cui la loro adozione è condizionata da requisiti sostanziali puntualmente predeterminati e circoscritti nonché da puntuali regole procedurali<sup>51</sup>.

Tuttavia, pare lecito dubitare che le regole procedurali previste dai regolamenti istitutivi (e dagli altri regolamenti di settore) siano adeguati a svolgere una reale funzione difensiva/garantista.

Nei procedimenti regolatori, la partecipazione è sostanzialmente ridotta alle forme della consultazione pubblica e della richiesta di parere al gruppo delle parti organizzate (previsto all'art. 37 del Reg. UE n. 1095/2010); quindi accessibile solo per gli attori 'più forti' del mercato<sup>52</sup>. E comunque può essere esclusa sulla base di una valutazione discrezionale della stessa autorità: per ragioni di urgenza o perché la consultazione è ritenuta sproporzionata rispetto all'impatto e alla portata del progetto di norma tecnica interessato<sup>53</sup>.

D'altra parte nei procedimenti volti all'adozione di provvedimenti puntuali di vigilanza, la prassi applicativa sembra mostrare una certa flessibilità nell'ammettere deroghe ai principi del giusto processo giustificate da ragioni di interesse generale<sup>54</sup>.

Questi cambiamenti sono destinati a riflettersi sulle funzioni di Consob (che, ex art. 40 reg. UE n. 1095/2010, partecipa per mezzo del suo presidente al Consiglio di ESMA) che sono (e saranno progressivamente sempre di più) attuative di regole e indirizzi posti dall'autorità europea.

In definitiva, nella nuova architettura di regolazione e vigilanza dei mercati fin-

---

<sup>50</sup> Com'è stato osservato, infatti, l'efficacia dei divieti relativi alle vendite allo scoperto è fortemente dibattuta tra gli economisti, talché le relative decisioni di ESMA non possono che presentare margini di opinabilità tecnica. V. M. De Bellis, *op. cit.*, 2016, pp. 252.

<sup>51</sup> Ed infatti la sentenza della Corte è stata interpretata come un legittimazione esplicita dell'attribuzione di poteri decisionali di natura discrezionale (i.e. nel senso di concernente interessi) alle autorità di vigilanza europee. V. M. P. Chiti, *op. cit.* § 7; M. De Bellis, *ul. op. cit.*, p. 252.

<sup>52</sup> Osserva P. Bilancia, *op. cit.*, pp. 57-58: con riferimento alle consultazioni pubbliche «...se questa forma di "partecipazione" può avere una sua effettiva attuazione per quel che riguarda gli operatori, difficilmente viene realizzata – o, quanto meno, con risultati apprezzabili – per quel che riguarda i consumatori, generalmente meno rappresentati o rappresentati da associazioni della cui rappresentatività si può legittimamente dubitare».

<sup>53</sup> V. art. 10, c. 1, e 15, c.1., reg. UE n. 1095/2010. Prima di presentare i progetti di norme tecniche di attuazione alla Commissione, l'Autorità effettua consultazioni pubbliche e analizza i relativi costi e benefici potenziali, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di norme tecniche di attuazione interessate o in relazione alla particolare urgenza della questione. L'Autorità chiede altresì il parere del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati di cui all'articolo 37.

<sup>54</sup> V. Board of Appeal of the ESMA, Decision given under articolo 60.4. Regulation (UE) No. 1095/2010 in Appeal by Global Private Rating Company "Standard Rating" Ltd against a decision of the European Security and market Authority, 10 gennaio 2014 su cui v. M. De Bellis, *ul. op. cit.*, pp. 253-254.

anziani sembrano mancare due delle fondamentali fonti di legittimazione che devono caratterizzare le istituzioni pubbliche.

Le regole sono elaborate da autorità a composizione meramente tecnica, mediante procedimenti che non rispondono ai principi della rappresentanza democratica e con meccanismi partecipativi che non danno «voce» a tutti gli interessi potenzialmente interessati da quell'attività (ma solo a quelli degli attori più organizzati del mercato).

Un tale assetto non sembra conforme né all'impianto dell'art. 47 Cost. né alle condizioni di compatibilità (pur comunque discutibili) delineate dalla Corte di Giustizia.

## Bibliografia

- AMOROSINO S., *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla Regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2016, 391 ss.
- AMOROSINO S., *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, Napoli, 2014.
- BARONCELLI S., *Art. 47*, in R. Bifulco-A. Celotto-M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006, 946 ss.
- BATTINI S. (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007.
- BIFULCO R.-CARTABIA M.-CELOTTO A. (a cura di) *L'Europa dei diritti. Commentario alla Carta di diritti fondamentali dell'Unione europea*, Bologna, 2001.
- BILANCIA P., *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2008, 45 ss.
- BRONZINI G.-PICCIONE V. (a cura di), *La Carta e le Corti. I diritti fondamentali nella giurisprudenza europea multilivello*, Taranto, 2007.
- BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalismo.it*, 2, 2016, 49 ss.
- CALDERAI V., *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della "fine della finanza"*, in *Resp. civ. prev.*, 7-8, 2011, 1517ss.
- CARTABIA M., *Il Trattato di Lisbona – I diritti fondamentali in Europa dopo Lisbona: verso nuovi equilibri?*, in *Gior. dir. amm.*, 3, 2010, 226 ss.
- CASSESE S.-FRANCHINI C. (a cura di), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti*, Bologna, 1996.
- CASSESE S., *La lunga durata delle istituzioni economiche degli anni Trenta*, in *Le istituzioni finanziarie degli anni Trenta*, Bologna, 1982, 197 ss.
- CASSESE S., *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Gior. dir. amm.*, 1, 2014, 79 ss.
- CERULLI IRELLI V., *Sul potere normativo delle autorità amministrative indipendenti*, in M. D'Alberti-A. Pajno (a cura di), *Arbitri dei mercati*, Bologna, 2010, 103 ss.
- CHITI M.P., *La legittimazione per risultati dell'Unione Europea quale "comunità di diritto amministrativo"*, in *Riv. it. dir. pubb. com.*, 2, 2016, 397 ss.
- CLARICH M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005.
- CLARICH M., *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2015.

- CLARICH M., *La responsabilità della Consob nell'esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Corte di cassazione n. 500/99*, in *Danno e Resp.*, 2, 2002, 220 ss.
- CUNIBERTI M., *Autorità amministrative indipendenti e libertà costituzionali*, Milano, 2007.
- D'ALBERTI M., *Autorità indipendenti*, in *Enc. giur.*, Roma, 1995.
- D'ALBERTI M., *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008.
- D'ALBERTI M., *Il valore dell'indipendenza*, in M. D'Alberti-A. Pajno (a cura di) *Arbitri dei mercati*, Bologna, 2010.
- DE BELLIS M., *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012.
- DE BELLIS M., *Unificazione, differenziazione e tecnificazione nelle regolazione europea dei mercati finanziari*, in S. Civitarese Matteucci-L. Torchia (a cura di), *La tecnificazione*, vol. IV degli Studi "A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana" a cura di L. Ferrara e D. Sorace, Firenze, 2016, 239 ss.
- DE BENEDETTO M., *Autorità indipendenti*, in *Diz. dir. pubb.* diretto da S. Cassese, Vol. I, Milano, 2006, 588 ss.
- DE PASQUALE P., *Libera concorrenza e economia sociale di mercato* in *Dir. pubb. comp. eur.*, 1, 2009, 81ss.
- FERRARA L., *Individuo e potere. In un giuoco di specchi*, in *Dir. pubbl.*, Supplemento 3, 2016, 11 ss.
- FREGO LUPI S., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999.
- GIANNINI M.S., *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia* in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1939, 1 ss.
- GITTI G. (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006.
- GROSSI P., *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, relazione tenuta all'ABI, 19 Maggio 2017.
- IMBRUGLIA D., *Regole di adeguatezza e validità del contratto*, in *Persona e mercato*, 2016, 21 ss.
- LAMANDINI M., *La vigilanza diretta dell'ESMA. Un modello per il futuro?*, in *Giur. com.*, 4, 2016, 448 ss.
- LIBERTINI M., *Concorrenza (voce)*, in *Enc. dir.*, Milano, 2010, 191 ss.
- LOMBARDI E.M., *La «responsabilizzazione» delle autorità di controllo del mercato finanziario. Modelli e funzioni*, Napoli, 2016.
- LONGOBARDI N. (a cura di), *Autorità amministrative indipendenti e sistema istituzionale*, Torino, 2004.
- MANETTI M., *Autorità indipendenti (dir. cost.)*, in *Enc. giur.*, vol. IV, Roma, Treccani, 1997.
- MARZUOLI C.-TORRICELLI S. (a cura di), *La dimensione sociale della contrattazione pubblica. Disciplina dei contratti ed esternalizzazioni sostenibili*, Napoli, 2017.
- MERUSI F., *Art. 47* in *Commentario alla Costituzione* diretto da Branca, Bologna-Roma, 1980, 154.
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000.
- MERUSI F.-PASSARO M., *Autorità indipendenti*, *Enc. dir.*, Agg. IV, Milano, 2002, 143 ss.
- NAPOLITANO G., *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giornale dir. amm.*, 2009, 429 ss.
- NIGRO M., *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969.
- OCCHIENA M., *La riforma della vigilanza finanziaria dell'Unione Europea*, in *Il diritto dell'economia*, 4, 2010, 637 ss.

- ORSI BATTAGLINI A., *L'«astratta e infeconda idea». Disavventure dell'individuo nella cultura giuspubblicistica (a proposito di tre libri di storia del pensiero giuridico)*, in Id., *Scritti giuridici*, Milano, 2007, 1309 ss.
- PIOGGIA A., *Servizi e disservizi. Piccolo contributo alla ricerca del senso pubblico del servizio*, in *Costituzionalismo.it*, 1, 2017, 1ss.
- PISANESCHI A., *Credito e risparmio*, in *Diz. dir. pubbl.* diretto da S. Cassese, Milano, 2006, 1683 ss.
- RAMAJOLI M., *Procedimento regolatorio e partecipazione*, in *www.giustamm.it*, 2009, 12.
- RODOTÀ S., *Il Codice civile e il processo costituente europeo*, in *Riv. crit. dir. civ.*, 2005, 21 ss.
- ROMAGNOLI G., *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012.
- ROSSI P., *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, 1ss.
- SCIASCIA G., *I profili pubblicistici del credito tra dimensione nazionale e innovazioni sovranazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1, 2017, 413 ss.
- SICLARI D., *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 1, 2016, 189ss.
- SPAGUOLO VIGORITA V., *Profili costituzionali dell'esercizio del credito*, in *Rass. dir. pubbl.*, 1962, 351 ss.
- TORCHIA L., *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992.
- TORRICELLI S., *Libertà economiche europee e regime del provvedimento amministrativo nazionale*, Santarcangelo di Romagna, 2012.
- VESPERINI G., *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare. Contributo allo studio delle funzioni regolative*, Padova, 1993.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Scritti in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1479 ss.
- ZATTI F., *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012.
- ZITO A., *Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore*, in *Dir. econ.*, 1, 2008, 77 ss.

# I CODICI DI COMPORTAMENTO DEGLI OPERATORI FINANZIARI: NOTE BREVI SULLA TUTELA DEL RISPARMIO

*Serena Stacca*

SOMMARIO: 1.1. I codici di comportamento degli operatori finanziari: scopo dell'indagine – 1.2. Il fenomeno nella disciplina dei mercati finanziari: cenni. – 1.3. La rilevanza giuridica delle regole contenute nei codici di comportamento: fonti di tutela per il risparmiatore? – 1.3.1 La tutela indiretta: il ruolo dei sistemi sanzionatori disciplinari endoassociativi; – 1.3.2 La tutela a fronte del potere sanzionatorio dell'Organismo di vigilanza e di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari; – 1.3.3 La tutela davanti agli organi giurisdizionali e stragiudiziali. – 1.4. Nota conclusiva

## 1.1. *I codici di comportamento degli operatori finanziari: scopo dell'indagine*

La codificazione di regole di comportamento individuate direttamente dagli organismi rappresentativi di interi settori della società costituisce un fenomeno tra i più diffusi “dell'odierna dinamica dei rapporti civili”<sup>1</sup>. Dalle attività professionali alle imprese private, dalle associazioni riconosciute ai partiti e movimenti politici “si assiste alla diffusione di strumenti normativi volti a indicare, agli appartenenti a un'organizzazione o agli esponenti di una categoria, i *boni mores*”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, in *Foro it.*, V, 2005, c. 197. A dispetto delle apparenze non è però un fatto nuovo. È stato infatti osservato che “[q]uando [...] si pone l'accento, con riguardo al tempo presente, nel quadro di una crisi della stessa idea di «sistema», sullo spostamento della produzione normativa dagli antichi centri di una legislazione unificata da comuni poli logici verso nuove periferie non sempre facilmente individuabili, non si coglie una novità sostanziale, ma semmai si individua la diversa misura (rispetto al passato) del rapporto fra centro e periferia ed in particolare l'accentuato spostamento dei fatti di normazione dalle emittenti pubbliche a quelle (dichiaratamente od occultamente) private” (N. LIPARI, *La formazione negoziale del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 307).

<sup>2</sup>Formula che B. G. MATTARELLA, *Le regole dell'onestà. Etica, politica, amministrazione*, Bologna, 2007, 139, usa per descrivere un fenomeno proprio “del nostro tempo”, cioè “la codificazione dell'etica”.

Un'elencazione seppure esemplificativa delle fonti di autodisciplina nei contesti organizzati della società civile si trova in P. ZATTI (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell'utente*, Padova, 1996.



Nel settore finanziario, il fenomeno assume particolare rilevanza. La codificazione appare, infatti, decisiva per completare il quadro di norme entro cui agiscono i soggetti che operano nel mercato finanziario, al duplice fine di assicurare la stabilità del mercato stesso (uniformando le regole del gioco<sup>3</sup>), e di rafforzare il vincolo fiduciario che contraddistingue le negoziazioni finanziarie. I codici di comportamento degli operatori di mercato servono, in particolare, a consolidare i profili di disciplina che, nell'ambito dei contratti qualificati (in generale) 'di credito'<sup>4</sup>, insistono sulle modalità di contrattazione e che riducono, nei limiti consentiti dalla fisionomia del mercato, il rischio dell'investitore, attraverso "consenso informato, libertà di scelta, coerenza ed effettività della regola giuridica"<sup>5</sup>.

---

Il fatto che si tratti di un fenomeno tanto diffuso quanto variegato nelle sue manifestazioni è interpretato come la dimostrazione della crisi del monopolio legislativo "in termini di produzione di *rules of law* tese all'intervento diretto dello Stato nei rapporti socio-economici" (G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro it.*, V, 2000, c. 89). Tanto da osservarsi che "il modello del diritto regolativo assunto dallo Stato sociale contemporaneo come uno dei meccanismi principali di realizzazione del *Welfare State* appare sempre meno adatto a controllare la crescente complessità delle relazioni sociali ed economiche" (G. PIEPOLI, *Autodisciplina professionale e codici deontologici: una prospettiva europea*, in AA. VV., *Studi in memoria di P. De Vecchis*, Roma, 1999, II, 765); e che lo stesso legislatore "è perfettamente consapevole del fatto che esistono nella società civile meccanismi di forza capaci di imporre regole altrettanto vincolanti di quelle formalmente riferibili alla forma parlamentare" (N. LIPARI, *Diritto e sociologia nella crisi istituzionale del postmoderno*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1998, 420). Inoltre, sulla "crisi dello Stato moderno e dei suoi modelli regolativi", v. L. MENGONI, *La questione del «diritto giusto» nella società post-liberale*, in *Rel. ind.*, 1988, in part. 24 ss. Per una ricostruzione in parte diversa dei fenomeni autodisciplinari, F. CRISCUOLO, *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, Napoli, 2000, 111 ss. e con riferimento al settore finanziario § successivo.

<sup>3</sup>La libertà di competere e l'allargamento dei mercati determinano infatti l'esigenza di prevedere regole di condotta uniformi che livellino il terreno di gioco. Di qui la funzione dei regolamenti negoziali degli operatori, "idonei a preservare, ad un tempo, metodo competitivo e margini di autonomia, concorrenza oggettiva e libertà negoziale": G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, cit., c. 198. Inoltre, N. IRTI, *La concorrenza come statuto normativo*, in N. LIPARI-I. MUSU (a cura di), *La concorrenza tra economia e diritto*, Bari, 2000, spec. 65.

<sup>4</sup>Nei quali rientrano i contratti relativi ai prodotti finanziari. Questi ultimi, come noto, sono elencati tassativamente nel comma 2 dell'art. 1 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in poi Tuf), di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Si tratta, quindi, di un catalogo chiuso e tassativo, che può essere arricchito sulla base di un provvedimento del Governo, peraltro solo nelle ipotesi esplicitamente previste dal legislatore: in questi termini, l'art. 18, comma 5, Tuf, che consente al Ministro dell'Economia e delle Finanze di individuare, con regolamento adottato sentita la Banca d'Italia e la Consob, nuovi strumenti finanziari "al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie".

<sup>5</sup>G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, cit., c. 198, il quale peraltro è consapevole che la riduzione del rischio è possibile nei limiti sottesi al mercato di riferimento "(dove rimane essenziale il principio del *caveat emptor*) e alla peculiare struttura del rapporto". Considera il rischio come "elemento fisiologico" dei mercati finanziari, "essenziale alla loro esistenza", che non può essere immunizzato dalla legge, G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 18.

Se la protezione del risparmio dipende dal rispetto dei canoni di comportamento elaborati dalle associazioni di categoria dei c.d. operatori finanziari<sup>6</sup>, merita di essere verificato in che misura i codici di autodisciplina “costituisc[ano] fondamento di attese tutelate dal diritto” nei confronti dei risparmiatori (quali investitori non professionali)<sup>7</sup>.

Muovendo dalla strutturale appartenenza delle suddette norme all'autonomia negoziale, in queste note si intende pertanto riflettere sulle ricadute applicative conseguenti alla violazione di tali prescrizioni, al fine di verificare se gli strumenti tesi ad assicurarne il rispetto siano coerenti con la soddisfazione di posizioni giuridicamente rilevanti.

Se questo è l'obiettivo, il tema dell'autodisciplina degli operatori finanziari può essere affrontato in termini unitari, sebbene tra essi rientrino figure diverse<sup>8</sup>. È sufficiente, infatti, prendere in considerazione le disposizioni di alcuni

---

<sup>6</sup> Oltre che, s'intende, dagli strumenti pubblicistici di controllo del mercato mobiliare, in attuazione dell'art. 47 Cost. Sulle ragioni del controllo del mercato mobiliare da parte dei poteri pubblici, anche nelle esperienze transnazionali, si rinvia ampiamente a F. ZATTI, *Il controllo pubblico del mercato mobiliare. Profili istituzionali*, Torino, 2004, secondo il quale “in linea con le ragioni economiche, quelle giuridiche richiedono che il pubblico potere intervenga per garantire una supervisione sull'efficienza del mercato e sulla diffusione dell'informazione” (100), al fine di tutelare “la stabilità dei mercati e il bisogno di protezione dell'investitore non professionale” (8). L'A. inoltre ricostruisce le tappe interpretative della norma costituzionale con riferimento alla nozione di risparmio (49 ss.). ID., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1469-1491.

Sulla forma odierna del risparmio, che confluisce direttamente nel mercato finanziario (fenomeno registrato anche dall'art. 117, l. e) Cost.), si vedano inoltre le definizioni di F. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, V, 2004, c.136-137.

<sup>7</sup> N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2003, parte I, 699. È la conseguenza del passaggio dalla dimensione etica alla dimensione giuridica. Negli stessi termini, L. FERRARA, *Individuo e potere. In un giuoco di specchi*, in *Dir. pubbl.*, 2016, fasc. 3, 50-51, secondo il quale “[i]l diritto può [...] garantire il rispetto della deontologia”, sul presupposto che “[o] si rifiuta l'incessante multiforme processo di giuridificazione di interessi emersi nel seno della società, sottraendo la deontologia alla codificazione e restituendola alla morale individuale e alle norme etiche sociali; oppure, se si assume che non basti affidarsi a esse o se comunque si ritiene che tentare di confinare la deontologia nei suddetti ambiti significativi ormai andare contro il tempo, è necessario non lasciare a metà siffatto processo di giuridificazione”. Di diverso avviso M. D'Alberti, *Nobiltà e miserie della giuridificazione*, in *A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*, a cura di L. Ferrara e D. Sorace, vol. III, *La giuridificazione*, a cura di B. Marchetti e M. Renna, Firenze, 2016, 482, il quale ritiene che “la vera deontologia è quella non scritta”, giacché in alcuni casi il “processo di giuridificazione si rivela ineffettivo”: “[s]pesso i codici di condotta [...] sono fin troppo minuziosi e hanno la principale funzione di far sapere che un corpo professionale, o un'impresa, sono seri. Sono, in altri termini, [soltanto] un'esibizione di asserita correttezza e onestà”, ma “la loro effettività è sovente assai debole”.

<sup>8</sup> Nell'ampia dicitura ‘operatore finanziario’ rientrano, infatti, svariate categorie di soggetti giuridici e fisici autorizzati a immettere nel mercato (o, se si preferisce nelle “sedi di negoziazione”) strumenti finanziari. Individuati agli artt. 18, 18bis e 18ter, Tuf, gli operatori sono: gli intermediari (le banche, le SIM, le SICAV e SICAF, le SGR, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, nonché le

codici per rendersi conto che esse si traducono sempre in specifici obblighi di protezione verso il contraente debole, riducendo le asimmetrie informative presenti nella fase di formazione del contratto (“consentire al cliente di comprendere pienamente la natura, le caratteristiche, i rischi, [...] dell’operazione anche se tale esposizione sia desumibile dal contratto o dai prospetti o documenti informativi”) e correggendo i possibili comportamenti ‘scorretti’ (evitare “qualsiasi condotta che possa originare un abuso della buona fede o inesperienza del Cliente” o astenersi “da affermazioni fuorvianti quali, ad esempio, quelle sui risultati futuri dell’investimento”)<sup>9</sup>.

In sostanza, i codici di comportamento degli operatori finanziari chiamano in gioco le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza, come già fanno la legislazione primaria e la normativa secondaria di settore<sup>10</sup>.

La specificità dei codici di autodisciplina sta però nel fatto che le loro norme “non tanto specificano il criterio generale, quanto aggiungono altre ipotesi, o categorie di ipotesi, al criterio generale”<sup>11</sup>. Determinano, cioè, esse stesse il grado di correttezza, diligenza e trasparenza che gli operatori *si obbligano* a praticare nell’esercizio dell’attività di prestazione di servizi finanziari. In ciò si coglie comunemente il valore aggiunto della regola autopoietica rispetto alla forza vincolante dei precetti

---

società di capitali autorizzate ai sensi dell’art. 107 del Testo unico bancario e iscritte in un albo tenuto da Banca d’Italia, limitatamente ad alcuni strumenti finanziari) e i consulenti finanziari, vale a dire persone fisiche o società di consulenza finanziaria che possono operare per conto dell’intermediario o meno. Con riferimento a quest’ultimi, nel 2007 è stato istituito un Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari (OCF), associazione di diritto privato costituita da Abi, Anasf e Assoreti, sottoposta alla vigilanza della Consob. L’accorpamento in un unico albo dei consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, dei consulenti finanziari autonomi (*ex art. 18bis*, Tuf) e delle società di consulenza finanziaria (*ex art. 18ter*, Tuf) è stato dettato dall’art. 1 commi 36-40 della l. 28 dicembre 2015 (legge di stabilità per il 2016).

<sup>9</sup> Sono le formule contenute nell’art. 10 (“Obblighi di chiarezza”) del codice di comportamento di Assoreti e nell’art. 3 (“Rapporti con il cliente”) del codice deontologico Anasf, a sua volta contenuto nel Titolo IV del Regolamento generale dell’associazione. Nei medesimi termini anche le regole fissate da Assofin e Abi.

<sup>10</sup> Il riferimento è al Tuf, cit., in particolare, agli artt. 21 ss. e al “Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari” (adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente più volte modificato), in particolare agli artt. 27 ss.

<sup>11</sup> Così, N. IRTI, Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina, cit., 698.

Diffuso, però, è l’orientamento che ravvisa nell’attività autodisciplinare la mera attuazione dei precetti statali, al punto che parlare di autoregolamentazione “sarebbe fuorviante se non addirittura sbagliato”, in quanto ai singoli e alle loro associazioni rappresentative spetterebbe semplicemente di “dare un contenuto operativo e pratico alle indicazioni programmatiche della regolamentazione” pubblica: G. MINERVINI–M. ONADO, *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in G. TESAURO–M. D’ALBERTI (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, 2000, 122; cfr. anche C. ALVISI, *Pubblico e privato nei sistemi autoregolamentari*, in *Resp., comunicaz. e impr.*, 1999, 470.

‘esterni’<sup>12</sup>: più precisamente, nella consapevole, volontaria adesione a parametri di condotta condivisi, accompagnata “dalla convinzione di attuare un comportamento doveroso cui si commisurino criteri di responsabilità”<sup>13</sup>.

## 1.2. Il fenomeno nella disciplina dei mercati finanziari: cenni

La questione posta presuppone la comprensione delle ragioni per le quali le manifestazioni di autoregolamentazione sulle modalità di negoziazione si siano sviluppate in maniera significativa proprio in questo settore.

Al riguardo, rileva la disciplina dei mercati finanziari<sup>14</sup> e in generale del diritto dell’economia, così come si è evoluta negli ultimi quarant’anni<sup>15</sup>. Essa rappresenta, infatti, il terreno di elezione del “nuovo tipo di *self-restraint* del diritto dello Stato, cioè di un tipo di intervento non più diretto, ma indiretto”, indirizzato a predisporre la struttura di riferimento, entro la quale le istituzioni sociali possono autonomamente operare come sistemi regolatori privati<sup>16</sup>.

<sup>12</sup> L’esperienza autodisciplinare opera “quale tecnica di «decodificazione», a livello settoriale, delle istanze di tutela e di disciplina promananti «dall’alto»”: ha, in altri termini, “un ruolo di orientamento e di adattamento, al settore considerato, di principi e di regole di rango generale di cui si [sforza], al tempo stesso, di promuovere l’osservanza ed il rispetto da parte degli interpreti e dei fruitori”: F. CRISCUOLO, *L’autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, cit. 114-115.

<sup>13</sup> N. LIPARI, *Le fonti del diritto*, Milano, 2008, 15, sul carattere giuridico delle norme. Cfr., inoltre, C. MARZUOLI, *Note in tema di indipendenza della funzione e di organizzazione del servizio*, relazione al Convegno di studi “Indipendenza, terzietà ed efficienza del giudice amministrativo in Italia e in Europa” (Roma, 18 febbraio 2011, 6, secondo il quale l’attribuzione di giurisdicizia ai codici etici (nella specie della magistratura) “significa mantenere la spontaneità dell’adesione, non per azzerarne i profili giuridicamente rilevanti, ma per passare ad un obbligo rafforzato, rafforzato perché non solo conoscibile o conosciuto, ma innanzitutto perché individualmente consapevolmente voluto: è la differenza, non piccola, tra il dovere e il promettere”.

<sup>14</sup> Sui processi di deregolamentazione e integrazione dei mercati finanziari, si rinvia a G. DI GASPARRE, *Diritto dell’economia e dinamiche istituzionali*, II ed., Padova, 2015, 259 ss.

<sup>15</sup> Sul ruolo dello Stato nel diritto dell’economia, si vedano, tra altri, S. CASSESE, *La nuova Costituzione economica*, Bari, 2000, II ed.; G. ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, 1448, il quale, riflettendo sull’incidenza del diritto sull’economia, ha osservato come “l’intervento legislativo sia condizionante del mercato, ma proprio perché condizione, non è il mercato stesso. Dobbiamo dunque cercare fuori dalle norme positive la sua definizione e la sua realtà”; G. AMATO, *Diritto dell’economia*, in P. GROSSI (a cura di), *Giuristi e legislatori. Pensiero giuridico e innovazione legislativa nel processo di produzione del diritto*, Milano, 1997, 153, secondo cui “l’economia di mercato è tutto fuorché assenza di leggi, ma l’ordine legale che le è coesistente è fatto di regole arbitrali e non intrusive, di limiti all’azione privata e non di fini imposti *ab externo*, di *antitrust* e non di pianificazione”. Di recente, inoltre, G. CORSO, *Riflessioni su amministrazione e mercato*, in *Dir. amm.*, fasc. 1-2, 2016, 1 ss., argomenta che mercato, il quale “ha una stretta relazione con la libertà” (6), e amministrazione pubblica sono due modi diversi di regolare una parte dei rapporti sociali e che tra essi vi è sempre potenzialmente un conflitto.

<sup>16</sup> Così L. MENGONI, *La questione del «diritto giusto» nella società post-liberale*, cit., 24. Peraltro, l’intervento indiretto non significa che nel settore operino solo meccanismi di autoregolamentazione.

Le forme di autoregolamentazione si iscrivono coerentemente in tale rinnovata logica, in quanto, giova ripeterlo, manifestazioni del “nuovo *stile* di intervento pubblico” nel mercato<sup>17</sup>, che dà spazio all’azione e alla responsabilità degli operatori<sup>18</sup>.

Si possono allora interpretare in questa chiave le norme di legge che rinviano

---

Sul punto, F. ZATTI, *Il controllo pubblico del mercato mobiliare*, cit., 131 ss, mette in evidenza vantaggi e svantaggi dei sistemi di autoregolamentazione c.d. ‘pura’; negli stessi termini, N. RANGONE, *Declinazioni e implicazioni dell'autoregolazione: alla ricerca della giusta misura tra autonomia privata e pubblico potere*, in [www.rivistadirittoalimentare.it](http://www.rivistadirittoalimentare.it), anno V, num. 4, 2011, 6-7; ma, già, G. DE MINICO, *Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni*, Padova, 1997, 206, secondo la quale “se si sceglie un sistema di autoregolazione puro, significa che si accetta il rischio che i valori oggettivi, cioè quelli estranei ai governi privati, possono essere compromessi, e ciò perché l’interesse pubblico non costituisce l’obiettivo del processo di regolazione delle associazioni di categoria”.

Esulando dal contesto strettamente finanziario, la forza e la debolezza dell’autoregolamentazione è stata messa in evidenza dall’allora segretario generale dell’Ivass, che, nella relazione tenuta all’Assofin, ha rilevato che “[p]er ogni iniziativa di autoregolamentazione deve, sempre o comunque, essere garantito il rispetto sostanziale, e non meramente formale, delle norme vigenti da parte dei soggetti destinatari, su impulso delle categorie di appartenenza, cui compete il ruolo di mediare e di convincere in merito all’importanza di comportamenti corretti” (C. BALDINELLI, *Regolamentazione e “autoregolamentazione”. La tematica delle PPI*, in [www.ivass.it](http://www.ivass.it)).

<sup>17</sup> F. ZATTI, *Il controllo pubblico del mercato mobiliare*, cit., 19, il quale inoltre segnala che “i modelli di regolamentazione del mercato finanziario adottati nell’ordinamento nazionale hanno tardivamente proceduto a riconoscere pari dignità alla concorrenza-efficacia del mercato, accanto agli obiettivi della stabilità e della trasparenza”.

<sup>18</sup> Sono in altri termini il segnale che l’attuale “disciplina pubblica dell’economia fornisce all’autoregolazione e al diritto comune, che si riespano, un sostegno di fondo nel tentativo di offrire garanzie ai mercati [...] e di tenere in equilibrio interessi economici e coesione sociale” (M. D’ALBERTI, *Poteri pubblici e autonomie private nel diritto dei mercati*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2000, 400). La conseguenza è “la rinnovata consapevolezza, maturata nella società civile, del valore dell’iniziativa e della responsabilità individuale nel campo economico” (L. FRANZESE, *Autodisciplina e nuovo diritto dell’economia*, in *Jus*, 3, 2002., 435). In passato, invece, al potere pubblico, che pretendeva “di sostituire, di fare a meno anche dell’iniziativa, dell’autonomia, della responsabilità dei singoli” corrispondeva un operatore economico “che, senza troppa ritrosia, ha vestito i panni del cliente” (C. MARZUOLI, *Mercato e valore dell’intervento pubblico*, in *Le Regioni*, 1993, 1598), rinviando così all’idea che l’unico modo per dare ordine ai rapporti intersoggettivi fosse quello di subordinarli alle decisioni dello Stato, data l’incapacità dei singoli di operare in modo disciplinato i propri affari (cfr. C. MARZUOLI, *Le privatizzazioni fra pubblico come soggetto e pubblico come regola*, in *Dir. pubbl.*, 1995, spec. 339 ss.).

Non mancano opinioni diverse che demonizzano il mercato come istituto idoneo a consentire ai consociati di individuare e realizzare essi stessi l’organizzazione produttiva più consona alle esigenze della società: si vedano, tra altri, F. SALVIA, *Il mercato e l’attività amministrativa*, in *Dir. e soc.*, 1994, 525, che critica l’enfaticizzazione del mercato; G. GRISI, *L’autonomia privata. Diritto dei contratti e disciplina costituzionale dell’economia*, Milano, 1999, 76, dove in particolare si denuncia la contemplazione del mercato; nei medesimi termini anche G. ALPA, *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Roma-Bari, 2000, 411; nonché P. BARCELLONA, *Diritto privato e società moderna*, Napoli, 1996, 473, secondo il quale il mercato segnerebbe “il rafforzamento del criterio del *calcolo economico*, della riduzione dell’uomo a soggetto di bisogni economici, come criterio dominante il sistema delle relazioni sociali”.

espressamente all'autodisciplina<sup>19</sup>, in "funzione additiva rispetto alle fonti espressione del principio di sovranità"<sup>20</sup> e rispetto alle fonti delle autorità garanti<sup>21</sup>.

Allo stesso modo, paradigmatico è l'art. 27, comma 3, della l. 28 dicembre 2005, n. 262<sup>22</sup>, non tanto per il suo contenuto quanto per la sua mancata attuazione<sup>23</sup>. La disposizione, infatti, che delegava al Governo l'adozione di un decreto legislativo per la redazione del codice di comportamento degli operatori finanziari, certamente tradiva la necessità di rafforzare le regole in tema di trasparenza e di correttezza nei

<sup>19</sup> Basti pensare all'art. 124ter, Tuf sull'informazione e pubblicità relativa ai codici di comportamento in materia di governo societario delle società quotate e delle associazioni di categoria degli operatori finanziari. O alle norme di ambiti prossimi al settore di riferimento: v., per esempio, gli artt. 2387 e 2409septiesdecies c.c. che rinviano ai codici di comportamento per l'assunzione rispettivamente della carica di amministratore o di componente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni.

<sup>20</sup> Così G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, cit., c. 198. Sul processo di riduzione del diritto legale e di corrispondente allargamento degli spazi di un diritto extralegislativo prodotto dall'autonomia privata, si veda ampiamente N. LIPARI, *Le fonti del diritto*, cit., 166 ss. Sul rapporto tra fonti legali e fonti negoziali, cfr. inoltre, tra altri, L. FRANZESE, *Autodisciplina e legge nel nuovo diritto dell'economia*, cit., 427 ss.; F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Pol. dir.*, 2001, 545 ss.; F. CRISCUOLO, *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, cit., 98 ss.; S. CASSESE, *La nuova Borsa: un equilibrio fragile*, in *Giorn. dir. amm.*, 1998, 583 ss.; F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Borsa, impr.*, 1997, 3 ss.

<sup>21</sup> Interpreta in termini di complementarietà e non di esclusione il rapporto tra l'area negoziale del diritto nel settore bancario e finanziario, di cui i codici di comportamento rappresentano uno sviluppo, e l'etero regolamentazione delle autorità garanti, G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, cit., c. 91-92. Negli stessi termini, F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, cit., 545 ss., secondo il quale la nascita delle autorità garanti non contrasta con lo sviluppo dell'autoregolamentazione. Per G. CORSO, *Le privatizzazioni e i servizi pubblici*, in F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Sussidiarietà e pubbliche amministrazioni*, Rimini, 1997, 192, le autorità indipendenti sono regolative "non nel senso che l'autorità produce la regola ma nel senso che l'autorità controlla l'osservanza delle regole" che sarebbero "proprie" del mercato.

Per l'opinione che le autorità garanti costituiscono, invece, un freno al fenomeno della *self-regulation*, cfr. S. SICA, *Autodisciplina pubblicitaria e tutela del consumatore: oltre il diritto statale?*, in P. STANZIONE (a cura di), *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, Napoli, 1999, 111.

In generale, sulle funzioni e sulla posizione istituzionale delle autorità garanti del mercato mobiliare, in particolare della Consob, si rinvia a F. ZATTI, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012.

<sup>22</sup> Recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". La materia è stata oggetto di un nuovo intervento legislativo (l. 17 febbraio 2017, n. 15) che però non tocca i profili dell'autodisciplina.

<sup>23</sup> Critico sulla disposizione G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss., il quale ha osservato che i problemi non riguardano solo il merito, ma anche il metodo seguito dal legislatore: "il ricorso allo strumento della delega al governo è utilizzato tanto copiosamente, e con linee guida così sintetiche, generiche e prive di contenuto precettivo" da far sorgere il dubbio che "il legislatore delegante poco si curi del contenuto concreto della disciplina" (3). Questo ordine di idee sembra confermato in particolare "dalla singolare previsione, quasi nascosta nel terzo comma del[l'] art. 27 ma dagli effetti potenzialmente eversivi": "[q]uesta pericolosa, amplissima delega in bianco al governo, pare completamente ignorare gli ultimi trent'anni dell'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari" (18).

confronti degli investitori-risparmiatori (dato il crescente divario tra norme scritte e comportamenti reali <sup>24</sup>). Non è però casuale che essa non sia stata attuata: al contrario, la circostanza si è rivelata rispettosa dell'assetto vigente della disciplina dei mercati finanziari, implicitamente confermando che il campo nel quale si sviluppano le relazioni economiche (nella specie finanziarie), anche per quanto concerne l'individuazione degli specifici obblighi di comportamento, è (o, comunque, deve essere innanzitutto) l'autonomia privata, segnatamente negoziale <sup>25</sup>.

Del resto, con i codici di condotta, frutto di accordi associativi, non si tratta "di rinnovare il mito di un diritto «dei privati» di ottocentesca memoria" <sup>26</sup>, giacché essi agiscono – si è detto – come forme di 'interposizione' tra la normativa generale e il settore oggetto di autodisciplina. O, anche, come forme di "«sensibilizzazione» (degli interpreti e degli operatori) circa principi e regole già esistenti a livello di normazione generale, ma specificati ed attratti più decisamente al settore di riferimento" <sup>27</sup>. Essendo strumenti con cui gli intermediari finanziari si 'autolimitano' al rispetto di certi canoni, il ruolo del legislatore e della autorità pubbliche è semmai quello di promuoverli, legittimandoli <sup>28</sup>, nel convincimento che essi possano indurre a un effettivo miglioramento dei rapporti tra operatori e risparmiatori-investitori <sup>29</sup>.

---

<sup>24</sup> Non è un caso che la disposizione compariva nella c.d. legge sulla tutela del risparmio, emanata per 'rassicurare' i risparmiatori a fronte dei gravi episodi che avevano interessato il mercato finanziario (dal dissesto di società quotate all'insolvenza di Stati, come l'Argentina).

<sup>25</sup> "L'ausilio fornito dalla legge [e dall'attività di vigilanza delle autorità garanti] tende a facilitare l'affermarsi di un'attività economica improntata alla regolazione dialettica degli interessi in gioco"; l'intervento della legge è "comunque un intervento *fisiologico*, radicandosi nella regolarità umana che chiede di essere sostenuta in caso di *impasse* che le impedisce di dispiegarsi compiutamente": così L. FRANZESE, *Autodisciplina e legge nel nuovo diritto dell'economia*, cit., 443, a proposito della *ortopedia* degli squilibri contrattuali da parte della legge.

Negano la funzione di autoregolamentazione dell'autonomia privata, tra altri, G. OPPO, *Le ragioni del diritto: il diritto commerciale*, in *Ius*, 1996, 75; N. LIPARI, *Il mercato: attività private e regole giuridiche*, in N. IRTI – A. GAMBINO – N. LIPARI – V. ROPPO (a cura di), *Il diritto della transizione*, Milano, 1998, 63, che rifiuta la matrice negoziale del mercato; N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1998, 347 ss., il quale solleva la questione nell'ambito della contrattazione di massa.

<sup>26</sup> Così A. DI MAJO, *I cinquant'anni del Libro delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, 196.

<sup>27</sup> F. CRISCUOLO, *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, cit., 114.

<sup>28</sup> Se non addirittura imponendoli: in questo senso vanno interpretati la delibera della Consob n. 10943 del 30 settembre 1997, art. 27 e il regolamento n. 11522 del 1 luglio 1998, emanato sempre dalla Consob, che all'art. 58 prescrive agli intermediari autorizzati, alle società di gestione del risparmio nonché alle società a capitale variabile (SICAV) di dotarsi di un proprio codice interno di autodisciplina, rinviando, se nel caso, a quelli delle associazioni di categoria.

In termini di promozione va invece letta la direttiva 2000/31/CE, che all'art. 8, par.2 recita: "gli Stati membri e la Commissione incoraggiano le associazioni e le organizzazioni professionali ad elaborare codici a livello comunitario, che precisino le informazioni che possono essere fornite a fini di comunicazioni commerciali", tra le quali vanno ricomprese quelle relative a ogni servizio di investimento.

<sup>29</sup> Alla luce del sistema vigente, il rapporto tra autodisciplina e regolamentazione eteronoma (primaria o secondaria) viene, perciò, concepito in termini di sussidiarietà, "giustificandosi la compressione dell'autonomia dei privati, degli accordi associativi, solo [...] a fronte dell'inerzia e/o inefficienza di

### 1.3. *La rilevanza giuridica delle regole contenute nei codici di comportamento: fonti di tutela per il risparmiatore?*

Le regole di autodisciplina sono, dunque, ascrivibili tra le fonti di produzione dell'ordinamento giuridico<sup>30</sup>, quali espressioni del "potere di creare, entro limiti posti dalla legge, delle norme giuridiche"<sup>31</sup>.

La questione adesso è stabilire se quelle regole possano essere in qualche modo 'sfruttate' dall'investitore-risparmiatore, se è vero che sono poste dichiaratamente nel suo interesse, evocando una sostanziale solidarietà contrattuale nelle diverse fasi del rapporto (dalla trattativa all'estinzione)<sup>32</sup>. Occorre, in altri termini, indagare sugli strumenti che, a ordinamento vigente, consentano a coloro che investono in servizi finanziari di giovare dell'insieme di norme unilateralmente poste dalle associazioni di categoria, pur formalmente estranei al negozio associativo.

A questi fini, bisogna tenere distinto il diverso fronte in cui viene in gioco l'inservanza della regola di condotta, perché da esso discendono tutele differenti. Come si vedrà, mentre sul fronte interno (all'associazione di categoria) si ha una tutela indiretta per l'investitore, mediata cioè dagli effetti delle sanzioni disciplinari, sul fronte esterno (quello del rapporto contrattuale) si può configurare una tutela diretta.

#### 1.3.1. *La tutela indiretta: il ruolo dei sistemi sanzionatori disciplinari endoassociativi*

La violazione delle norme dei codici rileva innanzitutto "ai fini dell'applicazione di quella più ampia e preventiva rete di protezione [...], che è la responsabilità disci-

---

iniziative della specie": G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, cit., c. 92. Negli stessi termini, G. PIEPOLI, *Autodisciplina professionale e codici deontologici: una prospettiva europea*, cit., 789.

<sup>30</sup> Qui inteso come insieme unitario di norme. Cfr. N. BOBBIO, *La teoria generale del diritto*, Torino, 1993, 169.

<sup>31</sup> F. FERRI, *L'autonomia privata*, Milano, 1959, 6. In questa sede, non interessa la discussa questione dell'appartenenza di queste fonti alla categoria delle fonti riconosciute o a quelle delle fonti delegate. Sul tema si rinvia, tra molti altri, a: E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile italiano diretto da F. Vassalli*, XV, Torino, 1950, 38 ss.; A. ROMANO, «L'ordinamento giuridico» di Santi Romano, *il diritto dei privati e il diritto dell'amministrazione*, in *Dir. amm.*, 2011, 2, 241 ss.; S. PUGLIATTI, *Autonomia privata*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1943, 79; R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, Napoli, 1969, 142.

<sup>32</sup> Naturalmente, questa è la visione di chi valorizza la funzione autoregolamentare dell'autonomia negoziale, quale capacità di rispettare la parola data, la regola che ci si è imposta, cui si contrappone la posizione di chi nega che il contratto abbia forza di legge tra le parti, nel duplice profilo di autoregolamento di interessi e di irretrattabilità del vincolo. Per la prima visione, si v. per esempio P. RESCINGO, *Contratto (in generale)*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1998, in part. 14; per la seconda, v., tra altri, M. R. FERRARESE, *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transnazionale*, Bologna, 2000. Si veda, inoltre, alla dottrina citata nella nota 25.



plinare”<sup>33</sup>. Quando ci si riferisce al fronte interno, si intende richiamare l’attenzione sui meccanismi sanzionatori disciplinari, che generalmente ogni sistema autoregolamentare conosce per assicurare il rispetto delle norme dettate<sup>34</sup>.

Tralasciando tutte le criticità che il meccanismo disciplinare solleva in punto di garanzie (non) riconosciute al soggetto che sottostà all’esercizio del relativo potere<sup>35</sup>, qui interessa l’aspetto riconducibile, seppure mediamente, a tutelare il cliente (dell’intermediario o del consulente) dalla violazione della regola di comportamento. È un aspetto facilmente visibile nelle sanzioni che comportano l’espulsione dell’operatore finanziario dall’associazione: in sé e per sé e nella misura in cui alle espulsioni si sommano le sanzioni accessorie.

In proposito, per esempio, si segnala il sistema congegnato rispettivamente da Assoreti e Anasf, riferibile l’uno agli intermediari e l’altro ai consulenti finanziari<sup>36</sup>.

<sup>33</sup> In questi termini, B. G. MATTARELLA, *Le regole dell’onestà. Etica, politica, amministrazione*, cit., 151.

<sup>34</sup> L’esistenza di simili strumenti sanzionatori, i quali si traducono nel potere dell’associazione di irrogare sanzioni (c.d. pene disciplinari) nei confronti degli associati, viene comunemente ascritta tra le espressioni di autonomia e autorganizzazione dei gruppi sociali. Cfr. D. RUBINO, *Le associazioni non riconosciute*, Milano, 1952, 206; F. GALGANO, *Delle persone giuridiche. Disposizioni generali. Delle associazioni e delle fondazioni*, in *Commentario al codice civile Scialoja – Branca*, Roma, 1972, 340; G. VOLPE PUTZOLU, *La tutela dell’associato in un sistema pluralistico*, Milano, 1974, 189 ss.; M. BASILE, *L’intervento dei giudici nelle associazioni*, Milano, 1975, 29 ss.; D. VINCENZI AMATO, *Associazioni e tutela dei singoli*, Napoli, 1984, 196.

In realtà, il fondamento della potestà disciplinare endoassociativa è una questione tutt’altro che risolta: essa, configurando un’ipotesi in cui l’associazione (*recte* l’organo rappresentativo dell’associazione) gode di una posizione di supremazia, solleva il problema di trovare una giustificazione della deroga al principio costituzionale di parità delle parti che regola normalmente i rapporti tra privati (si veda sul punto, C.M. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977, 16 ss., in part. 18). Come pure, appaiono irrisolte le questioni concernenti i limiti di esercizio del potere disciplinare (cioè della stessa autonomia privata) e la sindacabilità dei relativi provvedimenti.

<sup>35</sup> Oltre ai profili di garanzia sostanziale, connessi all’assenza del principio di tassatività degli illeciti (si veda per esempio la clausola generale dell’art. 2 del codice di comportamento Assoreti, in base alla quale sono assoggettabili a sanzioni non solo le singole condotte del codice, ma tutti i comportamenti contrari a buona fede), criticità provengono, per un verso, dalle modalità di esercizio del potere disciplinare (ancora nel codice Assoreti si dispone che le sanzioni non sono stabilite con riferimento al tipo o al numero di violazioni, bensì alla loro gravità, il cui apprezzamento è rimesso all’organo giudicante, ossia al Giurì d’onore) e, per altro verso, dagli strumenti di tutela giurisdizionale riconosciuti (sempre Assoreti, stavolta nell’art. 20 dello statuto, impone che: “tutte le eventuali controversie sociali saranno sottoposte – con esclusione di ogni altra giurisdizione – alla competenza del Giurì d’onore, che giudicherà, quale organo arbitrale, in via irrituale, ex bono et aequo” e che “il giudizio del Giurì d’onore sarà inappellabile”).

Sulla struttura e sul contenuto del codice Assoreti, in termini di apprezzamento, si vedano G. GHIDINI – E. GIRINO, *Il nuovo codice Assoreti*, in P. ZATTI (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell’utente*, cit., 41 ss.

<sup>36</sup> Come anticipato (*supra* nota 7), la categoria dei promotori finanziari (o c.d. intermediari dell’intermediario) è confluita in quella generale dei consulenti, iscritti nell’Albo unico dei consulenti, sotto il controllo dell’Organismo di vigilanza e tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari (OCF), la cui gestione e organizzazione è deferita alle associazioni professionali rappresentative degli iscritti e dei

Così, ai sensi dell'art. 24, comma 2, del codice di comportamento Assoreti, quando l'organo deputato all'irrogazione delle sanzioni (il Giurì d'onore) propone la sospensione o l'espulsione per violazioni attinenti alla tutela del risparmio e della clientela, "può altresì proporre al Comitato Direttivo che il dispositivo della decisione venga pubblicato, a spese della parte soccombente e a cura dell'Associazione, su uno o più quotidiani a tiratura nazionale". Mentre, secondo l'art. 14.8, comma 2, del regolamento generale Anasf, della sanzione, qualunque essa sia, deve essere data notizia<sup>37</sup>: alla categoria professionale, tramite pubblicazione sul periodico dell'associazione; ai soggetti per conto dei quali il consulente opera e alle associazioni degli intermediari autorizzati; infine, naturalmente, alla Consob e all'Organismo di vigilanza dell'albo unico dei consulenti, "per l'eventuale esercizio dei provvedimenti di loro spettanza".

Tutte queste sanzioni comportano discredito dell'operatore nel mercato e, (anche se solo) indirettamente, protezione per l'investitore, attuale o potenziale. Si dice, infatti, che "la sanzione reputazionale [...] rappresenta il più efficiente e significativo meccanismo di garanzia del rispetto delle regole per il consumatore in quanto incide sulla stessa esistenza dell'impresa. Ciò *a fortiori* nel comparto dell'intermediazione [...] finanziaria, connotato da intensi e fondanti vincoli fiduciari"<sup>38</sup>.

Quantomeno in questi termini, va senz'altro riconosciuto in capo agli investitori-risparmiatori un vantaggio (di mero fatto) derivante dalla violazione delle regole autodisciplinari, e prima ancora dalla loro esistenza nell'ordinamento giuridico<sup>39</sup>.

---

soggetti abilitati all'offerta fuori sede di prodotti finanziari e di servizi ovvero di attività di investimento, che attualmente sono: Abi, Anasf e Assoreti. In sostanza, gli ex promotori finanziari sottostanno al controllo di Anasf, Abi e Assoreti, oltre che di OCF e di Consob; i consulenti finanziari liberi professionisti sono invece sottoposti al controllo di Anasf, Consob e OCF. A diritto vigente, non è però ancora chiara la distribuzione dei compiti tra i diversi organismi. È chiaro però che, in astratto, è possibile l'apertura di più procedimenti disciplinari quantomeno con riferimento ai consulenti (problemi di raccordo tra le due procedure sono stati già sollevati da V. ROPPO, *Il codice Anasf*, in P. ZATTI (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell'utente*, cit., 31 ss., in part. 38.

<sup>37</sup> A cura del Collegio dei probiviri, cioè l'organo che promuove il procedimento disciplinare o d'ufficio o a seguito di una segnalazione: ai sensi dell'art. 14.6 il Collegio, avuta notizia della violazione di una norma di condotta, dispone l'apertura del procedimento disciplinare sulla base di una sommaria verifica della sua fondatezza.

<sup>38</sup> G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, cit., c. 201, il quale prosegue affermando che "[l]a violazione di regole contenute in codici di autodisciplina liberamente e autonomamente sottoscritti produce, in capo all'inadempiente, l'allontanamento dagli standard di comportamento eticamente accettabili ed accettati, lo scarto della singola impresa rispetto agli altri appartenenti al settore, l'espulsione dal «club», la conseguente sanzione «di mercato».

<sup>39</sup> I risparmiatori si guarderanno bene dal concludere contratti con certi intermediari o consulenti. È un ordine di idee non diverso dalla radiazione dall'albo dei consulenti disposta con provvedimento (disciplinare) dell'Organismo di vigilanza e di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari ai sensi dell'art. 18*bis*, comma 6, l. c), e dell'art. 196, Tuf, su cui v. inoltre § successivo.

Sul fronte interno, a nulla sembra quindi rilevare la condizione contenuta nel codice di comportamento Assoreti, che all'art. 3 dispone: "il presente Codice – di natura meramente deontologica – disciplina i rapporti fra le Associate e fra queste e i Promotori Finanziari e non interferisce in alcun

Semmai, il problema è accertarsi che il meccanismo sanzionatorio endoassociativo funzioni; e che funzioni nonostante sconti la mancanza di terzietà e imparzialità degli organi giudicanti, in cui si cumulano due funzioni come tali incompatibili: quella giustiziale e quella di parte lesa.

### 1.3.2. *La tutela a fronte del potere sanzionatorio dell'Organismo di vigilanza e di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari*

La violazione delle regole contenute nei codici di autodisciplina in termini disciplinari rileva anche fuori dal contesto endoassociativo.

Si tratta delle ipotesi di sospensione o radiazione dall'albo dei consulenti che l'Organismo di vigilanza può infliggere nei confronti degli iscritti, quale organo della Consob<sup>40</sup>. Tra gli illeciti per i quali è prevista la sanzione, figura l'inadempimento degli obblighi informativi, tra i quali sembrano poter rientrare gli obblighi determinati dai codici di autodisciplina<sup>41</sup>.

Per come è costruito il meccanismo, si potrebbe avanzare il dubbio che l'Organismo sia titolare di un generico potere-dovere di vigilanza, volto a verificare che i consulenti finanziari applichino correttamente anche le norme dei codici di condotta elaborati dalle associazioni di categoria<sup>42</sup>.

In questa prospettiva, il cliente-risparmiatore potrebbe ricavare un vantaggio dall'esistenza nell'ordinamento di norme autopoietiche, vantaggio che andrebbe ben oltre l'effetto reputazionale della sanzione disciplinare.

---

modo nei rapporti intercorrenti fra le Associate e la loro clientela. Pertanto, nessun diritto o pretesa della clientela può essere fondata sulla inosservanza di una norma del presente Codice". Viceversa, come si vedrà nel § 1.3.3. questa clausola finisce per avere una portata carica di significato sul fronte esterno, precludendo ai clienti risparmiatori di invocare le norme del codice in sede giurisdizionale e stragiudiziale.

<sup>40</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 36-40, della l. 208 del 2015, cit.

<sup>41</sup> Almeno stando all'art. 110 del regolamento Consob in materia di intermediari (delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, cit.), che rinvia all'art. 104 dello stesso regolamento, il quale a sua volta rimanda alla delibera Consob n. 15961 del 30 maggio 2007, di modifica "al regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli intermediari, adottato con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche e integrazioni". Di questa delibera interessa segnalare l'art. 93, in base al quale, "i promotori devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza. Essi devono osservare le disposizioni legislative, regolamentari e i codici di autodisciplina relativi alla loro attività e a quella della categoria del soggetto abilitato per conto del quale operano. Devono inoltre rispettare le procedure e i codici interni di comportamento del soggetto abilitato che ha loro conferito l'incarico".

<sup>42</sup> Il potere-dovere della Consob di vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti gli obblighi assunti nei codici di comportamento *ex art. 124ter* Tuf, abrogato nel 2008, sembrerebbe così rientrare sotto la forma del potere sanzionatorio ora affidato all'Organismo di vigilanza. Criticamente, sulla disposizione abrogata, G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, cit., 15-16.

Adattando la fattispecie a una recente impostazione<sup>43</sup>, l'investitore, ogniqualvolta si ritenesse danneggiato dalla mancata corretta applicazione delle norme dei codici, potrebbe, infatti, invocare la *culpa in vigilando* dell'Organismo al fine di ottenere da quest'ultimo il risarcimento degli eventuali danni, ovvero "di sollecitare l'esercizio dei poteri di controllo ai sensi dell'art. 31 c.p.a."<sup>44</sup>.

A siffatta conclusione, si giunge muovendo fundamentalmente da due presupposti tra loro collegati: il primo, ricavabile dal dato legislativo, e in particolare, da quegli "indici normativi [che] paiono [...] esplicitare la volontà dell'ordinamento di conformare l'attività di vigilanza (anche) in funzione della tutela di una posizione privata"<sup>45</sup>; il secondo, derivante dalla condizione del risparmiatore, il quale deve essere attuale investitore, per poter vantare pretese nei confronti dell'Organismo<sup>46</sup>.

Nella fattispecie in esame, si verificano entrambi i presupposti. Da un lato, l'azione di vigilanza dell'Organismo deve mirare, infatti, a garantire, sotto il profilo degli obblighi di informativa, "che l'attività negoziale dei privati si svolga in condizioni di massima trasparenza e consapevolezza"<sup>47</sup>. Dall'altro lato, la posizione del risparmiatore, qui presa in considerazione, è sempre quella dell'investitore.

L'ordine di idee prospettato consente di attribuire, ai fini della responsabilità dell'Organismo e del conseguente diritto al risarcimento dell'investitore, un ruolo decisivo alle regole contenute nei codici di condotta dei consulenti finanziari, cui espressamente rinviano le norme primarie e secondarie. Se così non fosse, peraltro,

---

<sup>43</sup> Il riferimento è alla ricostruzione della figura del terzo nel diritto amministrativo, volta a superarne la specialità rispetto al diritto comune, di G. MANNUCCI, *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, Rimini, 2016.

<sup>44</sup> G. MANNUCCI, *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, cit., 240. La disposizione che prevede il risarcimento del danno per omessa o inadeguata vigilanza è l'art. 24, comma 6bis della legge sulla tutela del risparmio.

<sup>45</sup> G. MANNUCCI, *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, cit., 231. La norma che viene in rilievo è l'art. 5 Tuf, che indica tra gli obiettivi della vigilanza la tutela degli investitori.

<sup>46</sup> Secondo l'impostazione richiamata, se il risparmiatore non fosse un investitore non potrebbe vantare nessun diritto nei confronti dell'organismo di vigilanza, perché rispetto all'attività di quest'ultimo non sarebbe titolare di una posizione giuridica qualificata e differenziata. Viceversa, nel momento in cui il risparmiatore diviene investitore godrebbe di una posizione giuridica autonoma, in quanto qualificata e differenziata già in astratto dalla legge (art. 5 Tuf): "nel riconoscere che la vigilanza si esplica a vantaggio degli «investitori», la norma [oltre a selezionare gli interessi meritevoli di tutela] offre anche un chiaro indice di differenziazione", che consente di identificare quei soggetti che in una determinata situazione di fatto [la stipula del contratto] sono diretti beneficiari dell'attività di vigilanza e possono fruire della tutela offerta dalla legge. (G. MANNUCCI, *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, cit., 232). Sulla conversione del generico dovere di vigilanza in specifico obbligo posto a vantaggio dei risparmiatori contraenti, si veda già L. FERRARA, *Profili problematici della responsabilità della pubblica amministrazione per mancata o inesatta informazione*, in *Dir. pubbl.*, 2004, 765.

<sup>47</sup> G. MANNUCCI, *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, cit., 235, nota 19.

i rinvii legislativi e regolamentari ai codici di condotta non soltanto rimarrebbero lettera morta, ma finirebbero per avere effetti negativi: un rinvio privo di effetti (e conseguenze) aumenta, infatti, le incertezze dei risparmiatori in merito al significato e al valore dei codici di autodisciplina.

### 1.3.3. *La tutela davanti agli organi giurisdizionali e stragiudiziali*

Si può affermare, per quanto visto, che le norme autopoietiche sono quindi dentro, e non fuori, dall'ordinamento giuridico. Esse "hanno rilevanza come criteri per la valutazione dei comportamenti e la decisione delle relative controversie". E dunque, "non tanto riducono, quanto allargano il campo della responsabilità e la discrezionalità del giudice"<sup>48</sup>.

Dovrebbero pertanto poter essere utilizzate nel giudizio per il risarcimento del danno contrattuale *ex art. 23*, ultimo comma, Tuf<sup>49</sup>, sia come criteri integrativi delle clausole generali contenute nella legislazione generale e speciale, sia come specifiche ipotesi di obblighi che si aggiungono al criterio generale.

Se si considera, poi, che tali norme servono a determinare unilateralmente il grado di diligenza, correttezza e trasparenza nello svolgimento del rapporto contrattuale secondo il *comune sentire* degli operatori finanziari, non ci sono ostacoli a considerarle alla stregua di clausole d'uso *ex art. 1340 c.c.*, da ritenersi inserite nel contratto, "se non risulta che non sono state volute dalle parti".

Eppure, nel diritto vivente, non si registrano decisioni in cui il valore oggettivo degli obblighi assunti volontariamente dalle categorie degli operatori finanziari sia stato considerato nelle valutazioni del giudice, né tanto meno utilizzato dalla parte danneggiata quale riferimento di inadempimento contrattuale<sup>50</sup>.

Questo dato, per un verso, probabilmente si spiega in ragione della presunzione di una disciplina legale sufficiente in punto di obblighi di comportamento, per cui il richiamo ai codici sarebbe ultroneo<sup>51</sup>. Per altro verso, non può escludersi che esso

<sup>48</sup> N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina)* cit., 698.

<sup>49</sup> In base al quale: "Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta".

<sup>50</sup> Viceversa, tante e spesso tra loro contrastanti, le pronunce di legittimità e di merito in tema di violazione degli obblighi di comportamento *ex lege*. Tra queste: Cass. civ., sez. I, 25 maggio 2016, n.10640; Cass. civ., sez. 1, 12 giugno 2015, n. 12262; Cass. Sez. un, 19 dicembre 2007, n. 26724; Trib. Parma, 10 dicembre 2012; Trib. Parma, 3 aprile, 2008; Trib. Milano, 28 marzo 2007; Trib. Mantova, 18 marzo 2004.

<sup>51</sup> Ritiene correttamente che le clausole di comportamento dei codici autodisciplinari potrebbero concorrere utilmente a evitare pericolosi contrasti interpretativi, G. CARRIERO, *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, cit., c. 203: in particolare, a fronte di certa giurisprudenza che ha stabilito l'invalidità del contratto, considerando le regole di comportamento (legali) "norme imperative poste a tu-

sia la conseguenza della (mai sopita) idea che ciò che avviene all'interno dell'associazione sia questione della stessa (sola) associazione<sup>52</sup>; quindi la spia che, proprio in ambito finanziario dove vi è un esplicito riconoscimento legale, si continui a ragionare in termini di irrilevanza giuridica delle regole interne<sup>53</sup>.

Sia come sia, al momento nessun vantaggio, sul piano della tutela risarcitoria, deriva al contraente debole dalla diretta violazione delle regole di comportamento elaborate dagli operatori finanziari<sup>54</sup>.

Sarà interessante verificare se la loro inosservanza avrà rilievo nelle decisioni dell'Arbitro per le controversie finanziarie, attivo da gennaio 2017<sup>55</sup>. L'accoglimento del ricorso all'organo di risoluzione stragiudiziale consentirà, infatti, ai risparmiatori (e solo a questi) di ottenere un risarcimento del danno subito dagli intermediari di cui sono clienti, proprio per l'inadempimento degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali.

#### 1.4. Nota conclusiva

In attesa di sapere se il sistema alternativo di risoluzione delle controversie procederà nella direzione indicata, si possono trarre alcune osservazioni finali.

In ambito finanziario, le fonti negoziali, di cui i codici di autodisciplina sono una diretta manifestazione, concorrono apertamente con le fonti di rango primario e secondario a definire la disciplina degli obblighi a carico degli intermediari e dei consulenti e a protezione dei contraenti deboli.

Le norme dei codici sono conosciute o conoscibili al pubblico, assumono un

---

tela non solo del singolo cliente ma dell'interesse pubblico alla regolarità dei mercati e alla stabilità del sistema finanziario" (*ex multis*, Trib. Mantova, 18 marzo 2004, cit.), "è il caso di chiedersi se, in maniera più lineare, [...] non sia possibile [...] [applicare] le regole integrative dettate dall'autodisciplina soprattutto al fine di chiarire ampiezza e maggior rigore degli obblighi di diligenza e professionalità in capo a tale categoria di intermediari. Transitando tuttavia, diversamente da questa giurisprudenza, per la via maestra del risarcimento del danno contrattuale" (così come previsto dall'art. 23 Tuf).

<sup>52</sup> Cfr., per tutti, M. BASILE, *L'intervento dei giudici nelle associazioni*, cit., 190 ss.

<sup>53</sup> Una conferma in tal senso, si può ricavare dalla clausola contenuta nel codice di comportamento Assoreti (art. 3, cit.), che oltre ad attribuire natura 'meramente deontologica' al codice, ne esclude l'efficacia nei rapporti intercorrenti fra gli associati e la loro clientela.

<sup>54</sup> Con la conseguenza che, anche sotto questo versante, si confermano le incertezze sul valore dei codici di autodisciplina. In generale, sul valore giuridico incerto dei codici deontologici, v. recentemente, Y. GAUDEMET, *Etica e diritto. La deontologia del giurista*, in *Dir. pubbl.*, 2015, fasc. 3, 713 ss.; L. FERRARA, *Individuo e potere. In un giuoco di specchi*, cit., 50 ss.

<sup>55</sup> Istituito con d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130 di "Attuazione della direttiva 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (direttiva sull'ADR per i consumatori)".

alto grado di oggettività nel momento in cui vengono codificate e rese pubbliche <sup>56</sup>. Responsabilità per omessa vigilanza e responsabilità contrattuale sono i corollari di questa configurazione.

Eppure, attualmente l'unico strumento con cui i risparmiatori si avvantaggiano (indirettamente) dall'inadempimento delle regole autopoietiche è la sanzione disciplinare. Non basta allora che l'ordinamento predisponga mezzi di tutela. Ciò che serve è una mutata sensibilità degli operatori giuridici e soprattutto degli investitori-risparmiatori sul valore dei codici di autodisciplina: non semplici regole interne all'associazione, ma regole rilevanti sul piano generale dell'ordinamento <sup>57</sup>.

## Bibliografia

- ALVISI C., *Pubblico e privato nei sistemi autoregolamentari* in Resp., comunicaz. e impr., 1999, 470 ss.
- ALPA G., *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Roma-Bari, 2000.
- AMATO G., *Diritto dell'economia*, in P. GROSSI (a cura di), *Giuristi e legislatori. Pensiero giuridico e innovazione legislativa nel processo di produzione del diritto*, Milano, 1997, 153 ss.
- BALDINELLI C., *Regolamentazione e "autoregolamentazione". La tematica delle PPI*, in <www.ivass.it>.
- BARCELLONA P., *Diritto privato e società moderna*, Napoli, 1996.
- BASILE M., *L'intervento dei giudici nelle associazioni*, Milano, 1975.
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, in Trattato di diritto civile italiano diretto da F. Vassalli, XV, Torino, 1950, 38 ss.
- BIANCA C.M., *Le autorità private*, Napoli, 1977.
- BOBBIO N., *La teoria generale del diritto*, Torino, 1993.
- CAFAGGI F., *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in Pol. dir., 2001, 545 ss.
- CASSESE S., *La nuova Costituzione economica*, Bari, II ed., 2000.
- CASSESE S., *La nuova Borsa: un equilibrio fragile*, in Giorn. dir. amm., 1998, 583 ss.
- CARRIERO G., *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in Foro it., V, 2000, 88 ss.
- CARRIERO G., *Codici deontologici e tutela del risparmiatore*, in Foro it., V, 2005, 196 ss.

<sup>56</sup> Tutti i codici sono facilmente reperibili in rete.

<sup>57</sup> In questo senso deve interpretarsi la riflessione di N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina)*, cit., 699, sui codici etici: "Si scrive e si dice che questi codici derivano da libera scelta [...], costituiscono espressione di autonomia, e in qualche modo si contrappongono alle norme dettate da autorità esterne. E, così dicendo e scrivendo, forse si afferma il vero; ma vero è altresì che quelle norme, una volta poste [...] si fanno esterne al soggetto, e lo vincolano al pari di qualsiasi altra norma. Insomma [...] la posizione di una norma non è mai innocua: essa esprime una «libertà» che si perde nel momento stesso in cui si esercita".

Sulla rilevanza esterna delle norme deontologiche dei gruppi professionali, cfr. M. RENNA, *Professioni e procedimenti disciplinari*, in *Scritti in onore di Paolo Stella Richter*, Napoli, 2013, 431 ss.

- CORSO G., *Le privatizzazioni dei servizi pubblici*, in F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Sussidiarietà e pubbliche amministrazioni*, Rimini, 1997.
- CORSO G., *Riflessioni su amministrazione e mercato*, in *Dir. amm.*, 1-2, 2016, 1 ss.
- CRISCUOLO F., *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, Napoli, 2000.
- D'ALBERTI M., *Poteri pubblici e autonomie private nel diritto dei mercati*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2000, 400 ss.
- D'ALBERTI M., *Nobiltà e miserie della giuridificazione*, in *A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*, a cura di L. Ferrara e D. Sorace, voi. III. *La giuridificazione*, a cura di B. Marchetti e M. Renna, Firenze, 2016, 479 ss.
- DE MINICO G., *Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni*, Padova, 1997.
- DI GASPARE G., *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, II ed., Padova, 2015.
- DI MAJO A., *I cinquant'anni del libro delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, 196 ss.
- FERRARA L., *Profili problematici della responsabilità della pubblica amministrazione per mancata o inesatta informazione*, in *Dir. pubbl.*, 2004, 765 ss.
- FERRARA L., *Individuo e potere. In un giuoco di specchi*, in *Dir. pubbl.*, 2016, 3, 11 ss.
- FERRARESE M.R., *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transazionale*, Bologna, 2000.
- FERRI F., *L'autonomia privata*, Milano, 1959.
- FINESCHI A., *Intervento*, in G. VETTORI (a cura di), *Persona e mercato*, Padova, 1996.
- FRANZESE L., *Autodisciplina e nuovo diritto dell'economia*, in *Jus*, 3, 2002, 427 ss.
- GALGANO F., *Delle persone giuridiche. Disposizioni generali. Delle associazioni e delle fondazioni*, in *Commentario al codice civile Scialoja - Branca*, Roma, 1972, 340 ss.
- GAUDEMET Y., *Etica e diritto. La deontologia del giurista*, in *Dir. pubbl.*, 2015, 3, 713 ss.
- GHIDINI G.-GIRINO E., *Il nuovo codice Assoreti*, in P. ZATTI (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell'utente*, Padova, 1996.
- GRISI G., *L'autonomia privata. Diritto dei contratti e disciplina costituzionale dell'economia*, Milano, 1999, 76 ss.
- IRTI N., *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1998, 347 ss.
- IRTI N., *La concorrenza come statuto normativo*, in N. LIPARI-I. MUSU (a cura di), *La concorrenza tra economia e diritto*, Bari, 2000, 61 ss.
- IRTI N., *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2003, parte I, 693 ss.
- LIPARI N., *La formazione negoziale del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 307 ss.
- LIPARI N., *Diritto e sociologia nella crisi istituzionale del postmoderno*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1998, 420 ss.
- LIPARI N., *Il mercato: attività private e regole giuridiche*, in N. IRTI-A. GAMBINO-N. LIPARI-V. ROPPO (a cura di), *Il diritto della transizione*, Milano, 1998, 63 ss.
- LIPARI N., *Le fonti del diritto*, Milano, 2008.
- MANNUCCI G., *La tutela dei terzi nel diritto amministrativo. Dalla legalità ai diritti*, Rimini, 2016.
- MARZUOLI C., *Note in tema di indipendenza della funzione e di organizzazione del servizio*, relazione al Convegno di studi "Indipendenza, terzietà ed efficienza del giudice amministrativo in Italia e in Europa", Roma, 18 febbraio 2011, 1 ss.
- MARZUOLI C., *Le privatizzazioni fra pubblico come soggetto e pubblico come regola*, in *Dir. pubbl.*, 1995, 330 ss.



- MARZUOLI C., *Mercato e valore dell'intervento pubblico*, in *Le Regioni*, 1993, 1598 ss.
- MATTARELLA B.G., *Le regole dell'onestà. Etica, politica, amministrazione*, Bologna, 2007.
- MENGGONI L., *La questione del «diritto giusto» nella società post-liberale*, in *Rel. ind.*, 1988, 21 ss.
- MINERVINI G.-ONADO M., *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in G. TESAURO-M. D'ALBERTI (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, 2000, 122 ss.
- OPPO G., *Le ragioni del diritto: il diritto commerciale*, in *Jus*, 1996, 75 ss.
- PIEPOLO G., *Autodisciplina professionale e codici deontologici: una prospettiva europea*, in AA. VV., *Studi in memoria di P. De Vecchis*, Roma, II, 1999, 765 ss.
- PUGLIATTI S., *Autonomia privata*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1943, 79 ss.
- RANGONE N., *Declinazioni e implicazioni dell'autoregolazione: alla ricerca della giusta misura tra autonomia privata e pubblico potere*, in <www.rivistadirittoalimentare.it>, V, 4, 2011, 1 ss.
- ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss.
- ROSSI G., *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, 1448 ss.
- RESCIGNO P., *Contratto (in generale)*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 1998, 14 ss.
- ROPPO V., *Il codice Anasf*, in P. ZATTI (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell'utente*, Padova, 1996.
- RENNA M., *Professioni e procedimenti disciplinari*, in *Scritti in onore di Paolo Stella Richter*, Napoli, 2013, 431 ss.
- ROMANO A., «L'ordinamento giuridico» di Santi Romano, *il diritto dei privati e il diritto dell'amministrazione*, in *Dir. amm.*, 2011, 2, 241 ss.
- RUBINO D., *Le associazioni non riconosciute*, Milano, 1952.
- SALVIA F., *Il mercato e l'allività amministrativa*, in *Dir. e soc.*, 1994, 525 ss.
- SCHLESINGER P., *L'autonomia privata e i suoi limiti*, in *Giur. it.*, 1999, 229 ss.
- SCOGNAMIGLIO R., *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, Napoli, 1969.
- SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, V, 2004, 136 ss.
- SICA S., *Autodisciplina pubblicitaria e tutela del consumatore: oltre il diritto statale?*, in P. STANZIONE (a cura di), *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, Napoli, 1999.
- VELLA F., *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, 3 ss.
- VINCENZI AMATO D., *Associazioni e tutela dei singoli*, Napoli, 1984.
- VOLPE PUTZOLU G., *La tutela dell'associato in un sistema pluralistico*, Milano, 1974.
- ZATTI P. (a cura di), *Le fonti di autodisciplina. Tutela del consumatore, del risparmiatore, dell'utente*, Padova, 1996.
- ZATTI F., *Il controllo pubblico del mercato mobiliare. Profili istituzionali*, Torino, 2004.
- ZATTI F., *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012.

# IL FAVOR ALL'INVESTIMENTO AZIONARIO NEI GRANDI COMPLESSI PRODUTTIVI DEL PAESE TRA DISATTESE PROSPETTIVE DI DEMOCRAZIA ECONOMICA ED ESIGENZE DI SVILUPPO DEL MERCATO FINANZIARIO NAZIONALE

*Filippo Zatti*

SOMMARIO: 1.1. Una riflessione preliminare sulla disposizione finale del secondo comma dell'art. 47 Cost. – 1.1.1. I “limiti” dell'approccio tradizionale all'interpretazione della regola economica: dal diritto dell'economia al “diritto economico”. – 1.1.2. Il terzo *favor*: l'investimento azionario. – 1.1.3. Il terzo *favor*: i grandi complessi produttivi del Paese. – 1.2. La rilevanza dei fattori extragiuridici nell'attuazione del terzo *favor* dell'art. 47, secondo comma, Cost. – 1.3. La prevalenza della tutela sul *favor*: la “trasformazione” dei portatori di “risparmio popolare” in clienti al dettaglio dell'industria dei servizi finanziari. – 1.4. Il “risparmio popolare” nella prospettiva del diritto europeo del mercato dei capitali. – 1.5. Considerazioni conclusive.

## 1.1. *Una riflessione preliminare sulla disposizione finale del secondo comma dell'art. 47 Cost.*

La disposizione posta al termine dell'art. 47, secondo comma, Cost., quella cioè destinata a favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario, diretto e indiretto, nei grandi complessi produttivi del Paese, è rispetto alle altre due – proprietà dell'abitazione e diretta coltivatrice<sup>1</sup> – meno immediata da interpretare<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per le quali si rinvia, in questo Volume, rispettivamente, ai contributi di A. BUCELLI, *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche* e N. LUCIFERO, *L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico*.

<sup>2</sup> Lo si evince diffusamente dalle riflessioni di Mariangela Atripaldi raccolte, tra gli altri, in due mirati e significativi lavori monografici dedicati a tale specifico tema: M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014; ID., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano: dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009. Si v. anche, della stessa Autrice, *Risparmio e investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento tedesco: la disciplina della “funftes vermögensbildungsgesetz”*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2005, 197 ss.; ID., *Risparmio, credito ed*

Non solo dal punto di vista giuridico<sup>3</sup>. Anche la dimensione economica del fenomeno pare sfuggente<sup>4</sup>.

In un suo libro di inizio millennio, Alberto Quadro Curzio, a proposito di tale disposizione costituzionale, scrive: «Questo articolo è certamente molto moderno se letto in connessione allo sviluppo del mercato finanziario e dell'investimento azionario e prefigura un sistema produttivo capace di essere alimentato dal risparmio privato. Oggi, non si capisce però perché esso si spinga a individuare i soggetti beneficiari dell'investimento azionario solo nei "grandi complessi produttivi del Paese", tipologia economica che non si identifica con l'impresa e meno che mai con quelle medio-piccole. Comunque questo articolo non ha potuto avere attuazione adeguata neanche per le grandi imprese per la mancanza di sviluppo in Italia di un mercato finanziario adeguato e di quelle tipologie di fondi che in altri Paesi hanno davvero consentito tali partecipazioni azionarie»<sup>5</sup>. L'affermazione che fa Quadro Curzio è particolar-

---

*investimenti socialmente rilevanti: le relazioni a livello micro e macro-economico nel dibattito per l'approvazione dell'art. 47 Cost.*, in Diritto e cultura, 1-2, 2004, 167 ss. Per inciso, vale la pena osservare, sin da subito, che la dottrina giuridica si è occupata poco del secondo comma dell'art. 47 Cost., concentrandosi, soprattutto, sul primo comma. Per una recente ricostruzione delle posizioni che storicamente si sono succedute in dottrina si rinvia, tra gli altri, a R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea: profili costituzionali*, Torino, 2017, 67-75.

<sup>3</sup> Cfr. P.E. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 37: «La disposizione contenuta nel secondo comma (...) contempla attività che (...) si traducono o in atti di vero e proprio consumo (...), oppure, comunque, nella partecipazione ad attività economiche di tipo produttivo (...) la cui riconducibilità al concetto di risparmio in senso stretto (...) non è sempre sicura o, comunque, necessita di una valutazione caso per caso». Si cfr. anche S. ORTINO, *Banca d'Italia e Costituzione*, Pisa, 1979, 173; V. SPAGNUOLO VIGORITA, *Principi costituzionali sulla disciplina del credito*, in Rass. dir. pubb., 1962, 355 ss.

<sup>4</sup> Probabilmente, l'incertezza della dimensione economica di tale norma è stata causa della sua "limitata" attuazione (ma v. *infra* citazione di A. Quadro Curzio). Cfr. P. CARETTI-G. TARLI BARBIERI, *I diritti fondamentali: libertà e diritti sociali*, Torino, 2017, 515 ss.: «(...) come è dimostrato a tutt'oggi dagli scarsi risultati ottenuti dalla politica della casa e da quella fondiaria, nonché da una colpevole sottovalutazione delle potenzialità di tale disposizione soprattutto in alcuni recenti processi di privatizzazione di alcuni processi produttivi». La sottovalutazione di cui parlano Caretti e Tarli Barbieri potrebbe ricondursi all'irrisolta questione ideologica che accompagna questa disposizione sin dal dibattito emerso in Assemblea Costituente. Ora, al di là dell'ermeneutica della norma, sia che la si colleghi o meno al destino dell'art. 46 Cost. – cfr. R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive*, Milano, 2006, 56 ss. – una spiegazione della disattenzione del legislatore verso questa norma potrebbe essere individuata nel compromesso tentato nel riferirla all'azionariato popolare piuttosto che a quello più specificamente operaio. Emerge sottesa un'esigenza di superamento in chiave attualizzatrice della norma come testimonia il recente progetto di legge costituzionale A.C. n. 19 presentato il 15 marzo 2013 ("Modifica all'articolo 47 della Costituzione, in materia di accesso del risparmio popolare alla partecipazione nelle piccole e medie imprese e all'investimento azionario") con il quale «(...) si intende estendere alla partecipazione nella proprietà delle piccole e medie imprese il favor costituzionale (e) si elimina la limitazione al suolo italiano dell'investimento azionario nei complessi produttivi, estendendolo a tutto il territorio dell'Unione europea».

<sup>5</sup> Si v. A. QUADRO CURZIO, *Sussidiarietà e sviluppo. Paradigmi per l'Europa e per l'Italia*, Milano, 2002, 46-47.

mente significativa se si considera che la sua ricerca scientifica si è concentrata prevalentemente sui profili istituzionali e politico-sociali dell'economia reale<sup>6</sup>.

Il giurista “contemporaneo” che si trova di fronte a questa disposizione costituzionale può darne interpretazioni, per così dire, più o meno “coerenti” con quella che è la visione economica attualmente dominante. E ciò anche muovendo dai medesimi presupposti giuridici di natura costituzionale, ovvero dagli articoli 41, 42 e 43 della Carta quali proiezioni<sup>7</sup> della concezione dell'impresa richiamata dall'art. 47, comma secondo<sup>8</sup>. Per alcuni interpreti il riferimento è all'impresa azionaria quotata, ma, per altri, invece, soltanto a quella a capitale pubblico prevalente anche non quotata.

Secondo la prima delle due interpretazioni, la disciplina “ordinaria” delle società per azioni “aperte” deve quindi aver riguardo, tra gli interessi anche costituzionalmente meritevoli di protezione, all'interesse dei risparmiatori-investitori<sup>9</sup>. Nell'altra interpretazione, invece, emerge il riferimento a quelle particolari società per azioni pubbliche nate dalla privatizzazione dei servizi pubblici essenziali, anche non quotate, in cui si evidenzino «gli interessi di formazioni sociali di utenti che si organizzano alla salvaguardia di istituti e servizi di rilevanza sociale, sia nella fase di istituzione

---

<sup>6</sup> Mi piace segnalare che Alberto Quadro Curzio si laureò nel 1961 con una tesi di laurea su “Il risparmio nella teoria del benessere economico”.

<sup>7</sup> Si osservi che si tratta di una lettura a senso inverso, per così dire, che va oltre la preminenza data dagli esegeti al primo comma dell'art. 47 Cost. Tale lettura, evidentemente, si pone in contrasto con quella più autorevole dottrina risalente che qualificava il secondo comma come “paccottiglia”: si v. la ricostruzione esegetica di C. CARCELLI, *L'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al controllo del credito*, in M. Giusti (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994, 168 ss.

<sup>8</sup> Dei quali, in particolare dell'art. 41 Cost., può essere data una lettura fondata sui poli contrapposti, appunto, della teoria contrattualistica e di quella istituzionalistica dell'impresa. Si v. A. PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, in Riv. soc., 10, 1965, 86 ss. Cfr. anche G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in Riv. soc., 2, 1961, 193-194; G. ROSSI, *Controllo pubblico sulla società per azioni*, in Riv. soc., 1958, 524; B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in Riv. soc., 1957, 904 ss.

<sup>9</sup> Si v. F. GALGANO, *Il diritto commerciale in 25 lezioni*, Milano, 2007, 131 ss. e più di recente in ID., *Trattato di diritto civile vol. V*, Padova, 2011, 210 ss.: «(...) Il favore per l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario è forma di tutela del risparmio (i costituenti, come risulta dai lavori dell'assemblea erano particolarmente sensibili alla sua difesa contro l'inflazione) ed è al tempo stesso, rilancio del modello della società per azioni, preordinata fin dalle sue origini alla formazione dei grandi capitali industriali e commerciali con l'apporto dei più diversi ceti detentori della ricchezza»; G.C.M. RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in P. De Carli (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012, 91 e, più di recente, ID., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 31; sull'uso della locuzione “risparmiatore-investitore” mi si consenta di rinviare a F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in A.A.V.V., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1479 ss. Ma cfr. anche G.L. CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016, 374 ss.; P.E. CORRIAS, *op. cit.*, 36 ss.

della società che in quella del suo concreto funzionamento»<sup>10</sup> e si dia la necessaria considerazione all'importanza e al ruolo della partecipazione azionaria come «intesa a garantire l'obiettivo del servizio sociale universale e i suoi standard qualitativi (...) attraverso la potenziale partecipazione agli organi societari (C.d.A., Collegio sindacale e dei Revisori), controllo della gestione e della contabilità, affinché non prevalga l'interesse economico sul servizio sociale»<sup>11</sup>.

Entrambi colgono, adombrato in questa norma, un disegno di «azionariato popolare»<sup>12</sup> ma con distinte funzioni e finalità.

Da un lato, nella visione mercatistica, in uno sforzo di sintesi eccessivo ma efficace, un tale tipo di azionariato dovrebbe far confluire e conciliare l'interesse della massa dei «piccoli risparmiatori» con l'accesso «ad investimenti più dinamici e remunerativi, l'interesse delle grandi imprese societarie ad attingere direttamente dal risparmio diffuso i necessari mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio e l'interesse generale del Paese alla trasformazione della ricchezza accumulata in capitale produttivo di nuova ricchezza. Disegno di azionariato «popolare» nutrito, negli anni del secondo dopoguerra, dall'entusiasmo della ricostruzione e sorretto da una visione ottimistica delle dinamiche del mercato azionario; visione non ancora intaccata dalle delusioni delle ricorrenti crisi borsistiche e degli scandali finanziari a getto continuo»<sup>13</sup>.

Dall'altro lato, l'azionariato popolare è concepito in funzione di una prospettiva di democrazia economica che va ben oltre l'interpretazione dell'art. 47, comma secondo, Cost. «quale proiezione dell'art. 42 Cost. sull'accesso alla proprietà ritenendo che tale articolo trasformi un principio di uguaglianza formale, quale l'accesso, in un principio di uguaglianza sostanziale, puntualizzato su tre obiettivi di carattere primario della formazione della personalità: abitazione, proprietà coltivatrice e azionariato popolare»<sup>14</sup>.

Entrambe le interpretazioni, dunque, sono percorribili per il diritto; ma se l'interpretazione giuridica tiene in considerazione i fatti economici? Sia chiaro, non quale sia la visione economica dominante, ma i «fatti economici», ovvero, per usare in economia, se possibile, la nozione che Mortati ha usato per la Costituzione, «l'economia materiale». Nel mondo della complessità istituzionale, lo studio dei fenomeni economici attraverso un metodo «transdisciplinare» può essere utile a testare la funzionale efficacia ed effettività dell'assetto regolativo in azione.

---

<sup>10</sup> Si v. F. LUCARELLI, *La tutela dei beni dal codice alla Costituzione. Le «proprietà comuni» e l'Assemblea Costituente*, in F. Lucarelli (a cura di), *Lo Stato di opinione e il danno alla Costituzione. Riflessioni sullo Stato di diritto*, Napoli, 2010, 170.

<sup>11</sup> *Id.*, 171.

<sup>12</sup> Ma si v. *supra* nt. 3.

<sup>13</sup> Si v. G.C.M. RIVOLTA, *op. cit.*, 91.

<sup>14</sup> Si v. F. LUCARELLI, *op. cit.*, 170.

1.1.1. *I "limiti" dell'approccio tradizionale all'interpretazione della regola economica: dal diritto dell'economia al "diritto economico"*

La letteratura economica, in genere, non è parsa particolarmente interessata a riflettere sulle ragioni della presenza nella Carta costituzionale di una norma sull'investimento azionario, diretto o indiretto che sia; sulla sua correlazione con quello che i Costituenti hanno chiamato "risparmio popolare"; e con il *favor* del finanziamento ai grandi complessi produttivi del Paese.

D'altronde, in un sistema economico di mercato, è del tutto naturale, anzi, necessario, che il capitale privato, sia che provenga da investitori sia da piccoli risparmiatori, intesi "evolutive" come clienti dell'industria dei servizi finanziari, affluisca all'economia reale del Paese nel suo complesso. E, dunque, non solo ai "grandi complessi produttivi" per non penalizzarne l'efficiente allocazione.

Secondo la teoria economica sinora dominante, la *mainstream economics*, l'economista dovrebbe essere orientato, innanzitutto, a individuare le soluzioni economiche efficienti, per l'appunto, che, in un quadro di massimizzazione dell'utilità individuale, consentano la migliore allocazione nei sistemi economici delle esauribili risorse<sup>15</sup>. Lo sviluppo economico che ne deriverebbe dovrebbe implicitamente garantire, con l'aumento del reddito, anche una sua più equa redistribuzione ottenendo così una forma di giustizia distributiva. Il diritto, dunque, secondo questa concezione del rapporto con l'economia, non avrebbe altro compito se non quello di assecondare e agevolare il funzionamento del sistema economico limitandosi semmai ad intervenire per incentivare o sanzionare. La regolazione, infine, dovrebbe rendere più efficiente la veicolazione dei capitali nel sistema economico ampliando gli effetti incentivanti e al contempo limitando quelli disincentivanti come nel caso dei comportamenti illeciti.

E, invece, per il giurista? Quali dovrebbero essere oggi le modalità di intervento sull'attività economica funzionali al temperamento dell'efficienza economica e dell'effettività giuridica? La risposta a tale quesito non è, evidentemente, di immediata identificazione né tanto meno può avere carattere di generalità. Intanto, perché il tipo di interfaccia esistente tra diritto ed economia è oggetto ormai di un interesse a geometria variabile, in funzione degli ordinamenti e dei sistemi economici. E poi perché gli sguardi, per così dire, che giuristi ed economisti gettano sulle relazioni tra diritto ed economia sono poco omogenei. Si passa da soluzioni metodologiche miste a soluzioni impermeabili alla contaminazione metodologica e alternative l'una all'altra. Nell'Europa continentale, almeno finora, è prevalsa la seconda, quella che potremmo definire, più tipicamente, di diritto dell'economia, in cui l'analisi si concentra sullo studio dei sistemi economici in funzione delle singole discipline

---

<sup>15</sup> Ma, come sottolinea Luciani (v. M. LUCIANI, *La produzione della ricchezza nazionale*, in *Costituzionalismo.it*, 3, 2008, 6), l'efficienza economica non è mai uno scopo ma solo un mezzo.

giuridiche<sup>16</sup>. La complessità che i fatti economici hanno assunto in relazione alla dissoluzione del potere regolativo dello Stato in materia economica, sta nuovamente facendo riemergere l'idea della necessità di un approccio interdisciplinare, o, come detto, “transdisciplinare”, con l'obiettivo di fornire un quadro di analisi unitario delle relazioni che intercorrono tra l'evoluzione dei regimi giuridici e le trasformazioni dei sistemi economici. Quindi, non un diritto dell'economia ma un “diritto economico” che si concentri non soltanto sull'analisi delle conseguenze economiche delle scelte giuridiche ma, piuttosto, sulla dimensione economica della loro effettività. L'analisi, dunque, ha sì per oggetto le politiche poste in essere da quei poteri pubblici “reticolari” che dovrebbero svolgere il proprio ruolo di garanzia e indirizzo delle scelte economiche ma in funzione delle finalità teleologiche “locali” – come, ad esempio, è il caso, nell'ordinamento costituzionale nazionale, per la tutela del risparmio, in tutte le sue forme, e per il *favor* al risparmio popolare<sup>17</sup>. È appena il caso di osservare che tale mutamento di indagine costituisce inevitabile conseguenza del declino del diritto statale a vantaggio di organi non statali, o situati alla periferia dello Stato, come le autorità indipendenti, oppure al suo esterno, come nel caso del *multilevel constitutionalism*.

### 1.1.2. *Il terzo favor: l'investimento azionario*

Alla luce delle riflessioni che precedono, un primo aspetto merita un approfondimento, ovvero il richiamo all'investimento azionario all'interno di una Carta costituzionale. Soprattutto, in una Carta come la nostra che non “imponesse” il sistema economico attraverso il quale raggiungere gli obiettivi di indirizzo politico-costituzionale da essa stabiliti.

Viene da chiedersi, a tal proposito, riprendendo quanto emerso nel dibattito all'interno dell'Assemblea Costituente se si tratti, come è stato detto in dottrina anche in relazione agli altri due *favor*, di una mera elencazione esemplificativa.

Nell'originaria formulazione, la norma – come ricorda Sorace<sup>18</sup> – constava solo della tutela e non anche dell'incoraggiamento al risparmio. Il secondo comma, per iniziativa dell'on. Zerbi, come noto, venne inserito durante la discussione nell'Assemblea Costituente e nacque da un emendamento che suonava così: «La

<sup>16</sup> Cfr. M. ORTINO, *The Notion of Economic Law and Regulatory Competition*, in K.M. Meessen (ed.), *Economic Law as an Economic Good*, Munich, 2009, 103 ss.

<sup>17</sup> Cfr. A. JACQUEMIN-G. SCHRANS, *Le Droit économique*, Paris, 1982: «Il diritto economico non è una nuova materia giuridica, ma una nuova prospettiva di fronte a materie tradizionali. [...] È una qualificazione del diritto, il diritto visto nelle sue conseguenze economiche, o un modo “di prendere in considerazione” il diritto». Secondo Kirat l'espressione “diritto economico” è associata ad una nozione “qualificatrice” che insiste sulla necessità di un approccio interdisciplinare che trasforma la regola di diritto: si v. T. KIRAT, *Quale diritto per l'economia*, Milano, 2013, 27-28.

<sup>18</sup> Cfr. D. SORACE, *A proposito di “proprietà dell'abitazione”, “diritto d'abitazione e “proprietà (civile) della casa”*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 3, 1977, 1176 ss.

Repubblica tutela il risparmio in tutte le sue forme e favorisce l'accesso del risparmio popolare agli investimenti reali promuovendo la diffusione della proprietà dell'abitazione [...]. Vi era all'interno dell'Assemblea Costituente chi, come l'on. Ruini, si dichiarava contrario, in generale, a tutte le norme costituzionali che specificano troppo e anche all'emendamento proposto dall'on. Zerbi per il suo richiamo ai soli investimenti reali e alla loro individuazione in tre sole forme. L'on. Ruini riteneva che una specifica previsione costituzionale a favore degli investimenti reali potesse penalizzare il flusso di risparmio verso i titoli emessi dallo Stato.

L'on. Zerbi ritirò la locuzione "investimento reale" perché poteva prestarsi ad interpretazioni non volute e chiarì che per il resto l'elencazione proposta era solo, in parte, qualificabile come esemplificativa mentre l'emendamento conteneva «una affermazione finalistica, che non esige necessariamente applicazione immediata e radicale ma lascia alle leggi future il compito di trovare forme adatte a favore del risparmio popolare»<sup>19</sup>.

Certamente l'indicazione di un *favor* del risparmio popolare agli investimenti nell'economia reale avrebbe potuto creare dei vincoli alla libertà di azione dell'Esecutivo in materia di politica economica e, almeno fino alla separazione Ministero del tesoro-Banca d'Italia, anche alle manovre monetarie, essendo tali decisioni assai rilevanti in un paese che, fino alla fine degli anni ottanta del secolo scorso, ha conosciuto il monopolio dei cambi e il governo della valuta. Inoltre l'eliminazione dalla norma del riferimento agli investimenti reali – secondo Sorace<sup>20</sup> – rendeva la rilevanza diretta della norma assai scarsa, anche sotto il profilo della "giustiziabilità", residuandosi in una valenza negativa volta a contrastare quegli interventi che scoraggiassero, senza alcuna ragione di politica economica (e monetaria), l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

Ora, al di là di queste considerazioni, e delle ricadute in termini giuridici da esse prodotte, anche in tema di interpretazione del secondo comma dell'art. 47 Cost., pare comunque aspetto non del tutto marginale né prescindibile, ad avviso dello scrivente, che almeno due delle tre tipologie di investimento menzionate (abitazione, terreno agricolo) siano, sotto il profilo economico, riconducibili senz'altro all'economia reale. E anche sotto il profilo giuridico, è di tutta evidenza che il loro inquadramento sia riconducibile ad una categoria giuridica codificata ovvero a quel tipico diritto dominicale che è la proprietà nonché alle garanzie previste nell'art. 42 Cost.

Per quanto riguarda, invece, l'investimento in azioni si aprono due questioni. Tale tipologia di investimento è sempre correlabile all'economia reale? E, inoltre, è sempre inquadrabile nell'esercizio di un diritto dominicale? La risposta alla prima

---

<sup>19</sup> CAMERA DEI DEPUTATI, *La Costituzione della Repubblica nei lavori preparatori dell'Assemblea Costituente*, vol. I, Roma, 1970, 1768-1769.

<sup>20</sup> Cfr. D. SORACE, *op. cit.*, 1177-1178.



sollecitazione pare immediata ed è, evidentemente, negativa. Più complessa, invece, la seconda questione che richiama la conflittualità intrinsecamente esistente nelle forme societarie per azioni tra chi detiene il controllo della società e chi, invece, come parte della minoranza non può godere di un diritto di proprietà inteso in senso pieno<sup>21</sup>. Quel conflitto, come noto, verrà ben presto liquidato come ideologico e la soluzione della democrazia societaria sarà abbandonata a favore di una tutela indiretta fondata sul controllo e sulla regolamentazione del mercato dei capitali<sup>22</sup>. Scelta questa che coinciderà sostanzialmente con quanto proposto nel rapporto Segré<sup>23</sup> e che costituirà lo schema di partenza sul quale verrà elaborata nel tempo la disciplina europea di regolamentazione del mercato dei capitali. L'introduzione dell'azione di risparmio, avvenuta, come noto, con la legge istitutiva della Consob risulterà emblematica della decisione adottata dal legislatore e dell'interpretazione/attuazione del terzo *favor*<sup>24</sup>.

Questo breve richiamo storico, seppur necessariamente non esaustivo, non potendo, in questa sede, soffermarci su questi aspetti<sup>25</sup>, è utile a proporre un'ulteriore riflessione proprio sulle scelte attuative della parte finale del secondo comma dell'art. 47 Cost. ovvero se il legislatore si sia mosso storicamente in modo sincronico con le finalità teleologiche della nostra Carta costituzionale.

Rosario Nicolò sosteneva che «il diritto, in quanto dato positivo, e la giurisprudenza, in quanto scienza pratica, incontrano un limite invalicabile nella norma, che la dottrina può criticare, interpretare in maniera evolutiva, ma non mutare»<sup>26</sup>. Si può interpretare in maniera evolutiva una disposizione costituzionale? Sia essa nor-

<sup>21</sup> Cfr. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile. Vol. IV*, Padova, 2010, 210 ss.

<sup>22</sup> Si v., in particolare, A. MIGNOLI, *I dieci anni della "Rivista delle società"*, in Riv. soc., 6, 1966, 1218; B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in F. Fenghi-A. Santa Maria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia*, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Milano, 1968, 57: «La via da seguire non è dunque quella della così detta democrazia societaria, intesa come aspirazione a far partecipare alla vita sociale attiva la massa degli azionisti risparmiatori, o speculatori, od occasionali [...] Ritengo che si debba seguire invece la via di una disciplina legislativa che tenga più compiutamente conto delle differenze che devono sussistere fra le due categorie di azioni che già il nostro codice ed altre legislazioni prevedono: quella prevista in funzione degli azionisti risparmiatori, che penso debba essere limitata alle società le cui azioni sono quotate nelle borse; e quella destinata agli azionisti attivi». Cfr. anche L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in Riv. soc., 1958, 691; A. PAVONE LA ROSA, *op. cit.*, 85; G. FERRI, *op. cit.*, 186; G. OPPO, *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in Riv. soc., 6, 1966, 1230.

<sup>23</sup> EEC COMMISSION, *The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November 1966.

<sup>24</sup> Cfr. A. MONTI, *La tutela del risparmio nella legge 216 (con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni di investimento)*, in Riv. dir. comm., 1983, 545-546.

<sup>25</sup> Per i quali, peraltro, si rinvia al contributo in questo Volume di S. TURELLI, *L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria. Profili di diritto societario*.

<sup>26</sup> Si v. R. NICOLÒ, *Esperienza scientifica: diritto civile*, in *50 anni di esperienza giuridica in Italia*, Milano, 1981, 72.

ma precettiva o programmatica? Calamandrei definì la nostra Carta una “Costituzione presbite”<sup>27</sup> in quanto che essa scorgeva male le cose da vicino ma vedeva bene le cose lontane. Non dovrebbe essere “presbite” anche la sua interpretazione e la sua attuazione? Zagrebelsky, di recente, osserva come la tendenza omologante sia in agguato: «il mondo del diritto è dominato dal “principio di autorità”, autorità riconosciuta a determinati giuristi o alla “dottrina dominante”. Anche per i giuristi è più facile adeguarsi che interpretare. Si va sul sicuro, ma così si contribuisce alla pietrificazione della legge e al suo progressivo distacco dal flusso della vita»<sup>28</sup>.

Scorrendo i commentatori che si sono succeduti nel tempo pare sperimentarsi proprio questo fenomeno. Al commento sistematico dell'art. 47 Cost. da parte di un economista, Alberto Bertolino, nell'immediatezza dell'entrata in vigore della Carta, si susseguono tutta una serie di commenti che si focalizzano su un'interpretazione evolutiva di tale norma cristallizzata sullo *status quo* o sull'esigenze dei mutamenti istituzionali ma che pare trascurare il senso originario della disposizione<sup>29</sup>.

Si dirà che l'originalismo nel diritto non è sempre un valore perché impedisce il suo flessibile adeguamento alle realtà sociali via via esistenti. Pur tuttavia, ritornare alle origini, liberandole dalle incrostazioni, dalle sedimentazioni, dagli stilemi e, anche, dalle strumentalizzazioni che sono venuti a formarsi nel tempo, ci consente di tornare a riflettere sugli indirizzi presi, sull'attuazione di queste norme, e di interrogarsi, in specie quando le norme hanno rango costituzionale, se l'attuazione si sia conformata al disegno originario secondo una visione del diritto (in senso) economico. Il diritto economico ha questo compito: aiutarci a comprendere, per attuare gli opportuni rimedi, se gli assetti istituzionali ideati nel tempo per il governo dell'economia sono stati plasmati dai tempi e dalle regole del modello economico dominante o se, al contrario, hanno contribuito a contrastare, limitandolo, il potere dell'economia sul potere politico secondo lo schema dei rapporti economici delineato dalla Costituzione<sup>30</sup>.

Come detto, i commenti all'art. 47 Cost. si sono focalizzati, “adeguandosi” alle condizioni economiche e politiche del tempo, sulle forme della tutela del risparmio, concentrandosi sull'obiettivo della stabilità monetaria e della

---

<sup>27</sup> V. l'Introduzione di A.G. GARRONE in P. CALAMANDREI, *Questa nostra Costituzione*, Milano, 1955.

<sup>28</sup> Si v. G. ZAGREBELSKY-M. BRUNELLO, *Interpretare. Dialogo tra un musicista e un giurista*, Bologna, 2016, 606 dell'ebook.

<sup>29</sup> Sul punto si v. le riflessioni di G. CERINA FERRONI, *Introduzione*, in G. Cerina Ferroni (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011, 3 ss.

<sup>30</sup> Secondo Chessa «l'interpretazione neoliberale (e ordoliberal) sembra svalutare il ruolo dell'art. 3, secondo comma, della Costituzione nell'interpretazione delle clausole “sociali” disseminate nella co-stituzione economica e assegnare un valore soverchiante a disposizioni come gli artt. 47 e 81 Cost., da cui pretende di ricavare norme che invero non possono supportare»: cfr. O. CHESSA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, 2016, 14 ss.

conseguente garanzia del potere di acquisto dei risparmiatori (anche “popolari”, in chiave soggettiva)<sup>31</sup> e sacrificando una lettura sistematica del secondo comma dell’art. 47 Cost. a favore di una disamina analitica dei provvedimenti attuativi<sup>32</sup>. Da essa emerge una progressiva attenzione del legislatore verso il terzo *favor* ma declinato secondo le esigenze della *realpolitik* piuttosto che della società prefigurata<sup>33</sup>.

Pare di una qualche utilità, a tal proposito, riportare, di seguito, quanto sostenuto dall’on. Zerbi nel presentare l’emendamento alla versione originaria dell’art. 47

<sup>31</sup> Merusi si concentra sull’interpretazione del primo comma dell’art. 47 Cost. quale norma che difende «come *valore in sé* l’elemento in cui si traduce la liquidità, di cui al rapporto risparmio-credito, la moneta»: F. MERUSI, *Art. 47*, in G. Branca (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Rapporti economici Tomo III art. 45-47, Bologna Roma, 1980, 154. Il risparmio riferito al credito, nella lettura che dà Merusi dell’art. 47 Cost., è assai prevalente. Tant’è che al risparmio disgiunto dal credito e al *favor* per il risparmio dedica poche pagine (183-187) alla fine del suo ampio commento all’art. 47 Cost. Inoltre, quando tratta specificamente del risparmio popolare, fa un richiamo sì a quelle che sono le caratterizzanti fonti monetarie di derivazione di tale risparmio, citando, peraltro, uno scritto risalente di M. Nigro (v. nota 59), ma limitandosi a prendere atto che «specificare questo concetto giuridico indeterminato sulla base delle sue caratteristiche intrinseche (naturale incapacità di trasformarsi in altri beni ritenuti socialmente ed economicamente rilevanti) sarà poi compito del legislatore, autore della normativa di supporto, sulla base di indici di identificazione». Ma, ancora, nell’identificare gli scopi del secondo comma dell’art. 47 Cost., afferma che «il primo scopo è di tutelare quel risparmio monetario che [...] è più di ogni altro esposto al fenomeno negativo dell’inflazione in quanto, per sua natura, inidoneo a trasformarsi in beni a valore stabile» (p. 185) e il secondo scopo «in parte strumentale al primo, è di permettere l’anticipata trasformazione del risparmio monetario “popolare” nella proprietà individuale di beni ritenuti socialmente ed economicamente rilevanti» (p. 186). Bognetti, pur muovendosi lungo il percorso interpretativo, già tracciato, del primo comma dell’art. 47 Cost., si pone in discontinuità laddove associa il *favor* del secondo comma di detta norma al riconoscimento di autentici diritti sociali da parte dei Costituenti: cfr. G. BOGNETTI, *La Costituzione economica*, Milano, 1995, 36 ss. Interessante anche, in questo senso, la proposta di modifica dell’art. 47 Cost. proposta dallo stesso Bognetti: «Nel rispetto dei limiti posti all’azione pubblica dai principi costituzionali che garantiscono l’economia di mercato, la Repubblica adotta politiche dirette a migliorare le condizioni sociali e la sicurezza economica dei cittadini attraverso la diffusione della proprietà. La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme. Favorisce l’accesso del risparmio popolare alla proprietà dell’abitazione e all’investimento diretto e indiretto nei complessi produttivi del paese ammessi alle quotazioni della borsa. A quest’ultimo fine cura un’adeguata organizzazione del mercato finanziario, fondata sul pluralismo degli investitori istituzionali e sull’ampia gamma dei soggetti ammessi ai listini. I trattamenti fiscali che direttamente o indirettamente disincentivano gli investimenti nel mercato finanziario sono incostituzionali».

<sup>32</sup> Nel commento alla norma in S. BARTOLE-R. BIN, *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 2008, 481 ss. nulla si aggiunge rispetto alla dottrina richiamata ma si dà particolare risalto al terzo *favor* dando conto della legislazione attuativa sia della disciplina dei servizi di gestione collettiva del risparmio sia delle disposizioni tendenti a realizzare il modello della *public company* nella privatizzazione delle grandi imprese pubbliche.

<sup>33</sup> Pare significativo, a tal proposito, come Baroncelli, nel suo commento all’art. 47 Cost., muovendo sempre dal risparmio monetario, dedichi al secondo comma soltanto l’ultimo breve paragrafo (4.7) del suo lavoro, peraltro, tutto incentrato sul terzo *favor* e significativamente rubricato “*Nuove forme di tutela del risparmio popolare*”: S. BARONCELLI, *Art. 47*, in R. Bifulco-A. Celotto-M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Milanofiori Assago, 2006, 957.

Cost. Lo stesso on. Zerbi riconosceva che: «Il risparmio delle classi ricche, per le sue stesse dimensioni e per la conoscenza della ricca borghesia possiede delle multiformi vie di investimento e reinvestimento, sa ben trovare da solo gli impieghi che lo difendano dalla svalutazione monetaria e bene spesso sa volgere la svalutazione medesima a proprio vantaggio. È invece il piccolo risparmiatore delle classi popolari, il quale spesso indugia forzatamente nelle forme più semplici dell'investimento monetario – nel deposito bancario, nel titolo di Stato, nell'obbligazione – che più si è trovato esposto alle intemperie della moneta (...). Per la sua stessa limitata entità individuale e per la scarsa conoscenza che il piccolo risparmiatore popolare ha delle svariate possibilità del mercato finanziario, i singoli piccoli risparmiatori continuerebbero anche nel futuro a non sapere difendersi da soli contro eventuali ulteriori bufere monetarie... Il solo mezzo che l'esperienza storica abbia dimostrato sufficientemente efficace per difendere, almeno in larga parte, il contenuto economico del risparmio delle classi operaie, artigiane, impiegatizie, pensionate, insomma del piccolo risparmio popolare (...) è nello *spalancare a tale piccolo risparmio anche le porte dell'investimento reale in beni strumentali, sia nell'educare tale piccolo risparmio a tali investimenti, sia nel munirlo di strumenti economico-giuridici nuovi o di nuove forme associative, atte a redimere il risparmio popolare da quel complesso di inferiorità che finora lo ha fatto soccombente alle vicende della moneta*»<sup>34</sup>.

Dunque, ancora una volta, ritroviamo il richiamo all'investimento nell'economia reale. Investimento che, attraverso il mercato dei capitali, avrebbe dovuto garantire anche il risparmio popolare dal rischio di svalutazione della moneta e dalla perdita di potere d'acquisto. Ma, per questo, si osservi, non vi era necessità di andare oltre il *favor* al mero investimento azionario definendo in una Carta costituzionale lo "specifico oggetto" dell'investimento. Il *favor*, come noto, non contempla qualsiasi investimento azionario, ma quello nelle azioni dei grandi complessi produttivi del Paese<sup>35</sup>. Diventa, allora, rilevante indagare sotto il profilo giuridico cosa intendessero i Padri costituenti per "grandi complessi produttivi del Paese".

---

<sup>34</sup> CAMERA DEI DEPUTATI, *op. cit.*, 1751.

<sup>35</sup> E semmai in quegli strumenti finanziari, diremmo con l'attuale terminologia giuridica, che sono "collegati" all'investimento azionario come nel caso di obbligazioni convertibili e derivati. Interessanti, a tal proposito, le parole pronunciate dall'on. Zerbi (Atti A.C., 4044): «Noi non ignoriamo che nel nostro Paese sono oggi in atto movimenti i quali tendono a diffondere il diretto investimento azionario anche presso ceti di risparmiatori fino a ieri estranei a questo tipo di investimento. Ce li segnala anche l'inusitata attività borsistica tuttora in corso. Non ignoriamo che talune nostre grandi imprese, specie nel nord, hanno recentemente assegnato opzioni ai propri dipendenti, ed attraverso queste opzioni li hanno ammessi ad un sia pure limitato investimento dei loro risparmi nella azienda stessa dove lavorano. Noi ci avviamo ad avere una discreta partecipazione di talune masse impiegatizie ed operaie al capitale di taluni dei nostri grandi complessi produttivi. Ma io ritengo che la Repubblica italiana debba preoccuparsi di volgarizzare questa forma di investimento presso tutte le nostre classi popolari».

### 1.1.3. *Il terzo favor: i grandi complessi produttivi del Paese*

Se l'art. 47, secondo comma, Cost. è parso a molti interpreti atipico per la sua eccessiva specificità in quanto norma costituzionale, cosa dire allora per il collegare il *favor* all'investimento azionario a determinate entità caratterizzate orientativamente per dimensione e attività.

L'espressione usata dai Padri Costituenti pone una serie di quesiti ai quali pare difficile tentare di dare risposta senza porsi nel contesto economico di allora<sup>36</sup>. Il settore manifatturiero era considerato produttivo come nessuno degli altri settori. La fiducia nei meriti intrinseci dell'industria manifatturiera era comprensibile, dato che l'industria è stata – ed è tuttora nelle economie in via di sviluppo – capace di far uscire dalla povertà la grande maggioranza delle persone. Certamente, oggi, nei paesi industrializzati, non è più così: il calo occupazionale e produttivo dell'industria manifatturiera rispecchia il progresso economico sotto forma di rapida crescita della produttività. Sostiene Paul Krugman: «Per un paese la capacità di migliorare il suo tenore di vita nel tempo dipende quasi interamente dalla sua capacità di innalzare il prodotto per addetto»<sup>37</sup>. Qualunque sia l'interpretazione che si voglia dare alla locuzione “grandi complessi produttivi” e al pensiero degli economisti sulla rilevanza dell'industria manifatturiera nel creare sviluppo economico, anche attraverso l'aumento della produttività, pare, oggi, quanto meno incoerente, con il disegno complessivo dell'art. 47 Cost., un'inclusione degli intermediari finanziari, *in primis* delle banche, tra i grandi complessi produttivi. Incoerente perché l'esercizio del credito in sé non sarebbe estraneo al circuito che stimola lo sviluppo economico ma lo diventa nel momento che si confonde con l'investimento finanziario e la speculazione. Vale a dire, nel momento in cui il settore finanziario cresce più rapidamente dell'economia sottostante.

Negli anni venti del Novecento e nel primo decennio dell'inizio del terzo millennio i profitti delle banche aumentavano perché accettavano di rischiare di più. Il maggior rischio poteva esser confuso con l'aumento della produttività. D'altronde, i criteri contabili finora utilizzati hanno la tendenza a sopravvalutare i profitti delle banche in un periodo di ripresa economica e a ridurli significativamente in un periodo di contrazione, oltre a non rappresentare realisticamente i rischi assunti, soprattutto, nell'investimento e/o nella gestione dei prodotti finanziari strutturati.

---

<sup>36</sup> A tal proposito, può essere utile il suggerimento tratto da un passo di un Volume dell'Anidel (Associazione nazionale imprese distributrici di energia elettrica) edito nel 1946 (ANIDEL, *Aspetti e problemi della nazionalizzazione*, Milano, 20 ss.): «Ammessa infatti la possibilità di fissare quello che si deve intendere per “grande complesso produttivo”, frase di per sé priva di significato o meglio con molti significati data la relatività degli elementi quantitativi espressi in forma aggettivale [...] è evidente che, ammessa la continuità del sistema capitalistico e fissato un limite oltre il quale il complesso industriale diventa “grande” e deve quindi essere sottoposto a nazionalizzazione, l'iniziativa privata rifuggerà dal raggiungere quel limite, con danno all'economia nazionale nel suo complesso in quanto si impedirebbe di produrre nella maniera più economica».

<sup>37</sup> Si v. P. KRUGMAN, *Il silenzio dell'economia*, Milano, 1991, 23.

Il gruppo di ricercatori della *Bank of England* coordinato da *Andrew Haldane* ha contribuito a dimostrare che in finanza il “miracolo produttivo” è un miraggio. In particolare, quando in un Paese vi sono banche che, in rapporto al prodotto interno lordo, hanno grandi dimensioni, come hanno scoperto, a loro spese Islanda, Irlanda e anche Cipro, vi è un alto rischio per la stabilità del sistema economico<sup>38</sup>. In una ricerca curata da *Stephen Cecchetti* della Banca dei Regolamenti internazionali, prendendo in esame sedici Paesi dell'OCSE dal 1980 al 2009, emerge che esiste un punto in cui lo sviluppo finanziario e la dimensione del sistema finanziario, misurati in base all'occupazione e alla produzione, hanno effetti negativi sul sistema economico<sup>39</sup>.

Facendo proprie tutte le cautele del caso, in particolare, sull'interpretazione da dare a questi dati, e sulla spinta del metodo proprio del diritto economico, essi costituiscono senz'altro un prezioso ausilio nel tentare di individuare l'ambito giuridico attuativo del terzo *favor* anche per quanto riguarda la limitazione che i Padri Costituenti hanno introdotto circoscrivendo al Paese l'attenzione del legislatore. Qui, le considerazioni in punto di diritto tornano a farsi preminenti anche se, una prima immediata riflessione non può che muovere dalla presa d'atto di quella che è stata la radicale trasformazione del mercato dei capitali nazionale. Tale trasformazione è stata senz'altro favorita dall'introduzione della libertà di circolazione dei capitali e dalla progressiva liberalizzazione dei servizi finanziari che sono coincisi con una modificazione della regolazione e della disciplina del mercato finanziario. Certo, la presenza nella Carta di un riferimento territoriale in questo ambito può suscitare delle perplessità sulla sua possibile cogenza in un quadro giuridico come l'attuale di appartenenza all'Unione europea<sup>40</sup>. Stante la giurisprudenza della Corte di giustizia, non sembrano, tuttavia, profilarsi potenziali contrasti con i Trattati dell'Ue. Né tanto meno con le norme europee derivate in quanto la limitazione del *favor* agli investimenti azionari nei grandi complessi produttivi del Paese, non è necessariamente in contrasto con la promozione dell'efficienza allocativa del mercato dei capitali<sup>41</sup> qualora l'iniziativa economica, anche quando favorita da incentivi di natura fiscale nei confronti dei portatori di risparmio popolare, resti all'interno dell'autonomia negoziale<sup>42</sup>.

<sup>38</sup> Si v. J. PLENDER, *La verità sul capitalismo. Denaro, morale e mercato*, trad. it. di Susanna Bourlot, Torino, 2016, 87.

<sup>39</sup> *Id.*, 87.

<sup>40</sup> Tant'è che nella relazione di accompagnamento al già citato progetto di legge A.C. n. 19 si legge: «[...] Inoltre, si elimina la limitazione al suolo italiano dell'investimento azionario nei complessi produttivi, estendendolo a tutto il territorio dell'Unione europea».

<sup>41</sup> Ma per una ragionata e attenta disamina della questione si rinvia a D. MERCADANTE, *Limitazioni della libertà di iniziativa economica, tutela del risparmio popolare e grandi complessi produttivi del Paese: un percorso interpretativo tra gli artt. 41 e 47 della Costituzione e l'ordinamento comunitario*, tesi di dottorato, Pisa, 2009, 15-20. Si consideri anche, da ultimo, il tenore letterale dell'art. 1, comma 102, l. n. 232/2016 (Legge di Stabilità 2017) che introduce i Piani Individuali di Risparmio (v. *infra*).

<sup>42</sup> Tuttavia, qualora si tratti «di interventi puramente sovvenzionatori, questi ultimi, in quanto

La limitazione in termini dimensionali e territoriali (dei complessi produttivi) trova una sua possibile interpretazione, dunque, in via sistematica.

La presenza nella Carta di un *favor* per l'accesso del risparmio popolare all'investimento mobiliare di tipo azionario – sia direttamente sia attraverso forme di gestione collettiva<sup>43</sup> – è funzionale a calamitarlo verso questo determinato impiego non soltanto con l'obiettivo di rafforzare i profili di effettività della tutela ma anche, e direi, soprattutto, con quello di favorire il consolidamento e l'espansione della capacità economica del Paese, e, tramite essa, il livello di inclusione sociale dei singoli cittadini<sup>44</sup>. Quest'ultimo obiettivo era particolarmente avvertito nella fase immediatamente successiva all'entrata in vigore della Carta in cui le condizioni politiche, economiche e sociali erano ben diverse da quelle di oggi<sup>45</sup>. Tuttavia, la norma permarrà in una situazione di stasi attuativa o, se si preferisce di prevalente inattuazione, fino a quando significative trasformazioni economiche indurranno un illusorio e dannoso affrancamento del risparmio popolare dalle altre forme di risparmio concentrando la tensione giuridica più sulle forme della tutela che del *favor*<sup>46</sup>. A

---

diretti esclusivamente alle imprese italiane (e, tra esse, solo alle più grandi), appaiono in contrasto con le norme comunitarie sugli aiuti di Stato, che sembrano tollerare aiuti di questo genere, e solamente a certe condizioni, esclusivamente per le piccole e medie imprese»: così ancora D. MERCADANTE, *op. cit.*, 16 che richiama alla nota 49 N. LANDI, *Le deroghe al principio generale di incompatibilità ex art. 87, 2 e 3, CE* in A. Santa Maria (a cura di), *Concorrenza e aiuti di stato*, Torino, 2006, 55 ss.

<sup>43</sup> Il richiamo a forme collettive di risparmio tipiche dei paesi anglosassoni non sembra limitato all'aspetto della gestione del rischio ma anche all'idea di poter partecipare alla determinazione dell'indirizzo societario. Si v. a tal proposito G. DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Milano Padova, 2017, 111: «È ben presente peraltro al Costituente l'esperienza statunitense della *public company* e del "*Public Utility Act*" del 1935 nella previsione dell'investimento azionario indiretto nei grandi complessi produttivi del Paese. Indiretto, appunto, in quanto realizzato attraverso investitori istituzionali in grado di esercitare un controllo proprietario significativo anche di maggioranza sulla gestione delle società che il piccolo azionista isolato altrimenti non sarebbe in grado né di avere né di far valere».

<sup>44</sup> Cfr. F. PARRILLO, *La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione*, in AA.VV., *Studi sulla Costituzione*, 1958, 282-283.

<sup>45</sup> Anche se di lì a poco prenderà forma una linea di pensiero contraria ad introdurre tutele speciali per quei cittadini portatori di risparmio popolare: cfr. A. PAVONE LA ROSA, *op. cit.*, 74.

<sup>46</sup> A tal proposito pare di utilità richiamare un dato statistico menzionato in F. CESARINI, *Il mercato mobiliare italiano. Struttura e prospettive*, Milano, 1971, 155 ss. Indicativo del periodo che precede l'introduzione della legge sui fondi comuni di investimento mobiliare aperti, l. n. 77/1983: «Per quanto riguarda l'Italia, gli aspetti del problema della concorrenza tra obbligazioni e azioni sono andati gradualmente modificandosi sino a rovesciare la prospettiva di partenza nella quale venivano affrontati. Si vuole con ciò sottolineare che oggi non è più il titolo a reddito fisso che deve difendersi, per così dire, dalla concorrenza dei titoli azionari, quanto piuttosto l'azione che vede sminuite grandemente le sue capacità di attrazione del risparmio nei confronti degli altri strumenti di raccolta, sia perché i risparmiatori esigono più che in passato un elevato grado di sicurezza e di liquidità, sia anche per la mancata operatività di quegli aspetti – in primo luogo la possibilità di *capital gains* – che rendono l'azione stessa in linea di principio preferibile agli investimenti in titoli a reddito fisso. Anche un superficiale esame delle vicende del mercato azionario negli ultimi anni consente di constatare la validità dell'affermazione precedente. A seguito dell'andamento quasi costantemente

ciò contribuiranno in modo significativo le privatizzazioni delle imprese pubbliche che si ebbero a partire dagli anni novanta del secolo scorso e la riallocazione del patrimonio mobiliare delle famiglie a discapito dei titoli di Stato avvenuto con l'avvio dell'Unione monetaria europea.

### 1.2. *La rilevanza dei fattori extragiuridici nell'attuazione del terzo favor dell'art. 47, secondo comma, Cost.*

Dalle riflessioni sull'esegesi del terzo *favor* emerge la rilevanza che i fattori extragiuridici hanno avuto sulla sua attuazione. Non solo nell'indirizzare il legislatore nazionale verso la scelta delle forme attuative di tale *favor* ma anche nel condizionare il grado di effettività dello strumentario normativo posto dall'ordinamento, in generale, a tutela del risparmio, e, in particolare, di quello popolare. Le forme attuative e il grado di effettività delle norme in parola ha risentito sia di elementi, per così dire, di extraterritorialità sia della trasformazione del potere politico e amministrativo che hanno profondamente inciso sulla sovranità economica, finanziaria, e, dunque, politica degli Stati nazionali. In particolare, di quegli Stati nazionali che nella loro Carta esprimono, come sottolineava Alberto Bertolino, seppur «tra rigorose formule giuridiche, un sistema di politica economica, ossia un orientamento “politico” dei rapporti economici. Il principio informatore di questo sistema è la priorità dei fini sociali rispetto agli interessi economici»<sup>47</sup>.

Questo orientamento politico trova una sintesi proprio nell'articolo 47 con il quale si conclude, non incidentalmente, ad avviso di chi scrive, il Titolo III della Prima parte della Costituzione destinato alla disciplina dei rapporti economici. Da un lato, le forme (individuate come) legittime di controllo/limitazione dei poteri economici (artt. 41, 42 e 43 Cost.); e, dall'altro, quelle finalizzate all'elevazione eco-

---

riflessivo dell'indice generale delle quotazioni azionarie, l'investitore che avesse acquistato, agli inizi del 1961, un portafoglio azionario rappresentativo del complesso delle società quotate nelle nostre borse ed avesse reimpiegato i proventi derivanti dal portafoglio stesso, ad eccezione dei dividendi, nei medesimi titoli avrebbe visto il valore, in termini *nominali*, del proprio investimento diminuito di circa il 30%; avrebbe subito una perdita, seppur meno sensibile, anche il risparmiatore che si fosse avvicinato al mercato azionario in epoca più vicina. Evidentemente, in termini *reali*, la perdita in conto capitale subita dall'investitore che si fosse comportato nel modo indicato risulta alquanto più elevata». Inoltre (v. G. ROTA (a cura di), *Investimenti produttivi e risparmio delle famiglie*, Milano, 1983, 31 ss.) «a partire dal 1971 il risparmio netto delle amministrazioni pubbliche ha cominciato ad essere negativo; e con il 1973 è diventato negativo pure il risparmio netto delle società e quasi società finanziarie (le imprese non individuali) [...]. Dal punto di vista finanziario, tale quota crescente è stata trasmessa, direttamente o tramite gli intermediari finanziari, ai settori in disavanzo corrente, per coprire il loro disavanzo anziché per investire».

<sup>47</sup> Si v. A. BERTOLINO, *L'attività economica, funzioni e norme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in P. Calamandrei-A. Levi (diretto da), *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, vol. I, Firenze, 1950, 408.



nomica dei lavoratori in chiave di garanzia della loro dignità sociale (*in primis* art. 36 Cost.)<sup>48</sup>.

Lo schema è quello tipico delle Costituzioni post-liberali in cui il ruolo dello Stato si manifesta non solo in termini repressivi o sanzionatori, di tutela o di garanzia, ma anche promozionali, incentivanti, per l'associare alla visione strutturale del diritto quella funzionale<sup>49</sup>. E l'art. 47 Cost., in particolare il suo secondo comma, è, ad avviso di chi scrive, l'avamposto pionieristico che i nostri Padri Costituenti hanno immaginato a presidio della "sovranità individuale"<sup>50</sup> intesa non tanto in un'accezione consumeristica, di tipo meramente privatistico, quanto, piuttosto, come un essenziale strumento di democrazia economica<sup>51</sup>.

Visione funzionale del diritto affidata preminentemente all'attuazione del potere legislativo che ne individua i modi e i limiti. Modi e limiti che, tuttavia, nello Stato regolatore, chiamano in causa non soltanto Governo e Parlamento ma anche quelle autorità c.d. indipendenti che sono poste a presidio, per quanto qui concerne, dell'integrità e del corretto funzionamento del mercato dei capitali<sup>52</sup>. In questa frammentazione del potere statale si intravede, dunque, come la funzione premiale immaginata dai Costituenti sia, in realtà, contrastata anche da fattori extragiuridici che intervengono direttamente sulla dimensione costituzionale della sovranità politica<sup>53</sup>.

<sup>48</sup> Su quest'ultimo aspetto si rinvia per un approfondimento a M. ARAGIUSTO, *Lavoro e risparmio nella Costituzione*, in questo Volume.

<sup>49</sup> Cfr. M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., in particolare, 64 ss.

<sup>50</sup> Declinazione pragmatica di quella sovranità individuale radicale delineata da Davidson e Res-Mogg alla fine del secondo millennio: cfr. S. ORTINO, *Il nuovo nomos della terra*, Bologna, 1999, 151 ss. Ma si v. le interessanti e condivisibili riflessioni, in proposito, di O. CHESSA, *op. cit.*, 184 ss.: «La sovranità dei cittadini e la sovranità dei consumatori sono, perciò, in alternativa, mettendo capo a due differenti circuiti decisionali, i cui rispettivi esiti si limitano reciprocamente, almeno potenzialmente: infatti, ciò che nel campo delle politiche economiche può essere deciso dai cittadini (mediante i loro rappresentanti) potrebbe costituire un vincolo alla libertà di scelta delle persone in quanto consumatori. E, viceversa, non si può esaltare la libertà di scelta dei consumatori (per mezzo di un ampliamento crescente del grado di concorrenza nei mercati) senza con ciò comprimere la libertà di scelta politica dei cittadini».

<sup>51</sup> Cristallizzata non tanto nel concetto di "democrazia capitalistica" (cfr. F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, 97 ss.) ma piuttosto secondo l'accezione o, per meglio dire, le accezioni esplicitate diffusamente in E. GRAZZINI, *Manifesto per la democrazia economica*, Roma, 2014.

<sup>52</sup> Come ricorda Ainis, «queste clausole generali non si rivolgono soltanto al legislatore, bensì almeno ad esso, come diceva Vezio Crisafulli all'alba degli anni cinquanta»: v. M. AINIS, *Economia e diritto: una questione di misura*, in *federalismi.it*, 11 novembre 2015, 5.

<sup>53</sup> Lo spiega efficacemente F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali*, Bologna, 1974, 29 ss.: «[...] L'equilibrio si altera a misura che lo Stato partecipa organicamente all'attività economica e diventa esso stesso, "capitalista", regolatore supremo dei processi di riproduzione e di accumulazione del capitale [...]. L'organizzazione economica della società non è più separata dalla sua organizzazione politica; il potere economico non è più dissociato dalla sovranità».

Ne consegue una graduale trasformazione di quello che è l'assetto tipico delle costituzioni economiche dello Stato socialdemocratico<sup>54</sup>. Una trasformazione evolutiva che ha disinnescato il finalismo teleologico di quelle norme costituzionali che la dottrina ha definito come programmatiche e anfibologiche<sup>55</sup>, tra le quali, appunto anche l'art. 47, comma secondo. L'avvio di questo percorso, con riferimento al terzo *favor*, è rintracciabile a partire dagli anni ottanta del secolo scorso quando, non tanto per l'inattuazione dell'art. 46 Cost.<sup>56</sup> ma quanto piuttosto per le esigenze di sviluppo del sistema finanziario nazionale, legate anche al processo di integrazione economica europea in atto, vengono attratti nel mercato di borsa *naturaliter* capitali provenienti dal risparmio popolare<sup>57</sup>.

### 1.3. *La prevalenza della tutela sul favor: la "trasformazione" dei portatori di "risparmio popolare" in clienti al dettaglio dell'industria dei servizi finanziari*

La fase che il mercato borsistico nazionale attraversa alla metà degli anni ottanta del secolo scorso costituisce un elemento di riflessione su quella che è la rilevanza dei fattori extragiuridici nelle decisioni di allocazione dei risparmi<sup>58</sup>. Tali fattori vengono ad incidere sulle forme giuridiche del *favor* fino a riallinearle sostanzialmente a quelle della sua tutela anche quando, dopo una lunga attesa, il legislatore introduce nell'ordinamento una disciplina per i fondi comuni di investimento<sup>59</sup>.

<sup>54</sup> Cfr. G. DI GASPARE, *op. cit.*, 55 ss.

<sup>55</sup> In questa sede, ci limitiamo solo ad utilizzare l'espressione di Vezio Crisafulli. Per un approfondimento sui principi costituzionali come *Ventilbegriffe* si v. M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 30 ss.

<sup>56</sup> Non casualmente, nell'ultimo ventennio, l'attuazione dell'art. 46 Cost. è stata declinata per lo più sotto il profilo della partecipazione economica e dell'azionariato dei dipendenti: cfr. A. SANDULLI, *Massimo Severo Giannini e la democrazia industriale nell'immediato secondo dopoguerra*, in Riv. trim. dir. pubbl., 3, 2015, 813 ss.; G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in Riv. soc., 6, 2015, 1298 ss.

<sup>57</sup> Si rinvia per il periodo '74-'90 alle riflessioni di D. MERCADANTE, *op. cit.*, 132 ss.

<sup>58</sup> Si pensi all'effetto prodotto dalla diminuzione dell'incidenza delle società pubbliche, riconducibili essenzialmente al gruppo Iri, sulla capitalizzazione totale di borsa. Fra il 1980 e il 1987 tale rapporto scende sensibilmente, passando dal 33 al 24 per cento, per l'incremento dei collocamenti azionari che risulta essere di gran lunga superiore a quello osservabile in altri mercati europei. In quello stesso periodo, infatti, il numero complessivo di società quotate passa da circa 160 a oltre 200. La raccolta di fondi da parte del mercato borsistico nazionale è senz'altro aiutata dal rendimento medio annuo reale delle azioni pari a circa il 14%. In particolare, nel 1986, il mercato conosce una tale euforia da far aumentare di oltre il 200% l'indice di borsa dei maggiori titoli: si v. CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011, 32-33.

<sup>59</sup> Attesa che inizierà sin dalla presentazione, nel 1964, di una riforma delle società di capitali: cfr. F. FERRARA, *Sguardo generale alla riforma della società di capitali*, in Riv. soc., 1, 1966, 5: «L'istituto (dei

Questa è la prima – se non si considera l’istituzione della Consob essendo essenzialmente riforma dell’assetto regolativo del mercato – di una lunga serie di riforme destinate ad armonizzare progressivamente l’assetto regolativo del mercato dei capitali nazionale con quello europeo<sup>60</sup> pur in un quadro di “resistenza” favorito dalla crisi economica e istituzionale in atto<sup>61</sup>.

Con la privatizzazione delle imprese pubbliche, tuttavia, la diffusione dell’azionariato di massa ha un deciso impulso. Imprese e banche pubbliche, anche già quotate in borsa, diventano *quasi public company* per la presenza di un azionariato diffuso costituito dai numerosi piccoli risparmiatori partecipanti alle offerte pubbliche di vendita ma in un contesto normativo non esente da inadeguatezza anche per la scarsa presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle società pubbliche neoprivatizzate<sup>62</sup>. In molte delle offerte pubbliche di vendita, si segnala la presenza di incentivi economici al mantenimento delle azioni (c.d. *bonus shares*), in particolare, per i dipendenti delle società pubbliche in via di privatizzazione<sup>63</sup>. Tuttavia, la “timidezza” di tali iniziative, anche per l’essere promosse in via di autonomia negoziale, si pone in linea con l’incerto quadro giuridico di riferimento<sup>64</sup>.

---

fondi comuni, N.d.A.) è destinato ad avere sicuramente larga diffusione, per cui si può ragionevolmente affermare che la promessa fatta nell’art. 47 della Costituzione di favorire il “diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese” è stata finalmente mantenuta».

<sup>60</sup> Solo a titolo di utilità si ricorda, nel 1985, la prima riforma dell’autorità di controllo del mercato dei capitali nazionale, con la quale la Consob viene inquadrata nel modello delle autorità indipendenti; nel 1991, la legge sulle società di intermediazione mobiliare che modifica radicalmente l’organizzazione della borsa valori; e nello stesso anno anche la legge sull’insider trading; nel 1992, infine, viene introdotta la legge sulle offerte pubbliche di acquisto. Riforme che andranno a confluire nel t.u.f. nel 1998. Per non dimenticare, poi, l’approvazione del t.u.b. nel 1993, che modifica la disciplina della banca.

<sup>61</sup> Cfr. V.M. SBRESCIA, *Alberto Beneduce e le trasformazioni del modello di intervento pubblico in economia: la vicenda dello stato imprenditore ed il ruolo dell'Iri a quindici anni dalla sua messa in liquidazione. spunti di riflessione per il possibile rilancio dell'azione pubblica nelle dinamiche economiche*, in Riv. giur. Mezz., 4, 2015, 761 ss.

<sup>62</sup> Si v. R. MICCÙ, *La politica di privatizzazione delle imprese pubbliche*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 360 ss.; ID., *La politica delle privatizzazioni: Governi a basso rendimento e adattamento debole alle istituzioni non maggioritarie*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito-R. Miccù (a cura di), *Governi ed economia II. La transizione discontinua tra politiche di risanamento ed integrazione europea nella XII Legislatura*, Padova, 2006, 206 ss.

<sup>63</sup> R&S MEDIOBANCA, *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, in mbres.it <agosto 2017>. Si v. nello specifico la tab. 3.2, 67.

<sup>64</sup> Si v. P. SCHLESINGER, *Un fenomeno con un significativo rilancio, ma senza rilevanti sviluppi*, in *L'impresa al Plurale*, Quaderni della partecipazione, 7/8, 2001, 380-381: «[...] le istanze per uno specifico riconoscimento della rilevanza di quelle problematiche non trovarono accoglimento e non se ne rinviene traccia nelle norme varate. Non nell’art. 46, dove ha trovato apertura soltanto l’altro tema, quello della collaborazione del personale alla gestione delle imprese; non nell’art. 47, comma 2, dove il “favore” per l’accesso “al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese” viene riferito, del tutto genericamente, all’intero “risparmio popolare”, e quindi senza alcuna

L'effetto riallocativo sulle scelte di investimento dei risparmiatori al dettaglio, a favore dell'investimento azionario, subisce un'ulteriore spinta in funzione dell'innovazione tecnologica che interessa anche il mercato dei capitali sia sotto il profilo dell'offerta che della domanda; ovvero, per le molte opportunità di investimento date dal collocamento di società *high-tech* e per l'accesso al mercato di borsa ora possibile anche per via telematica<sup>65</sup>. Il *favor* all'accesso, conseguenza dell'impatto della tecnologia, nelle sue varie espressioni, si traduce per il consumatore/risparmiatore al dettaglio dell'industria dei servizi finanziari in una *deminutio* dell'effettività delle forme giuridiche della tutela previste dall'ordinamento. Ancora una volta, le scelte giuridiche non possono che conformarsi ai fattori extragiuridici<sup>66</sup>. Tuttavia, con lo sgonfiarsi della bolla speculativa delle "dot.com", il mercato dei capitali, non solo quello nazionale, conosce una nuova stagione di gravi scandali societari, frutto sostanzialmente di frodi realizzate con la compiacenza delle società di revisione e

---

specifica restrizione né al solo risparmio dei lavoratori subordinati, né, tanto meno, al solo investimento nel capitale dell'impresa datrice di lavoro del singolo investitore». Ma cfr. anche M. NIGRO, *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1957, 150 ss. Il tema della partecipazione finanziaria troverà attenzione da parte del legislatore con l'introduzione delle *stock option* riservate ai dipendenti (art. 48, comma secondo, t.u.i.r. come modificato dall'art. 3, primo comma, del dlgs n. 314/1997) e con l'art. 56 ter del d.l. n. 69/2013 (inserito dall'art. 1, primo comma, della l. n. 98/2013) che, ad oggi, resta inattuato e che recita così: «I Ministri dello sviluppo economico, della giustizia, dell'economia e delle finanze e del lavoro e delle politiche sociali presentano al Parlamento, entro il 30 settembre 2013, una relazione sulla disciplina, sulle esperienze e sulle prospettive dell'azionariato diffuso, ovvero della partecipazione, anche azionaria, dei dipendenti agli utili di impresa ed individuano le opportune misure, normative e di incentivazione fiscale, volte a favorire la diffusione delle predette esperienze in ambito nazionale e la collaborazione dei lavoratori alla gestione delle aziende ai sensi dell'articolo 46 della Costituzione a partire dai piani di azionariato». Infine, si segnalano gli stanziamenti previsti all'art. 1, comma 180, della l. n. 147/2013 (legge di stabilità 2014) che istituiva presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, un Fondo per l'incentivazione di iniziative rivolte alla partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato rivolti a lavoratori dipendenti. Al fondo erano stati assegnati 2 milioni di euro per il 2014 e 5 milioni di euro per il 2015, mediante corrispondente riduzione delle risorse destinate alle misure per l'incremento della produttività del lavoro di cui all'art. 1, comma 482, della l. n. 228/2012. Le modalità ed i criteri di utilizzo del Fondo erano demandati ad un apposito decreto interministeriale, che avrebbe dovuto essere adottato entro sessanta giorni dall'entrata in vigore della legge.

<sup>65</sup> Vi era già allora chi aveva colto la criticità di un tale mutamento nell'accesso al mercato dei capitali. In particolare, si v. F.M. D'ETTORE-M. ORTINO, *Trading on-line: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in Ec. dir. terz., 3, 2002, 813 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in Banca borsa tit. cred., 4, 2001, 491 ss. Più recentemente si v. A. BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario "online"*, in Banca borsa tit. cred., 1, 2016, 46 ss.; P. ALEGIANI, *Note sulla disciplina dell'acquisto on-line di prodotti finanziari*, in Il Foro Padano, 1, 2008, 233 ss.

<sup>66</sup> Nel triennio 1998-2000 il rendimento reale delle azioni è pari a quasi il 30 per cento. Come nel 1986, anche stavolta il mercato di borsa conosce, con maggiore intensità e attenzione, una nuova euforia. Nascono, in Italia e nei principali Paesi europei, mercati borsistici non regolamentati specializzati nella quotazione di imprese innovative di piccole e medie dimensioni con una regolazione *friendly* anche rispetto alle esigenze delle piccole e medie imprese.

degli organi di controllo interni<sup>67</sup>. In Italia, gli effetti del *default* della Repubblica Argentina, prima, e, poi, quelli di Parmalat e Cirio coinvolgono una vasta platea di piccoli risparmiatori<sup>68</sup>. In particolare, con riferimento ai due menzionati scandali societari, lo sviluppo del mercato delle obbligazioni *corporate*, favorito dall'introduzione dell'euro e dalla ricerca, da parte dei risparmiatori, di rendimenti in linea con quelli ottenibili prima dell'introduzione della moneta unica, aveva consentito di collocare ingenti prestiti obbligazionari presso investitori istituzionali sul mercato internazionale in deroga alle norme sul prospetto informativo e sulla sollecitazione all'investimento<sup>69</sup>. Questi scandali portano all'introduzione di una nuova legge sul risparmio che affronta in maniera sistematica l'assetto della *corporate governance*<sup>70</sup> e il tema dei controlli societari<sup>71</sup>. Con la l. n. 262/2005 si chiude una fase della vicenda regolativa del mercato dei capitali in Italia<sup>72</sup>. Infatti, i successivi provvedimenti legislativi in materia, così come l'assetto di regolazione del mercato dei capitali, risentirà dell'accelerazione impressa dall'integrazione economica e finanziaria europea dopo la crisi finanziaria globale del 2007-2008. Da questo momento in poi si susseguono tutta una serie di provvedimenti del legislatore europeo volti non soltanto a garantire, attraverso *lo strumento dell'efficienza del mercato*, un'elevata protezione degli investitori ma anche e, primariamente, la stabilità del sistema finanziario.

<sup>67</sup> Cfr. G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2012, 124 ss.

<sup>68</sup> Cfr. V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in Riv. dir. priv., 3, 2008, 485 ss.; F. BOCHICCHIO, *La nuova norma sui titoli di "selling restriction": effettività e limiti*, i Contr. impr., 2, 2008, 528 ss.; V. SANGIOVANNI, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, 5, 2007, 547 ss.; F. DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere e equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in Giur. comm., 3, 2004, 331; F. FINMANÒ, *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in Società, 4, 2004, 401 ss.; R. RORDORF, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in Questione Giustizia, 4, 2004, 567.

<sup>69</sup> Cfr. M. LEMBO, *Le forme di pubblicità ed il prospettivo informativo nei servizi di investimento: problematiche recenti in nota ai casi Cirio e Parmalat e prospettive di riforma*, in Il Diritto fallimentare e delle società commerciali, 5, 2004, 959 ss.

<sup>70</sup> Cfr. G. FERRARINI-P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-porri della corporate governance*, in Riv. Soc., 4, 2006, 573 ss.

<sup>71</sup> Cfr., tra i numerosi contributi in materia, E. VIZZARDELLI, *La nuova legge sul risparmio*, in La Rivista del Consiglio. Ordine degli avvocati di Milano, 4, 2006, 31 ss.; S. LOPATRIELLO, *L'organo di controllo delle società quotate*, in Le Società, 8, 2006, 934 ss.; A. ANTONUCCI, *Le incertezze dell'investitore e i passi spezzati della legge risparmio*, in La Nuova giur. civ. comm., 10, 2006, 463 ss.; P. SCHLESINGER, *L'approvazione tempestiva della riforma della disciplina del risparmio rimane ancora incerta*, in Corr. giur., 12, 2005, 1633 ss.

<sup>72</sup> In cui non si tengono in particolare considerazione, però, le sempre più evidenti commistioni tra funzione creditizia e di intermediazione mobiliare come ben osservava M. CERA, *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in Analisi giur. econ., 1, 2006, 65: «Oggi tutelare il risparmio va oltre la regolazione della funzione creditizia ma certamente non possono per questa ragione disattendersi misure volte a disciplinare le banche e, in particolare, l'intreccio di interessi fra proprietà e attività».

#### 1.4. Il “risparmio popolare” nella prospettiva del diritto europeo del mercato dei capitali

Come noto, il legislatore europeo non si occupa di risparmio se non in termini di protezione dell'investitore. La relazione tra stabilità finanziaria e risparmio rimane a lungo trascurata a favore dei profili legati alla tutela privatistica del cliente al dettaglio dell' “industria dei servizi finanziari”. L'art. 117, secondo comma, lett. e) Cost. novellato è emblematico al riguardo quando include, tra le materie di potestà legislativa esclusiva dello Stato, non il risparmio *tout court*, così come fa, tra gli altri, per la moneta e i mercati finanziari, ma accompagnandolo, come in un'endiadi, dalla specifica finalità che deve caratterizzare l'intervento del legislatore statale ovvero la sua tutela. Si osservi, la Repubblica “incentiva”, “favorisce” ma, in questo quadro costituzionale, soprattutto, “tutela” il risparmio, nel rispetto della Costituzione nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario (art. 117, comma primo, Cost.).

Tutela, in diritto, non è soltanto “protezione”, con attività compiute *al posto* di qualcuno, ma è anche “difesa”, *al fianco* di qualcuno<sup>73</sup>. La tutela costituisce, dunque, una forma necessaria (ma non sufficiente) di incentivo affinché il risparmio (popolare) venga detesaurizzato a favore degli investimenti produttivi. Ma, e questa è la distinzione rilevante, tra la concezione della tutela data dalla Costituzione formale e quella espressa nella Costituzione materiale, l'ineffettività giuridica delle forme di protezione e difesa del risparmio popolare, risparmio che taluno considera alla stregua di un “diritto inviolabile”, ha come conseguenza lo svuotamento di effettività anche di quelle norme finalizzate a favorire l'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. Più il mercato finanziario è complesso, tendenzialmente o intrinsecamente instabile, anche per la costante innovazione finanziaria che lo caratterizza, più è incapace di svolgere la funzione ad esso affidata, ovvero il finanziamento dell'economia reale. Il perseguimento dell'efficienza dei mercati finanziari, che il legislatore europeo concepisce come strumento irrinunciabile ai fini della protezione dei risparmiatori, stante la complessità che ha assunto il sistema finanziario, diventa un obiettivo incerto da raggiungere e con esso, evidentemente, quello, “preesenziale”, della stabilità del sistema stesso.

L'inevitabile scelta europea è stata quella di costruire una legislazione modellata sul profilo del risparmiatore come investitore, e fondata sull'ipotesi dell' “*Homo oeconomicus*”<sup>74</sup>. Sulla base di tale ipotesi il risparmiatore/investitore adotta razionalmente le proprie scelte di investimento in funzione della massimizzazione del

<sup>73</sup> Cfr. P. GROSSI, *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, Roma, ABI, 19 maggio 2017, 9.

<sup>74</sup> Interessante, a tal proposito, per la lettura sistematica che ne segue, la riflessione di Chessa: «Per l'individualismo metodologico che regge il discorso buchaniano sia la razionalità dell'attore pubblico che di quello privato devono descriversi nei termini esclusivi dell'*homo oeconomicus*, che non si chiede mai “what is good for the country?”, ma sempre e solo “what is good for me?”»: O. CHESSA, *op. cit.*, 80 ss.

rendimento e sulla base delle informazioni rilevanti che è in grado di ottenere e valutare consapevolmente<sup>75</sup>. In questo modello, l'investitore opera sull'ipotesi di mercati tendenzialmente efficienti e, nella maggior parte dei casi, tende a sottovalutare il rischio insito nel sistema finanziario capitalistico sopravvalutando le proprie capacità e competenze in materia di investimenti<sup>76</sup>.

In questo schema, inoltre, lo Stato-ordinamento non è in grado di incidere sulla destinazione del piccolo risparmio verso le forme di investimento azionario immaginate al secondo comma dell'art. 47 Cost. Il risparmiatore/investitore/cliente al dettaglio – per usare la categoria introdotta dal legislatore europeo – nella sua libertà di iniziativa (art. 41 Cost.) è libero di investire in qualsiasi forma di risparmio potendo fare affidamento soltanto sulle regole giuridiche poste a disciplina del mercato e sull'*enforcement* dei poteri pubblici e privati individuati dall'ordinamento a presidio del corretto funzionamento e dell'integrità del sistema.

In un sistema economico di mercato come quello delineato dal Trattato UE, il terzo *favor*, come anticipato, è del tutto sovrapponibile con la tutela intesa come protezione e come salvaguardia/difesa dei propri mezzi finanziari, sia che derivino dal lavoro sia da altra attività.

L'investimento azionario, evidentemente, non è da considerarsi come investimento permanente, insensibile all'andamento ciclico del mercato, come, invece, più verosimilmente sono l'abitazione di proprietà ed il fondo agricolo in funzione dell'attività di impresa<sup>77</sup>. In un simile contesto, gli interventi legislativi volti ad "incentivare" l'investimento in azioni, diretto e indiretto, sono meno immediati da individuare. Siamo assai lontani da soluzioni implementative adottate sulla base di innovazioni apportate al diritto cartolare – penso alla questione della nominatività dei titoli azionari e all'introduzione delle azioni di risparmio<sup>78</sup> – ed è assai dubbio lo possano essere norme di diritto tributario intervenienti sui profili impositivi con misure di agevolazione ed esenzione fiscale – penso, rispettivamente, ai fondi pensione ed all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio, seppur rivolti all'investimento «[...] in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione

<sup>75</sup> Cfr. R. VEIL (ED.), *European Capital Markets Law*, Oxford and Portland, Oregon, 2017, 94-95.

<sup>76</sup> Alla quale si uniforma il legislatore interno che affianca all'interpretazione originaria quella secondo la quale «è popolare quel risparmio che, per la relativa scarsa sofisticatezza di chi lo ha accumulato, è particolarmente esposto al rischio di raggiri operati da controparti opache o operanti in conflitto di interessi con il risparmiatore»: v. D. MERCADANTE, *op. cit.*, 160-161.

<sup>77</sup> Con specifico riferimento alla proprietà diretta coltivatrice si v. M.A. CABIDDU, *Il governo del territorio*, Roma-Bari, 2014, 38 ss.

<sup>78</sup> Si v., per un approfondimento, D. MERCADANTE, *op. cit.*, 125 ss. e 165.

europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo»<sup>79</sup>.

Le recenti vicende che hanno coinvolto il “risparmio popolare” – portatori di obbligazioni bancarie subordinate e azionisti – nei procedimenti di risoluzione e risanamento di alcune banche nazionali, hanno fatto emergere la necessità di un nuovo impulso alle forme della tutela, anche attraverso l'attuazione di norme di *favor* che contribuiscano a garantire, indirettamente, l'effettività di quelle norme poste a protezione del risparmiatore/investitore/cliente al dettaglio.

In particolare, nel momento in cui avviene la sollecitazione all'investimento da parte dell'intermediario e vi è la responsabilità da parte dell'intermediario abilitato di valutare in termini di congruità/adequatezza dell'operazione di investimento (“*suitability rule*”). È questo lo strumento attraverso il quale l'ordinamento dovrebbe garantire una specifica tutela al risparmio popolare. E che fu, introdotto, non casualmente, con l'avvio della riforma del mercato di Borsa nazionale oltre venticinque anni or sono.<sup>80</sup>

Da allora, la regola ha subito varie vicissitudini normative non soltanto a livello di fonte primaria ma anche relativamente a quelle di fonte secondaria emanate dalla Consob<sup>81</sup>. Norme regolamentari che si sono gradualmente avviluppate attorno al concetto di adeguatezza nella prestazione, da parte dell'intermediario, dei servizi di investimento<sup>82</sup> – *id est* prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio<sup>83</sup>.

Come recita l'art. 39, primo comma, del Regolamento Consob in materia di

<sup>79</sup> Art. 1, comma 102, l. n. 232/2016 (Legge di Stabilità 2017).

<sup>80</sup> Si tratta dell'art. 6 (in particolare lett. e), d) e f)) della l. 2 gennaio 1991, n. 1, *Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*.

<sup>81</sup> Attualmente la “*suitability rule*” è prevista, a livello legislativo, dall'art. 19 par. 4 della dir. 2004/39/CE (Mifid) e dagli articoli 35 e 37 della Direttiva di secondo livello 2006/73/CE; a livello regolamentare, dagli articoli 39 e 40 del reg. Consob n. 16190/2007 e s.m.i. Nel momento in cui questo scritto va in stampa, il Governo ha recepito la dir. 2014/65/UE (Mifid 2) che all'art. 25 ripropone la medesima disciplina. Per una ricostruzione dettagliata e assai preziosa delle vicende normative della “*suitability rule*” nell'ordinamento interno, si v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1-15.

<sup>82</sup> Artt. 6-9 Reg. Consob n. 5387/91 (Approvazione del regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare), abrogato dall'articolo 54 della Del. Consob n. 8850/94; art. 6 Reg. Consob n. 8850/94 (Approvazione del nuovo regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare), abrogato dall'articolo 36 della Del. Consob n. 10943/1997; artt. 5-7 Reg. Consob n. 10943/1997 (Approvazione del regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori adottato ai sensi degli art. 18, comma 1, 33, commi 2 e 5 e 25, commi 2 e 3, del dlgs 23 luglio 1996, n. 415); artt. 28-29 Reg. Consob n. 11522/98 (Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari), abrogato dall'articolo 113, comma 7, della Del. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190; artt. 39-40 Reg. consob n. 16190/2007 (Adozione del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediari).

<sup>83</sup> Ma si v. anche, in materia di esecuzione di ordini, Cass. Civ., sez. I, 22 febbraio 2017, n. 4602.



intermediari: «Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento». In particolare, con riferimento alla situazione finanziaria, ai fini della definizione dell'adeguatezza della prestazione, l'intermediario, pena l'astensione dall'effettuazione dell'operazione di investimento, si deve attivare per ottenere una serie di informazioni definite al terzo comma della norma regolamentare appena citata<sup>84</sup>. Tali informazioni sono volte a conoscere «ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari».

Come ben segnala Guizzi, dopo una fase eminentemente fondata su una regolazione di tipo pubblicistico, affidata per lo più a un'azione di vigilanza, «dagli inizi degli anni ottanta, e con una frequenza vieppiù crescente, la produzione normativa si è indirizzata nel senso della costruzione di uno speciale statuto privatistico delle operazioni di investimento, attraverso la posizione di regole direttamente protettive dei risparmiatori, per essi allora fonti di specifici diritti giustiziabili»<sup>85</sup>. A questo proposito non pare essere casuale che, anche per effetto delle sempre più frequenti crisi finanziarie, si siano incrementati i procedimenti giudiziari per responsabilità dell'intermediario nella violazione degli obblighi informativi ai fini dell'adeguatezza dell'operazione di investimento.

Da un rapido esame della copiosa giurisprudenza di merito che ne è derivata sembra potersi desumere che l'applicazione della “*suitability rule*” non sia stata efficace nel selezionare l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario, essendo anch'essa una forma di *favor* seppur in senso negativo, per così dire<sup>86</sup>

<sup>84</sup> Che riproduce sostanzialmente l'art. 35 della direttiva 2006/73/CE, Mifid di II livello.

<sup>85</sup> Si v. G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in il Corr. Giur., 6, 2016, 746.

<sup>86</sup> Per una rassegna della giurisprudenza si v. A. BELOTTI, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass. civ. sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contratti*, 2, 2017, 147 ss.; F. CIVALE, *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, nota a Cass. Civ., sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578, in *Società*, 2, 2017, 200 ss.; J. DI ROSA, *In tema di obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari: la c.d. “suitability rule”*, nota a Cass. civ. sez. I 6 giugno 2016, n. 11578, in *Foro it.*, 7-8, 2016, 2375 ss.; G. MARINO, *L'avvertenza sull'inadeguatezza dell'operazione di investimento e i rimedi a tutela del risparmiatore*, nota Cass. civ. sez. I. 6 giugno 2016, n. 11578, in *Nuova giur. civ. comm.*, 12, 2016, 1626 ss.; A. TOSA, *Natura e perimetro applicativo della valutazione di adeguatezza: prodotto o portafoglio?*, nota a Cass. civ. sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376; Cass. civ. sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass. civ. sez. I, 7 marzo 2016, n. 447, in *Società*, 8-9, 2016, 1003 ss.; ID., *Lehman Brothers: tutela dell'investitore tra proposte e tendenziale inefficienza normativa interna*, nota a Trib. Perugia sez. civ. III, 17 marzo 2015, n. 540, in *Società*, 8-9, 2015, 998; E. RULLI, *Osservazioni sull'adeguatezza per dimensione di un investimento e distribuzione dell'onere della prova tra cliente e intermediario*, nota a Trib. Bolzano, 6 giugno 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2013, 689 ss.; A. LAMORGESE, *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giust. civ.*, 1, 2009, 17

Additare, tra le cause dell'inefficacia, il livello di preparazione finanziaria dei risparmiatori/investitori/clienti al dettaglio pare riduttivo. L'educazione finanziaria può essere utile ma non risolutiva. «È cultura finanziaria anche il sapere di non sapere (la consapevolezza di dover chiedere consiglio, supporto) e anche, nel chiedere, la capacità di riconoscere la presenza di conflitti di interesse in chi offre consigli o opera sul mercato»<sup>87</sup>. L'istituzione di una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale<sup>88</sup>, nonché lo sviluppo di un progetto di educazione alla "cittadinanza economica", intendendo come tale «l'insieme di capacità e competenze che permettano al cittadino di divenire agente consapevole nell'arco della propria vita economica e sociale»<sup>89</sup>, al di là del merito, non pare possano essere inquadrati tra gli strumenti destinati al *favor* del risparmio popolare. Infatti, come dimostrano alcune vicende degli ultimi anni<sup>90</sup>, le responsabilità di quanto accaduto non sono da ricercare soltanto nell'ignoranza dei risparmiatori/investitori/clienti al dettaglio.

### 1.5. Considerazioni conclusive

In conclusione, le previsioni costituzionali del secondo comma dell'art. 47 Cost., seppur in una realtà economico-sociale radicalmente diversa da quella che avevano di fronte i Padri Costituenti nel 1947, assumono oggi un significato ancora rilevante ed una proiezione ordinamentale immutata<sup>91</sup>.

Non si tratta di accogliere il mutato assetto istituzionale ma, al contrario, di ripensare strumenti e modalità di intervento del sistema dei pubblici poteri affinché possano farsi promotori di un concreto progetto di democrazia economica<sup>92</sup>. Ciò

---

ss.; F. SARTORI, *Il mercato delle regole e la questione dei bonds argentini*, nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giuris. it.*, 1, 2005, 55 ss.

<sup>87</sup> Cfr. M. BIANCO-R. RICCI, *I giovani italiani bocciati in educazione finanziaria*, in *lavoce.info* del 2 settembre 2014.

<sup>88</sup> Si v. art. 24 bis d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, pubbl. in G.U. del 23 dicembre 2016, n. 299, convertito con modificazioni nella l. 17 febbraio 2017 n. 15 recante *Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio*.

<sup>89</sup> Si v. la relazione di accompagnamento ad A.S. 1196 del 5 dicembre 2013 proponente "Norme per l'educazione alla cittadinanza economica".

<sup>90</sup> Penso a Patti Chiari (sent. Tribunale di Cuneo n. 44 del 14 gennaio 2015) e a "4You". In merito a quest'ultimo, si v. T. FEBBRAJO, *Il piano finanziario "for you" è nullo perché realizza interessi non meritevoli di tutela. Brevi note a margine di un contratto squilibrato* (Cass. Civ. sez. I, 15 febbraio 2016, n. 2900), in *Giustiziacivile.com*, 26 luglio 2016.

<sup>91</sup> Contra G. POLI, *Mariangela Atripaldi, La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost.*, Napoli, 2014, in *Dir. Pubbl.*, 3, 2016, 1106.

<sup>92</sup> Cfr. A. PRINCIPE, *La stabilità finanziaria presupposto per la sicurezza?*, in *Contr. impr.*, 6, 2016, 1308 ss.: « Si tratta, dunque, di operare un radicale mutamento di pensiero nell'ottica disegnata dal Costituente, tutta da riscoprire, in cui l'economia non sia ispirata ad una logica esclusivamente mercantile, fondata su uno sfrenato prevalere di interessi particolari. Al fine di realizzare questa svolta

non è in conflitto con la disciplina europea del mercato dei capitali, né tanto meno risulta avverso a quelle dinamiche che travalicano l'esperienza giuspolitica statale, in una dimensione ormai di fatto planetaria dei fenomeni di matrice finanziaria<sup>93</sup>.

Questa conclusione, però, per essere condivisa, necessita di una essenziale premessa, ovvero che si consideri la dualità istituzionale di quel particolare risparmio che i Padri Costituenti hanno sentito il bisogno di appellare come "popolare"<sup>94</sup>. Non tanto come *species* del *genus* risparmio<sup>95</sup> ma, piuttosto, per distinguerlo da quello di chi può permettersi di partecipare al mercato dei capitali in cerca di arricchimento<sup>96</sup>.

Nel concetto di risparmio popolare c'è il limite della sua formazione e della sua accumulazione; c'è l'attenzione alla sua destinazione<sup>97</sup>. Destinazione che altra non può essere se non quella verso beni a rilevanza sociale.

Da qui forse potrebbe partire un ripensamento delle politiche pubbliche a favore di quel risparmio popolare destinato a quelle specifiche entità economiche organizzate che sono delineate dalla Carta: i grandi complessi produttivi del Paese<sup>98</sup>.

è necessario un forte inquadramento morale, politico, istituzionale per evitare che un modello non più adeguato di economia disgreghi la società nel suo complesso. L'economia di mercato può dare, infatti, risultati e creare uno sviluppo sostenibile solo in una società in cui operi un diritto profondamente meditato e conforme alla costituzione economica fondata su valori su cui si intessono i rapporti sociali».

<sup>93</sup> Si v. S. CIVITARESE MATTEUCCI-F. GUARRIELLO-P. PUOTI (a cura di), *Diritti fondamentali e politiche dell'Unione europea dopo Lisbona*, Rimini, 2013, 270-271.

<sup>94</sup> Cfr. E.L. GUARNA ASSANTI, *Tutela del risparmio popolare, precetti costituzionali e legislazione attuativa. È necessario un ripensamento?*, in *Ist. Federal.*, 3, 2016, 843: «[...] accanto ad una moltiplicazione delle autorità europee di regolazione incaricate del governo e controllo del credito e tutela del risparmio, a livello micro e macroprudenziale, si registra una tutela inefficace del risparmiatore, confuso con l'investitore o con il consumatore».

<sup>95</sup> *Contra* A. BALDASSARRE-A. CERRI, *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, nota a *Corte cost.*, sent. 23 giugno-12 luglio 1965 n. 66, in *Giur. cost.*, 1965, 824; F. MERUSI, *op. cit.*, 185.

<sup>96</sup> Si rifletta, a tal proposito, su quanto scrive A. BERTOLINO, *op. cit.*, 413: «[...] Come si vede il favore della Costituzione è per la piccola proprietà, per il piccolo risparmiatore, in qualunque modo investa il suo risparmio».

<sup>97</sup> Ancora *Id.*, 414: «[...] pare di poter desumere dallo spirito di questo e degli altri articoli del Titolo III della Costituzione, che questa indicazione miri ad un altro fine sociale, a quello della sempre più ampia partecipazione del piccolo risparmiatore (che è prevalentemente un lavoratore) alla gestione dell'impresa, a cumulare insomma nella stessa persona le funzioni produttive dell'iniziativa, del capitale e del lavoro».

<sup>98</sup> Ripensamento ancora possibile poiché l'art. 47, secondo comma, Cost. si irradia nei principi fondamentali dell'ordinamento coinvolgendo, come detto, il principio di eguaglianza sostanziale. Più complessa, invece, stante la rilevante legiferazione di origine europea a disciplina del mercato finanziario, e la tensione, dopo l'Unione bancaria, all'istituzione di un mercato unico europeo dei capitali, risulta l'attrazione in tale orbita anche del primo comma dell'art. 47 Cost. ma si rinvia, per interessanti riflessioni in tema, mosse dall'applicazione della regola del "bail-in" a F. SALMONI, *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi costituzionali*, 1, 2017, 18 ss. Cfr. anche C. BUZZACCHI,

I Padri Costituenti avevano ben presente quali fossero i rischi di una finanza sganciata dai meccanismi dell'economia reale; sapevano quanto fosse importante una rigorosa disciplina posta a controllo del mercato finanziario quale condizione irrinunciabile ai fini della stabilità stessa del sistema; ritenevano che la dimensione dell'impresa produttiva, oggetto dell'investimento, potesse essere favorevole all'istituzione di strumenti di democrazia economica e che soltanto soggetti collettori dell'investimento azionario, attraverso lo strumento "tecnico" della diversificazione, potessero costituire un utile alleato del portatore di risparmio popolare nell'affrontare i rischi insiti in questo tipo di investimenti.

D'altronde, in un sistema economico di mercato, come ci ricorda efficacemente Federico Caffè, nessun investimento è privo di rischio: «Luigi Einaudi (...) ebbe a prospettare come antidoto al gigantismo imprenditoriale e finanziario da lui detestati, che la costituzione di ogni società per azioni dovesse essere approvata con legge del Parlamento. Concezioni di questo genere vengono a volte designate come espressione di 'liberismo protetto'. Un altro acuto economista italiano, Alberto Bertolino – scrive ancora Caffè – tenendo conto delle forze storiche che inducono alla concentrazione economica e finanziaria, ebbe a designare le concezioni stesse, con qualificazione sottilmente critica, come manifestazioni di 'romanticismo economico'. (...) Un discorso serio, infatti, dovrebbe cominciare con il chiedersi quali siano le "operanti" e validamente sperimentate garanzie istituzionali in forza delle quali si può invitare il risparmiatore a diventare azionista, senza che il suo peculio diventi oggetto di spregiudicate manovre di prestigiatori interni ed internazionali. È vero che mediante vari espedienti (le azioni di risparmio, i fondi comuni) si vorrebbero conseguire l'obiettivo contraddittorio di ottenere capitale di rischio, senza rischio. Ma è difficile disconoscere la disarmata inadeguatezza di questi espedienti di fronte ai compiti ultimi che vorrebbero ad essi assegnarsi: investire, cioè, il cammino che il sistema capitalistico è venuto percorrendo nel tempo, attraverso la dissociazione della proprietà dal controllo, la rivoluzione dei dirigenti, l'affermarsi delle tecnostutture e del capitalismo monopolistico»<sup>99</sup>.

Cure di ringiovanimento sono a volte possibili anche se la convinzione e l'energia con cui devono praticarsi non lasciano margini per ottimismo romantici<sup>100</sup>.

---

*Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalimo.it*, 2016, 55 ss.

<sup>99</sup> Si v. F. CAFFÈ, *La contraddizione del risparmio privo di rischio*, in G. Amari (a cura di), *Contro gli incappucciati della finanza. Tutti gli scritti* (di F. Caffè ne): *Il Messaggero* 1974-1986-L'Orsa 1983-1987, Roma, 2017.

<sup>100</sup> Per una proposta, si v. P. ALESSANDRINI-G. BARBARESCO-M. FRATIANNI-P. SAVONA (a cura di), *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in *Colloquia*, 8, 2017, <[www.cesifin.it](http://www.cesifin.it)>.

## Bibliografia

- AINIS M., *Economia e diritto: una questione di misura*, in federalismi.it, 11 novembre 2015.
- ALEGIANI P., *Note sulla disciplina dell'acquisto on-line di prodotti finanziari*, in Il Foro Padano, 1, 2008.
- ALESSANDRINI P.-BARBARESCO G.-FRATIANNI M. - SAVONA P. (a cura di), *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in Colloquia, 8, 2017, <www.cesifin.it>.
- ANTONUCCI A., *Le incertezze dell'investitore e i passi spezzati della legge risparmio*, in La Nuova giur. civ. comm., 10, 2006.
- ARAGIUSTO M., *Lavoro e risparmio nella Costituzione*, in questo Volume.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014.
- ID., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano: dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009.
- ID., *Risparmio e investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento tedesco: la disciplina della "fünftes Vermögensbildungsgesetz"*, in Diritto e cultura, 1-2, 2005.
- ID., *Risparmio, credito ed investimenti socialmente rilevanti: le relazioni a livello micro e macro-economico nel dibattito per l'approvazione dell'art. 47 Cost.*, in Diritto e cultura, 1-2, 2004.
- BALDASSARRE A.-CERRI A., *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, nota a Corte cost., sent. 23 giugno-12 luglio 1965 n. 66, in Giur. cost., 1965.
- BARONCELLI S., *Art. 47*, in R. Bifulco-A. Celotto-M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Milanofiori Assago, 2006.
- BARTOLE S.-BIN R., *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 2008.
- BELOTTI A., *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass. civ. sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394, in Contratti, 2, 2017.
- BERTOLINO A., *L'attività economica, funzioni e norme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in P. Calamandrei-A. Levi (diretto da), *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, vol. I, Firenze, 1950.
- BIANCO M.-RICCI R., *I giovani italiani bocciati in educazione finanziaria*, in lavoce.info del 2 settembre 2014.
- BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario "online"*, in Banca borsa tit. cred., 1, 2016.
- BOCHICCHIO F., *La nuova norma sui titoli di "selling restriction": effettività e limiti*, in Contr. impr., 2, 2008.
- BOGNETTI G., *La Costituzione economica*, Milano, 1995.
- BUCELLI A., *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche*, in questo Volume.
- BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in Costituzionalimo.it, 2016, 55 ss.
- CABIDDU M.A., *Il governo del territorio*, Roma-Bari, 2014.
- CAFFÈ F., *La contraddizione del risparmio privo di rischio*, in G. Amari (a cura di), *Contro gli incappucciati della finanza. Tutti gli scritti (di F. Caffè ne): Il Messaggero 1974-1986-L'ORA 1983-1987*, Roma, 2017.

- CAMERA DEI DEPUTATI, *La Costituzione della Repubblica nei lavori preparatori dell'Assemblea Costituente*, vol. I, Roma, 1970.
- CAPRIGLIONE F., *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in Banca borsa tit. cred., 4, 2001.
- CARCELLI C., *L'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al controllo del credito*, in M. Giusti (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994, 168 ss.
- CARETTI P.-TARLI BARBIERI G., *I diritti fondamentali: libertà e diritti sociali*, Torino, 2017.
- CARRIERO G.L., *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016, 374 ss.
- CERA M., *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2006, 63 ss.
- CERINA FERRONI G., *Introduzione*, in G. Cerina Ferroni (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011.
- CESARINI F., *Il mercato mobiliare italiano. Struttura e prospettive*, Milano, 1971.
- CHESSA O., *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, 2016.
- CIVALE F., *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, nota a Cass. Civ., sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578, in *Le Società*, 2, 2017.
- CIVITARESE MATTEUCCI S.- GUARRIELLO F.-PUOTI P. (a cura di), *Diritti fondamentali e politiche dell'Unione europea dopo Lisbona*, Rimini, 2013.
- CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011.
- CORRIAS P.E., *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011.
- EEC COMMISSION, *The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November 1966.
- D'ETTORE F.M.-ORTINO M., *Trading on-line: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in *Ec. dir. terz.*, 3, 2002.
- DE FERRA G., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 6, 2015.
- DI GASPARE G., *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Milano Padova, 2017.
- ID., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2012.
- DI ROSA J., *In tema di obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari: la c.d. "suitability rule"*, nota a Cass. civ. sez. I 6 giugno 2016, n. 11578, in *Foro it.*, 7-8, 2016.
- DENOZZA F., *Il danno risarcibile tra benessere e equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 3, 2004.
- FEBBRAJO T., *Il piano finanziario "for you" è nullo perché realizza interessi non meritevoli di tutela. Brevi note a margine di un contratto squilibrato (Cass. Civ. sez. I, 15 febbraio 2016, n. 2900)*, in *Giustiziacivile.com*, 26 luglio 2016.
- FERRARA F., *Sguardo generale alla riforma della società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1, 1966, 1 ss.
- FERRARINI G.-GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pout-porri della corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 4, 2006.
- FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 2, 1961, 177 ss.
- FINMANÒ F., *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 4, 2004.
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile vol. V*, Padova, 2011.

- ID., *Trattato di diritto civile. Vol. IV*, Padova, 2010.
- ID., *Il diritto commerciale in 25 lezioni*, Milano, 2007.
- ID., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.
- ID., *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali*, Bologna, 1974.
- GARRONE A.G., *Introduzione* in P. CALAMANDREI (a cura di), *Questa nostra Costituzione*, Milano, 1955.
- GRAZZINI E., *Manifesto per la democrazia economica*, Roma, 2014.
- GROSSI P., *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, Roma, ABI, 19 maggio 2017.
- GUARNA ASSANTI E.L., *Tutela del risparmio popolare, precetti costituzionali e legislazione attuativa. È necessario un ripensamento?*, in *Ist. Federal.*, 3, 2016.
- GUIZZI G., *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *il Corr. Giur.*, 6, 2016.
- IBRIDO R., *L'Unione bancaria europea: profili costituzionali*, Torino, 2017.
- IMBRUGLIA D., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017.
- JACQUEMIN A. - SCHRANS G., *Le Droit économique*, Paris, 1982.
- KIRAT T., *Quale diritto per l'economia*, Milano, 2013.
- LAMORGESE A., *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giust. civ.*, 1, 2009.
- LANDI N., *Le deroghe al principio generale di incompatibilità ex art. 87, 2 e 3, CE* in A. Santa Maria (a cura di), *Concorrenza e aiuti di stato*, Torino, 2006.
- LEMBO M., *Le forme di pubblicità ed il prospettivo informativo nei servizi di investimento: problematiche recenti in nota ai casi Cirio e Parmalat e prospettive di riforma*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5, 2004.
- LIBONATI B., *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, 896 ss.
- LOPATRIELLO S., *L'organo di controllo delle società quotate*, in *Le Società*, 8, 2006.
- LUCARELLI F., *La tutela dei beni dal codice alla Costituzione. Le «proprietà comuni» e l'Assemblea Costituente*, in F. Lucarelli (a cura di), *Lo Stato di opinione e il danno alla Costituzione. Riflessioni sullo Stato di diritto*, Napoli, 2010.
- LUCIANI M., *La produzione della ricchezza nazionale*, in *Costituzionalismo.it*, 3, 2008.
- LUCIFERO N., *L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, 2 co., Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico*, in questo Volume.
- MARINO G., *L'avvertenza sull'inadeguatezza dell'operazione di investimento e i rimedi a tutela del risparmiatore*, nota Cass. civ. sez. I. 6 giugno 2016, n. 11578, in *Nuova giur. civ. comm.*, 12, 2016.
- MENCONI L., *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, 689 ss.
- MERCADANTE D., *Limitazioni della libertà di iniziativa economica, tutela del risparmio popolare e grandi complessi produttivi del Paese: un percorso interpretativo tra gli artt. 41 e 47 della Costituzione e l'ordinamento comunitario*, tesi di dottorato, Pisa, 2009.
- MERUSI F., *Art. 47*, in G. Branca (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Rapporti economici Tomo III artt. 45-47, Bologna Roma, 1980

- MICCÙ R., *La politica di privatizzazione delle imprese pubbliche*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 360 ss.
- ID., *La politica delle privatizzazioni: Governi a basso rendimento e adattamento debole alle istituzioni non maggioritarie*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito-R. Miccù (a cura di), *Governi ed economia II. La transizione discontinua tra politiche di risanamento ed integrazione europea nella XII Legislatura*, Padova, 2006, 189 ss.
- MIGNOLI A., *I dieci anni della "Rivista delle società"*, in Riv. soc., 6, 1966, 1209 ss.
- MOLESTI R., *Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive*, Milano, 2006.
- MONTI A., *La tutela del risparmio nella legge 216 (con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni di investimento)*, in Riv. dir. comm., 1983, 541 ss.
- NICOLÒ R., *Esperienza scientifica: diritto civile*, in 50 anni di esperienza giuridica in Italia, Milano, 1981.
- NIGRO M., *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1957.
- OPPO G., *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in Riv. soc., 6, 1966, 1220 ss.
- ORTINO M., *The Notion of Economic Law and Regulatory Competition*, in K.M. Meessen (ed.), *Economic Law as an Economic Good*, Munich, 2009.
- ORTINO S., *Il nuovo nomos della terra*, Bologna, 1999.
- ID., *Banca d'Italia e Costituzione*, Pisa, 1979.
- PARRILLO F., *La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione*, in AA.VV., *Studi sulla Costituzione*, 1958.
- PAVONE LA ROSA A., *Profili della tutela degli azionisti*, in Riv. soc., 10, 1965, 72 ss.
- PLENDER J., *La verità sul capitalismo. Denaro, morale e mercato*, trad. it. di Susanna Bourlot, Torino, 2016.
- POLI G., *Mariangela Atripaldi, La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost., Napoli, 2014*, in Dir. Pubbl., 3, 2016.
- PRINCIPE A., *La stabilità finanziaria presupposto per la sicurezza?*, in Contr. impr., 6, 2016.
- QUADRO CURZIO A., *Sussidiarietà e sviluppo. Paradigmi per l'Europa e per l'Italia*, Milano, 2002.
- R&S MEDIOBANCA, *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, in mbres.it <agosto 2017>.
- RIVOLTA G.C.M., *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in P. De Carli (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012.
- ID., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015.
- ROPO V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in Riv. dir. priv., 3, 2008.
- RORDORF R., *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Questione Giustizia*, 4, 2004.
- ROSSI G., *Controllo pubblico sulla società per azioni*, in Riv. soc., 1958, 518 ss.
- ROTA G. (a cura di), *Investimenti produttivi e risparmio delle famiglie*, Milano, 1983.
- RULLI E., *Osservazioni sull'adeguatezza per dimensione di un investimento e distribuzione dell'onere della prova tra cliente e intermediario, nota a Trib. Bolzano, 6 giugno 2013*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2013.
- SALMONI F., *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi costituzionali*, 1, 2017, 18 ss.
- SANDULLI A., *Massimo Severo Giannini e la democrazia industriale nell'immediato secondo dopoguerra*, in Riv. trim. dir. pubbl., 3, 2015.



- SANGIOVANNI V., *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, 5, 2007.
- SARTORI F., *Il mercato delle regole e la questione dei bonds argentini*, nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giuris. it.*, 1, 2005.
- SBRESCIA V.M., *Alberto Beneduce e le trasformazioni del modello di intervento pubblico in economia: la vicenda dello stato imprenditore ed il ruolo dell'Iri a quindici anni dalla sua messa in liquidazione. spunti di riflessione per il possibile rilancio dell'azione pubblica nelle dinamiche economiche*, in *Riv. giur. Mezz.*, 4, 2015
- SCHLESINGER P., *L'approvazione tempestiva della riforma della disciplina del risparmio rimane ancora incerta*, in *Corr. giur.*, 12, 2005.
- ID., *Un fenomeno con un significativo rilancio, ma senza rilevanti sviluppi*, in *L'impresa al Plurale*, Quaderni della partecipazione, 7/8, 2001
- SORACE D., *A proposito di "proprietà dell'abitazione", "diritto d'abitazione e "proprietà (civiltica) della casa"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, 1977, 1176 ss.
- SPAGNUOLO VIGORITA V., *Principi costituzionali sulla disciplina del credito*, in *Rass. dir. pubb.*, 1962, 355 ss.
- TOSA A., *Natura e perimetro applicativo della valutazione di adeguatezza: prodotto o portafoglio?*, nota a Cass. civ. sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376; Cass. civ. sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass. civ. sez. I, 7 marzo 2016, n. 447, in *Società*, 8-9, 2016.
- ID., *Lehman Brothers: tutela dell'investitore tra proposte e tendenziale inefficienza normativa interna*, nota a Trib. Perugia sez. civ. III, 17 marzo 2015, n. 540, in *Società*, 8-9, 2015.
- TURELLI S., *L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria. Profili di diritto societario*, in questo Volume.
- VEIL R. (ED.), *European Capital Markets Law*, Oxford and Portland, Oregon, 2017.
- VISENTINI B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in F. Fenghi-A. Santa Maria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia*, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Milano, 1968, 19 ss.
- VIZZARDELLI E., *La nuova legge sul risparmio*, in *La Rivista del Consiglio. Ordine degli avvocati di Milano*, 4, 2006.
- ZAGREBELSKY G.-BRUNELLO M., *Interpretare. Dialogo tra un musicista e un giurista*, Bologna, 2016.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in A.A.V.V., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.

# QUALE TUTELA, QUALE *FAVOR* PER IL RISPARMIO POPOLARE\*

*Mariangela Atripaldi*

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. Il risparmio popolare nella Costituzione italiana: il ruolo svolto da Tommaso Zerbi in Assemblea costituente – 1.3. (Segue): Le matrici ideologiche e culturali che hanno legittimato l'introduzione del *favor* a tutela del risparmio popolare. – 1.4. Le dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. – 1.5. La Dir. n. 59/2014 (*Bank Recovery and Resolution Directive*) ed il quadro di garanzie a favore del risparmio determinato dall'art. 47 Cost. – 1.6. Una valutazione conclusiva.

## 1.1. *Introduzione*

L'organizzazione di una giornata di studi sulla dualità istituzionale del risparmio popolare<sup>1</sup> ha consentito un confronto tra studiosi di diverse discipline per verificare innanzitutto se l'impianto normativo predisposto dalla Costituzione italiana del '48 offra le opportunità di garantire i risparmiatori che anche in questi ultimi tempi manifestano una posizione di debolezza. Inoltre la prospettiva è quella di accertare se e in che misura quel nucleo identificato dal secondo comma dell'art. 47 Cost. sia idoneo a resistere ai processi economici e finanziari in atto.

Nel contempo la presentazione degli organizzatori del Convegno ed i diversi interventi hanno offerto un contributo significativo non solo sul tema specifico ma anche su alcune tematiche a questo correlate.

In questo contesto è emersa una sollecitazione ad identificare un corretto rapporto tra diritto ed economia. Una prospettiva di ricerca, questa, che in tempi più o meno recenti ha coinvolto studiosi sia dell'area economica che di quella giuridica. Basta citare il volume a cura di Pier Luigi Ciocca e Ignazio Musu "*Economia per il diritto*" che ha offerto ai giuristi un'occasione per riflettere sul futuro del diritto

---

\*Relazione conclusiva presentata alla giornata di studi su "La dualità istituzionale del risparmio popolare", Università degli Studi di Firenze, 27 ottobre 2016.

<sup>1</sup> Come si evince nella Introduzione a questo Volume per dualità istituzionale del risparmio popolare si intende la dualità che contraddistingue in particolare il risparmio popolare che, usando un'espressione di Karl Meessen, oscilla «tra due esigenze: da un lato la giustizia contrattuale e, dall'altro, la giustizia distributiva»: sul punto, come detto, si v. F.M. D'ETTORE-F. ZATTI, *Introduzione*, in questo Volume.

dell'economia e per gli economisti ha contribuito ad individuare il ruolo del diritto nei processi economici <sup>2</sup>.

Su queste tematiche non mancano altri contributi. Fra gli altri si possono ricordare quelli di Tullio Ascarelli <sup>3</sup>, Giuseppe Capograssi <sup>4</sup>, Federico Caffè <sup>5</sup>, Giuseppe Guarino, Luigi Mengoni <sup>6</sup>, Dietrich Schindler <sup>7</sup>. Un elenco che non può considerarsi certamente esaustivo.

Si può affermare che emerge la convinzione di non poter considerare il diritto e l'economia come due conchiusse unità contrapposte in quanto il diritto condiziona i processi economici e questi ultimi gli stessi quadri istituzionali, per cui il loro rapporto è da considerare costantemente vivo <sup>8</sup>.

Va colta quindi l'esigenza di dover dar vita ad un laboratorio scientifico che non miri a realizzare il «solito confronto tra gli studiosi di diverse discipline sociali svoltosi nell'arco temporale di un convegno, ma il frutto di un lavoro analitico impostato compiutamente e svolto con notevole sforzo di coordinamento» <sup>9</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. F. ZATTI, *Una occasione per i giuristi di riflettere sul futuro del diritto dell'economia*, in *Diritto e cultura*, 2005, anno XV, 1-2, 305 ss.

<sup>3</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952, 55 ss.

<sup>4</sup> Cfr. G. CAPOGRASSI, *Pensieri vari su economia e diritto*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, vol. I, Padova, 1940, 202 ss.

<sup>5</sup> Federico Caffè pur evidenziando la difficoltà di ogni incontro tra economia e diritto lo ritiene imprescindibile. Cfr. F. CAFFÈ, *In difesa del welfare state. Saggi di politica economica*, Torino, 1987, 87 ss.

<sup>6</sup> Cfr. L. MENGONI, *Forma giuridica e materia economica* in A.A. V.V., *Studi in onore di Alberto Asquini*, III, Padova, 1965, 1077 ss.

<sup>7</sup> D. SCHINDLER, *Verfassungsrecht und soziale Struktur*, Schulthess & Co., Zürich, 1932 (trad. it. a cura di R. BIFULCO, *Diritto costituzionale e struttura sociale*, Padova, 1999).

<sup>8</sup> In altri termini «non vi è condotta economica, per quanto minima o insignificante, che possa prescindere da qualche regolamentazione giuridica. Ma nello stesso tempo non vi è comportamento umano, il più disinteressato ed altruista, che non si traduca immediatamente o mediatamente in qualche atto di rilevanza economica». Così G. GUARINO, *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, in *Diritto e Cultura, Per una teoria delle istituzioni tra diritto ed economia*, Gennaio-Dicembre 2004, n. 1-2, 46 ss.

<sup>9</sup> Così N. ACOCELLA, *Recensione a Governi ed economia: la transizione istituzionale nella XI legislatura*, Atripaldi V.-Garofalo G.-Gnesutta C.-Lotito P.F. (a cura di), Padova, in *Studi e Note di Economia*, 3, 1999.

Un laboratorio peraltro destinato alla costruzione «di una figura di intellettuale in grado di analizzare con l'occhio del giurista i fatti economici ed interpretare con l'occhio dell'economista gli effetti della norma e della sua applicazione». Così C. GNESUTTA, *L' "economia per il diritto": alcune riflessioni intorno al libro di Ciocca-Musu*, in *Diritto e cultura*, 2005, anno XV, 1-2, 29 ss.

Giustamente Claudio Gnesutta evidenzia che dopo un lungo periodo in cui l'elaborazione scientifica degli economisti e dei giuristi, «si sono a lungo sviluppate, ignorandosi sostanzialmente», negli ultimi tempi «qualcosa è cambiato: le due discipline, pur sulla base di linguaggi e metodi ancora significativamente diversi, sono state sollecitate dalla pressione dei processi sociali ad un avvicinamento reciproco». Ne consegue, che «le relazioni tra diritto ed economia si collocano nel

Un complesso di riflessioni evidenziato anche dagli organizzatori di questo convegno quando si fa riferimento alla teoria delle istituzioni di Giuseppe Guarino secondo il quale, data l'impossibilità di individuare una teoria economica generale che dia una spiegazione coerente e sistematica di tutti i fatti della vita economica, si deve prospettare l'esigenza di individuare le teorie economiche nello studio delle diverse istituzioni<sup>10</sup>.

Di qui l'esigenza di chiedersi se questa area di ricerca debba essere affidata allo studio di una scienza distinta, la teoria delle istituzioni, che non dovrebbe confondersi con il diritto, la sociologia, la politica, la filosofia, la storia, etc.<sup>11</sup>.

È individuabile, altresì, in questo complesso di riflessioni quell'elogio della interdisciplinarietà che, secondo le considerazioni espresse da Pierluigi Ciocca, era stato già evidenziato dai giganti del pensiero economico<sup>12</sup>. Una esigenza che appare

---

più ampio e complessivo processo sociale, all'interno del quale interagiscono in varia maniera non solo fra loro, ma con le altre dimensioni della società». Un approccio che in termini generali appare «talmente evidente da non richiedere alcun commento», ma che non lo è «se si pone la questione di come questa relazione si articola in un determinato momento storico ed in un determinato sistema sociale».

In questo contesto, secondo l'Autore, «per comprendere quale teoria economica è funzionale all'attività giuridica» è opportuno «partire dalla comprensione della natura e del ruolo della 'norma giuridica' nello svolgimento del processo economico».

<sup>10</sup> Tali istituzioni possono offrire «dati istituzionali rigidi, basi stabili per le elaborazioni economiche» consentendo di «studiare i riflessi reciproci dei fattori non economici, tra gli stessi, e tra questi ed i fattori economici».

Non è certamente la sede per una compiuta ricostruzione della teoria delle istituzioni nella elaborazione di Giuseppe Guarino. Si rinvia pertanto al saggio apparso nel 2004 dal titolo *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, in *Diritto e cultura*, cit., 5 ss. nel quale l'Autore (44) dinanzi al fenomeno del divenire istituzionale constatato che «la teoria economica non dispone di mezzi per inquadrarli» si chiede «se lo spazio non debba essere occupato da una scienza distinta, la teoria delle istituzioni». «L'oggetto della teoria dovrebbe essere costituito dalle istituzioni. Ad essa spetterebbe di chiarire i meccanismi di base che ne regolano il dinamismo o comunque lo condizionano, con cerchi sempre più ampi di osservazione che dai singoli tipi di istituzioni risalgono sino alla comprensione della rete delle istituzioni nella sua inscindibile integrazione mondiale».

Su questi aspetti si rinvia anche alle riflessioni già espresse in M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano, I, Dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009, 50 ss.

<sup>11</sup> Una scienza quindi che «dovrebbe essere informata delle acquisizioni ultime delle singole discipline ed osservare come le stesse, sia separatamente, sia nelle possibili integrazioni, vengano assorbite e mediate dai sistemi parziali e da quelli globali delle istituzioni, quali condizionamenti ne ricevono, quali influsso esercitano sulle dinamiche istituzionali». Cfr. G. GUARINO, *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, cit. 45

<sup>12</sup> Tra questi l'A. ricorda in modo particolare Adam Smith che nella sua «Indagine sulla natura e sulle cause della ricchezza delle nazioni», nel collegare «strettamente fra loro le diverse dimensioni dell'agire degli uomini riuniti in società», utilizza la storia, la politica, le istituzioni, il diritto, la statistica, le culture in un intreccio con l'Economia.

Cfr. P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, Torino, 2016, IX.

anche nel contesto dell'oggi: «tornare a ricercare le intersezioni e le interazioni fra l'economico e il "resto", coltivare le terre di confine tra l'analisi economica e le altre discipline, in particolare le altre scienze sociali»<sup>13</sup>. Un contesto che fa emergere un intreccio tra esperienza giuridica ed esperienza economica che, soprattutto nel mondo contemporaneo, evidenzia aspetti positivi e negativi<sup>14</sup>.

Certamente non è stata questa l'unica sollecitazione che il tema ha fatto emergere. Comunque prima di soffermarsi su alcune problematiche evidenziate dal più recente intervento normativo europeo si ritiene opportuno ripercorrere sia pur schematicamente l'itinerario che ha portato all'approvazione del secondo comma dell'art. 47 Cost.

## 1.2. *Il risparmio popolare nella Costituzione italiana: il ruolo svolto da Tommaso Zerbi in Assemblea costituente*

Quando si fa riferimento al risparmio popolare si allude alla forma di risparmio che deriva da quei redditi, che, per loro natura, determinano un accantonamento monetario limitato e a lenta formazione<sup>15</sup>. Una interpretazione che, peraltro, era nella consapevolezza dell'onorevole Zerbi cui si deve la formula prevista nel secondo comma dell'art. 47 Cost.

Il Costituente Tommaso Zerbi, studioso di Ragioneria presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano, ha partecipato al dibattito in Assemblea costituente, confrontandosi anche con i diversi giuristi pubblici presenti in quella sede<sup>16</sup>.

Nei suoi precedenti studi, Zerbi definisce come risparmio popolare quello «aperto non solo ai lavoratori delle grandi imprese, ma a tutti i piccoli risparmiatori siano essi contadini o pubblici impiegati liberi professionisti o artigiani». Ne consegue l'esigenza di dar vita a forme di azionariato popolare come «sistemi di comparteci-

<sup>13</sup> Cfr. P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, cit., X.

<sup>14</sup> Solo apparentemente l'area giuridica salvaguardia da una parte «i cittadini dalla pervasiva intrusione dell'economico nei momenti meta-economici della vita della comunità», dall'altro consente alla economia di mercato di operare «nel nome di un progresso materiale sostenibile ed equo». Cfr. P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, cit., 81.

In altri termini «il diritto è per l'economia, più importante di quanto non pensino i suoi cultori e di quanto non abbiano a lungo pensato non pochi economisti. Lo conferma una dovizia crescente di analisi empiriche, comparate e per singoli paesi». Cfr. P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, cit., 83

<sup>15</sup> In questo senso si rinvia a F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Padova, 2011, volume V, 210; F. MERUSI, *Rapporti economici*, in *Commentario della Costituzione*, Bologna-Roma, 1980, 185

<sup>16</sup> Sul ruolo dei giuristi pubblici presenti nelle fasi del processo Costituente vedi F. LANCHESTER, *Pensare lo Stato. I giuristi pubblici nell'Italia unitaria*, Roma-Bari, 2004, 11 ss.

pazione individuali alla comproprietà di grandi capitali o in libere associazioni di partecipazione a tali proprietà». Di qui il riconoscimento ai lavoratori risparmiatori di conseguire «un'organica ed efficace partecipazione» nell'amministrazione e «la conseguente partecipazione ai risultati economici»<sup>17</sup>. Una evidente istanza di *Mitbestimmung* che è fatta propria dall'art. 46 Cost.<sup>18</sup>.

Nella ricostruzione dell'itinerario volto a verificare l'attuazione del dato normativo espresso dal secondo comma dell'art. 47 Cost., è opportuno farsi guidare da quella configurazione della Costituzione materiale accolta dalla dottrina<sup>19</sup> e dall'approccio sistemico alla complessità<sup>20</sup>. Vero è che, nell'intraprendere l'interpretazione del secondo comma dell'art. 47 Cost., non ci si può porre in una prospettiva riduzionistica tesa ad analizzare solo il “sottoinsieme” determinato dall'art. 47 secondo comma<sup>21</sup>. È opportuno assumere la visione che è propria della complessità sistemica e considerare il dato normativo come inserito in un sistema «costituito da parti, spesso anche da parti identificabili molto facilmente»<sup>22</sup>.

Per rispondere a queste esigenze di metodo, l'indagine si sofferma ad analizzare tematiche di ordine generale. È opportuno verificare come l'istanza volta a favorire il risparmio popolare è legittimata da una Costituzione che ha come prospettiva di programma un processo di trasformazione socio istituzionale. In tal modo si giunge alla considerazione che il *favor* verso il risparmio popolare contribuisce ad alimentare la realizzazione di quel processo.

<sup>17</sup> Per una più precisa e completa valutazione dell'analisi condotta da T. Zerbi si rinvia alle riflessioni riportate nel saggio: T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di Stato, capitalismo di popolo*, in *La banca valori*, 1946, 212.

<sup>18</sup> Sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'azienda si rinvia a S. SCIARRA (a cura di), *Democrazia politica e democrazia industriale*, De Donato, Bari, 1978; G. GHEZZI, *Art. 46*, in *Commentario Costituzione Branca*, Bologna- Roma, 1980, 69 ss.; R. WEIGMANN, *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, II, Torino, 1987, 122 ss.; M. D'ANTONA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica*, XXII, Enciclopedia giuridica Treccani editore, Roma, 1990, 1 ss.; A. MINERVINI, *Dall'informazione alla partecipazione*, Milano, 2002; P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in *Giornale di diritto del lavoro*, 3, 2005, 321 ss.; P. ICHINO, *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in *Riv. it. dir. lav.*, 4, 2013, 861 ss.; G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 6, 2015, 1298 ss.

<sup>19</sup> Cfr. G. GUARINO, *Materia costituzionale, costituzione materiale, leggi costituzionali*, in *Diritto e giurisprudenza*, V, 1948, 36 ss.

<sup>20</sup> Cfr. C. S. BERTUGLIA - F. VAIO, *Complessità e modelli*, Pref. di D. A. Lane, Torino, 2011.

<sup>21</sup> Sull'esigenza di studiare la complessità «sia nell'ambito delle scienze della natura sia in quello delle scienze della società» cfr. C. S. BERTUGLIA - F. VAIO, *Complessità e modelli*, cit., 8.

<sup>22</sup> Giustamente questi «oggetti di studio non si prestano all'operazione di spezzettamento dei fenomeni in parte e successivo riassetto, come operato dal riduzionismo». Cfr. C. S. BERTUGLIA - F. VAIO, *Complessità e modelli*, cit., 4.

Questo complesso di riflessioni ha consentito di verificare il difficile cammino per l'attuazione della Carta costituzionale del '48. Soprattutto per quelle statuizioni introdotte attraverso norme programmatiche in riferimento alle quali le diverse forze politiche e sociali presentano differenti modelli per la loro realizzazione<sup>23</sup>.

Successivamente si è ritenuto opportuno cogliere un altro aspetto di teoria generale: il superamento di una concezione strettamente strutturale dell'ordinamento per addivenire ad una concezione struttural-funzionalistica; il che ha consentito di individuare nella premialità lo strumento utilizzato per la realizzazione del secondo comma dell'art. 47 Cost. e di soffermarsi compiutamente sullo strumento della incentivazione per cogliere tutte le implicazioni che questa scelta comporta anche in riferimento alla giurisprudenza della Corte europea per i diritti dell'uomo e della Corte di giustizia europea<sup>24</sup>.

### 1.3. (Segue): *Le matrici ideologiche e culturali che hanno legittimato l'introduzione del favor a tutela del risparmio popolare*

La ricostruzione del processo storico che ha portato al riconoscimento nel nostro ordinamento costituzionale del risparmio popolare richiede di verificare quale è stato il contesto in cui è maturata l'esigenza di un intervento normativo a favore di questo tipo di risparmio<sup>25</sup>.

Analizzando il nostro ordinamento a partire dall'Unità di Italia, si evidenzia come siano entrati nel sistema quei modelli espressi dagli ordinamenti europei che avevano condizionato la scelta degli ordinamenti pre-unitari e che soprattutto i modelli dell'ordinamento inglese e di quello tedesco hanno costituito un punto di riferimento per il legislatore italiano, incidendo anche nella costruzione del *welfare* inteso come *welfare from below* e come *welfare state*.

Una concettualizzazione quest'ultima adottata soprattutto dalla letteratura giuridica inglese in riferimento agli strumenti con i quali la *working class* ha cercato di

<sup>23</sup> Su questi aspetti si rinvia, fra gli altri, a F. MODUGNO, *La teoria delle fonti del diritto nel pensiero di Vezio Crisafulli*, in *Giur. cost.*, 1, 1994, 487 ss.; M. AINIS, *I soggetti deboli nella giurisprudenza costituzionale*, in *Pol. dir.*, 1, 1999, 25 ss.; M. RUSCIANO, *Il diritto del lavoro di fronte alla costituzione europea*, in *Riv. giur. lav. prev. soc.*, 4, 2006, 891.

<sup>24</sup> Sulla concezione struttural-funzionalistica dell'ordinamento un ruolo determinante è da imputare alla riflessione di Norberto Bobbio. A tal fine si rinvia a N. BOBBIO, *La funzione promozionale del diritto rivisitata*, in *Sociologia del diritto*, 1984, 3, 8; N. BOBBIO, *Dalla struttura alla funzione. Nuovi studi di teoria del diritto*, Pref. di M. G. Losano, Roma-Bari, 2007.

<sup>25</sup> Su questi aspetti si rinvia a M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano, I, Dalle prime forme alla Costituzione del '48*, cit. In questo volume, dopo aver ripercorso il processo storico, si analizzano compiutamente le motivazioni delle scelte operate con il secondo comma dell'art. 47 Cost.

creare condizioni destinate a produrre assistenza e previdenza sociale per colmare l'inadeguatezza delle disposizioni statali sul *welfare* <sup>26</sup>.

L'esame analitico fra i due modelli evidenzia come a partire dalla seconda metà del 1800 nel nostro ordinamento vi sia verificata la loro coesistenza, dal momento che accanto ad istituzioni proprie del *welfare from below* cominciarono ad emergere istituzioni del *welfare state*. Successivamente si assisteva ad un rafforzamento del *welfare state* soprattutto nel periodo fascista. Il tutto collegato anche alla forma di stato a tendenza statocentrica che in quella fase storica è utilizzata per accentuare il ruolo dello Stato nella dicotomia società-Stato <sup>27</sup>.

Ed è in questo contesto che si è andata collocando la disciplina del risparmio.

Lo studio del dibattito in Assemblea costituente mostra come il Costituente è stato condizionato innanzitutto dall'esigenza di soddisfare istanze macro-economiche. Invero nel testo approvato dalla Terza Sottocommissione della Commissione dei 75 e nell'articolato predisposto dal Comitato dei diciotto si intravede chiaramente la visione macro-economica <sup>28</sup>.

Il tentativo di innestare nel tessuto normativo anche la tutela delle posizioni soggettive di ciascun risparmiatore fu operato con la formulazione presentata da Tommaso Zerbi.

La proposta, sottoposta al Comitato dei diciotto e a quello istituito presso la Presidenza dei rappresentanti di tutti i gruppi, fu oggetto di valutazione critica. Soprattutto il Comitato dei diciotto chiedeva di espungere dalla struttura normativa proposta da Zerbi il *favor* verso gli investimenti socialmente rilevanti, invitando ad inserire quella formulazione solo in un ordine del giorno. Alla fine comunque fu proposta all'Assemblea la formulazione che ora leggiamo nell'articolo 47 Cost.

Questa breve ricostruzione del processo che ha portato all'approvazione del secondo comma dell'art. 47 non può essere limitata solo a tale ambito in quanto questo dato normativo va collocato nel contesto di tutto l'articolato. In altri termini il secondo comma non può essere applicato prescindendo dalle indicazioni del primo comma dell'art. 47 Cost.: il risparmio popolare non può essere favorito se non è innanzitutto tutelato.

L'itinerario percorso andrebbe completato, ad esempio, per individuare la funzione espletata dalle teorie economiche, ovvero per verificare con una analisi più dettagliata le incidenze di modelli espressi da altri ordinamenti. Sotto questo ultimo

---

<sup>26</sup> Cfr. F. ENGELS, *The condition of the working class in England, from personal observations and authentic sources*, London, 1969, 154 ss.; F. PROCHASKA, *The voluntary impulse: philanthropy in modern Britain*, London, 1988, 28 ss.; B. HARRIS, *The origins of the British welfare state*, Basingstoke, 2004, 76 ss.

<sup>27</sup> Sul punto si rinvia a M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano, I, Dalle prime forme alla Costituzione del '48*, cit., 5.

<sup>28</sup> Il comitato dei diciotto approvò la seguente formulazione: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme, disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito».



profilo sarebbe quanto mai rilevante cogliere l'eventuale contributo del modello di *Soziale Marktwirtschaft*, quello espresso dalla scuola di Friburgo <sup>29</sup>.

#### 1.4. *Le dinamiche attuative dell'art. 47, comma 2, Cost.*

Le diverse relazioni presentate al Convegno, sulla base della ricostruzione delle matrici che hanno determinato l'art. 47 Cost., hanno individuato le dinamiche attuative del secondo comma di tale norma.

Va innanzitutto premesso che l'art. 47, comma 2, Cost., è stato utilizzato dalla cultura giusprivatistica non solo nel dibattito per modificare l'istituto della società per azioni come era disciplinato nel Codice del 1942, contribuendo a determinare il diverso regime delle società. Nell'ambito della stessa area giusprivatistica l'art. 47 Cost. con l'art. 46 Cost. ha inciso sulla innovazione della formula dell'art. 2349 cc secondo la quale nelle ipotesi sia prevista l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti dalle società, posso essere emesse speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro.

Altrettanto significativa è l'incidenza del secondo comma dell'art. 47 Cost. sulle c.d. azioni di risparmio introdotte per la prima volta nella legge n. 216/1974.

Nell'area giuspubblicistica l'art. 47, comma 2 Cost. ha offerto un contributo determinante al riconoscimento del diritto costituzionale all'abitazione.

In questo riconoscimento significativo è stato l'intervento della Corte costituzionale. Dopo una prima sentenza la n. 252 del 1983 nella quale la Corte si era espressa negativamente sul contributo del secondo comma dell'art. 47 Cost., pur affermando che l'abitazione costituisce un bene primario che vada adeguatamente e concretamente tutelato dalla legge, con la sentenza n. 217 del 1988 si dà vita ad una giurisprudenza che, partendo dal secondo comma dell'art. 47 Cost., va al riconoscimento del diritto costituzionale all'abitazione come «interesse di primaria importanza per la realizzazione della forma di Stato su cui si regge il nostro sistema costituzionale».

Lo studio delle ipotesi indicate dall'art. 47, comma 2 Cost. deve essere condotto avendo alcuni punti di riferimento:

---

<sup>29</sup> Su questi aspetti si rinvia più ampiamente, fra gli altri, a J. LANGE-VON KULESSA, A. RENNER, *Die Soziale Marktwirtschaft Alfred Müller-Armacks und der Ordoliberalismus der Freiburger Schule*, in *Ordo*, 1998, 79 ss.; P. THUY, *50 Jahre Soziale Marktwirtschaft*, in *Ordo*, 1998, 281 ss.; A. SCHÜLLER, *Soziale Marktwirtschaft als ordnungspolitische Baustelle*, in *Ordo*, 2005, 61 ss.; E. M. STREIT, *Die Soziale Marktwirtschaft - zur Erosion einer wirtschaftspolitischen Konzeption*, in *Ordo*, 2005, 113 ss.; G. HIRSCHER (a cura di), *Soziale Marktwirtschaft und Demokratie*, München, Hanns-Seidel-Stiftung, 1994; H. WILLGERODT, *Soziale Marktwirtschaft - ein unbestimmter Begriff*, in *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker*, 1996, 329 ss.; A. MÜLLER-ARMACK *The Principles of the Social Market Economy (1965)*, in P. KOSLOWSKI (a cura di), *The Social Market Economy. Studies in Economic Ethics and Philosophy*, Springer, Berlin, Heidelberg; F. FELICE, *L'economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2008.

sulla base delle indicazioni espresse dalla Corte costituzionale va ritenuto che il secondo comma dell'art. 47 Cost. determina un indirizzo di politica economica e sociale che mira ad incoraggiare il risparmio popolare ed appartiene alle scelte legislative stabilire i modi ed i limiti onde dare attuazione al suddetto principio;

lo strumento privilegiato attraverso il quale il legislatore realizza politiche pubbliche è individuato nella legge di incentivazione con la quale il vantaggio elargito consente di ottenere anche comportamenti che rispondono all'esigenza dell'economia nazionale;

la scelta della legge di incentivazione comporta il rispetto del regime determinato per questa tipologia di atti legislativi anche dalla giurisprudenza. In particolare vanno individuati i limiti maggiormente significativi che provengono dal regime comunitario degli aiuti di Stato <sup>30</sup>.

### 1.5. *La Dir. n. 59/2014 (Bank Recovery and Resolution Directive) ed il quadro di garanzie a favore del risparmio determinato dall'art. 47 Cost.*

La consapevolezza che l'analisi del secondo comma dell'art. 47 Cost. va condotta necessariamente nell'ambito di tutto l'articolato e, quindi, anche del primo comma, consente di prevedere una serie di collegamenti per identificare i meccanismi predisposti a tutela di quella particolare forma di risparmio che è il risparmio popolare al fine di verificarne l'effettività.

In un contesto nel quale il risparmio, pur essendo un meccanismo propulsore dell'economia, acquista il ruolo «potenziale di instabilità endogeno al sistema economico» <sup>31</sup>, la crisi del sistema bancario ha evidenziato le difficoltà del risparmiatore a trovare negli strumenti predisposti dall'ordinamento una effettiva tutela.

Nel dibattito di questo convegno, qualche relazione ha rilevato un particolare interesse per la problematica determinata dalla direttiva 2014/59/EU la c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) <sup>32</sup> e dai decreti attuativi: il decreto le-

---

<sup>30</sup> Quando si fa riferimento agli aiuti di Stato dell'Unione si richiama la disciplina istituita dagli articoli 107, 108 e 109 TFUE e i regolamenti e tutti gli atti dell'Unione stabiliti o adottati ai sensi dell'articolo 108, paragrafo 4, o dell'articolo 109 TFUE.

<sup>31</sup> In tal senso v. M. LOMBARDI, *Il Risparmio da meccanismo propulsore dell'economia capitalistica a potenziale di instabilità endogeno al sistema economico*, in questo Volume.

<sup>32</sup> Su questi aspetti si rinvia, fra gli altri, a S. ANTONIAZZI, *L'unione bancaria europea: i nuovi compiti della Bce di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in Riv. It. Dir. Pubbl. Com., 3-4, 2014, 717 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in Banca Borsa tit. cred., 5, 2015, 587 ss.; V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in Dir. banca merc. fin., 4, 2015, 541 ss.; R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in Banca Borsa tit. cred., 3, 2016, 287 ss.; M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in Riv. Soc., 6, 2016, 991 ss.; G. SANTONI, *La nuova disciplina della gestione delle crisi*

gislativo 16 novembre 2015 n. 180 ed il decreto legislativo 16 novembre 2015 n. 181<sup>33</sup>.

L'emanazione di questa direttiva è stata preceduta da un intenso dibattito che ha preso l'avvio dalla crisi finanziaria emersa negli Stati Uniti e dalle conseguenze determinate dal suo diffondersi in Europa; un dibattito che ha evidenziato come sia di difficile soluzione il problema della prevenzione e della gestione delle crisi nell'ambito dell'ordinamento europeo<sup>34</sup>.

Vero è che a partire dall'inizio della crisi, la Commissione europea ha dato vita a diverse proposte finalizzate a predisporre una migliore regolamentazione del sistema finanziario, con la presentazione della proposta di direttiva nel giugno 2012<sup>35</sup>.

Le valutazioni che si stanno per fare sono esclusivamente mirate a dare una risposta ad alcuni punti emersi dagli interventi di alcuni relatori del Convegno. È evidente che in questa sede non si possono trattare in tutta la loro complessità aspetti riguardanti il Sistema Bancario Europeo che dal punto di vista normativo presenta cambiamenti rispetto alla situazione precedente. In particolare l'attenzione è finalizzata a verificare se ed in quale misura la direttiva che, fra l'altro, prevede la procedura del *bail-in*, possa determinare una violazione di quel quadro di garanzie immesso nel nostro ordinamento dall'art. 47 della Costituzione a favore del risparmio. La valuta-

---

*bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistemica?*, in Banca Borsa tit. cred., 5, 2016, 619 ss.

<sup>33</sup> Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.

Su questa direttiva si rinvia alle valutazioni, fra l'altro, di F. CIRAULO, *Il Single Resolution Mechanism (Regolamento UE n. 806/2014). Lineamenti generali e problemi di fondo*, in Dir. banca merc. fin., 2015, 3, 357 ss.; L. ERZEGOVESI, *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*, in Riv. dir. banc., 8, 2016; R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta?*, in Riv. dir. banc., 9, 2016; M. M. SEMERARO, *Rischio d'impresa bancaria e discipline recenti*, in Giust. civ., 2016, 4, 849 ss.; B. INZITARI, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in Riv. dir. banc., estratto dal n. 5 del 2016, 1 ss.

<sup>34</sup> Per una valutazione generale di queste problematiche anche in prospettiva storica in riferimento al nostro ordinamento vedi fra tutti G. BOCCUZZI, *Gli obiettivi di vigilanza e gli strumenti per la prevenzione e la gestione delle situazioni di anomalia. Quadro di sintesi*, in G. BOCCUZZI (a cura di), *La crisi dell'impresa bancaria. Profili economici e giuridici*, Milano 1998; V. SANASI D'ARPE, *La vigilanza nella crisi e nel risanamento dei gruppi bancari*, Napoli, 2008, 15 ss.

<sup>35</sup> Commissione europea, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE e 82/891/CE, le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE e 2011/35/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, COM(2012) 280/3, Brussels, 6 giugno 2012.

zione degli obiettivi degli strumenti di risoluzione previsti dall'art. 31 della BRRD appare, nella sua complessità, posta proprio a tutela del risparmio <sup>36</sup>.

È da evidenziare che lo scopo della BRRD è quello di introdurre in tutti i Paesi europei una disciplina normativa idonea a prevenire e gestire le crisi delle banche e delle imprese di investimento al fine anche di impedire che vi sia un salvataggio delle stesse con un deciso intervento pubblico e, quindi, con oneri elevati per il contribuente. Una strategia che tende a ridurre gli effetti negativi sul sistema finanziario e sulla economia reale, predeterminando interventi prima che la crisi si manifesti pienamente, e persino durante la fase della normale attività delle banche <sup>37</sup>.

Si è in presenza di un insieme di interventi affidati ad una architettura istituzionale sulla quale è opportuno offrire solo alcuni dati più significativi. Utilizzando anche le indicazioni fornite dal Regolamento UE/2014/806 e dagli altri interventi

<sup>36</sup> L'art. 31 della BRRD prevede i seguenti obiettivi: « a) garantire la continuità delle funzioni essenziali;

b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato;

c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario;

d) tutelare i depositanti contemplati dalla direttiva 2014/49/UE e gli investitori contemplati dalla direttiva 97/9/CE;

e) tutelare i fondi e le attività dei clienti. »

<sup>37</sup> Le motivazioni dell'intervento della Direttiva sono ben individuate nei primi 3 considerando della stessa Direttiva:

«(1) La crisi finanziaria ha evidenziato una mancanza significativa di strumenti adeguati a livello di Unione per gestire con efficacia gli enti creditizi e le imprese di investimento («enti») in crisi o in dissesto. Tali strumenti sono necessari, in particolare, per prevenire stati di insolvenza o, in caso di insolvenza, per ridurre al minimo le ripercussioni negative preservando le funzioni dell'ente interessato aventi rilevanza sistemica. Durante la crisi, queste sfide sono state un fattore determinante che ha costretto gli Stati membri a procedere al salvataggio degli enti utilizzando il denaro dei contribuenti. L'obiettivo di un quadro credibile di risanamento e di risoluzione è quello di ovviare quanto più possibile alla necessità di un'azione di questo tipo.

(2) La crisi finanziaria era di dimensioni sistemiche nel senso che ha influenzato l'accesso ai finanziamenti di gran parte degli enti creditizi. Per evitare un dissesto con conseguenze per tutta l'economia, una crisi di questo genere rende necessarie misure volte a garantire, per tutti gli enti creditizi altrimenti solvibili, l'accesso ai finanziamenti a condizioni equivalenti. Tali misure implicano un'assistenza di liquidità da parte delle banche centrali e garanzie da parte degli Stati membri per valori mobiliari emessi da enti creditizi solvibili.

(3) I mercati finanziari dell'Unione sono fortemente integrati e interconnessi, con molti enti che operano ampiamente oltre i confini nazionali. Il dissesto di un ente transfrontaliero può compromettere la stabilità dei mercati finanziari nei diversi Stati membri in cui esso opera. L'incapacità degli Stati membri di assumere il controllo di un ente in dissesto e risolverne la crisi in modo tale da prevenire con efficacia un danno sistemico più ampio può minare la fiducia reciproca degli Stati membri e la credibilità del mercato interno nel campo dei servizi finanziari. La stabilità dei mercati finanziari è quindi una condizione essenziale per instaurare il mercato interno e per il suo funzionamento».

L'intervento nella fase risolutiva è in alternativa alla liquidazione coatta amministrativa prevista dal TUB, che sostituisce quella fallimentare prevista per le altre imprese.

normativi dell'Unione Europea, chiamati a determinare i pilastri del processo di costruzione dell'Unione bancaria, al centro di questo quadro è posto il Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism*, SRM) cui è imputata la gestione accentrata delle crisi bancarie consentendo l'utilizzazione del Fondo di Risoluzione Unico (*Single Resolution Fund*, SRF), chiamato a finanziare le misure di risoluzione.

Un quadro che andrebbe completato con la individuazione del Meccanismo di vigilanza affidato alla Banca centrale europea ed al *Single Supervisory Mechanism*<sup>38</sup>.

Il Meccanismo Unico di Risoluzione appare come un sistema articolato cui fanno parte le diverse autorità di risoluzione nazionale ed il Comitato Unico di Risoluzione (*Single Resolution Board*, SRB), costituito dai rappresentanti delle autorità nazionali e da alcuni membri permanenti.

Nell'ambito dell'area dell'euro, per alcune banche con una determinata qualificazione, così dette significative<sup>39</sup>, o con una operatività transfrontaliera nell'area dell'euro e delle principali società di intermediazione mobiliare, compete al Comi-

<sup>38</sup> Su questi aspetti si rinvia a Senato della Repubblica VI commissione permanente (finanza e tesoro), indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea, audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, Roma 22 aprile 2015.

<sup>39</sup> Le banche sono qualificate come significative ai sensi del Regolamento UE n. 1024/2013, sull'istituzione di un Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism*). «La significatività è valutata sulla base dei seguenti criteri:

- i) dimensioni;
- ii) importanza per l'economia dell'Unione o di qualsiasi Stato membro partecipante;
- iii) significatività delle attività transfrontaliere.

Per quanto attiene al primo comma, un ente creditizio o società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista non sono considerati meno significativi, tranne se giustificato da particolari circostanze da specificare nella metodologia, qualora soddisfino una qualsiasi delle seguenti condizioni:

- i) il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di EUR;
- ii) il rapporto tra le attività totali e il PIL dello Stato membro partecipante in cui sono stabiliti supera il 20 %, a meno che il valore totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi di EUR;
- iii) in seguito alla notifica dell'autorità nazionale competente secondo cui tale ente riveste un'importanza significativa con riguardo all'economia nazionale, la BCE decide di confermare tale significatività sulla scorta di una sua valutazione approfondita, compreso lo stato patrimoniale, dell'ente creditizio in questione.

Inoltre la BCE può, di propria iniziativa, considerare un ente di importanza significativa quando questo ha stabilito filiazioni in più di uno Stato membro partecipante e le sue attività o passività transfrontaliere rappresentano una parte significativa delle attività o passività totali soggette alle condizioni di cui alla metodologia.

Quelli per i quali è stata richiesta o ricevuta direttamente assistenza finanziaria pubblica dal FESF o dal MES non sono considerati meno significativi.

Nonostante i commi precedenti, la BCE assolve i compiti attribuiti dal presente regolamento nei confronti dei tre enti creditizi più significativi in ciascuno Stato membro partecipante, salvo circostanze particolari».

Una disciplina, questa, che varrà anche per le banche meno significative, qualora si richieda l'intervento del Fondo di Risoluzione Unico.

Per le altre banche meno significative la gestione è affidata alle autorità nazionali di risoluzione che, comunque, si muoveranno nell'ambito delle idee guida determinate dal Comitato di risoluzione unico.

tato di predisporre *ex ante* le modalità attraverso le quali può essere gestita la crisi e, successivamente quando si manifesta, di determinare rispettivamente piani e programmi di risoluzione per la gestione in concreto della crisi.

In questo quadro si inserisce l'autorità di risoluzione nazionale (*National Resolution Authority*, NRA) alla quale spetterà l'attuazione delle disposizioni determinate dal Comitato.

Questo breve itinerario va completato con alcune considerazioni sul *bail in*, per verificarne l'ambito di applicazione e gli obiettivi. Va innanzitutto chiarito che questo è soltanto uno degli strumenti di risoluzione<sup>40</sup> che consente di disporre la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite<sup>41</sup>. Più precisamente, come è indicato dall'art. 1, comma 1, g) del decreto legislativo n. 180/2015, il *bail-in* consiste nella «riduzione o la conversione in capitale dei diritti degli azionisti e dei creditori, secondo quanto previsto dal Titolo IV, Capo IV, Sezione III».

Comunque le riflessioni già espresse sia pur schematicamente e una più attenta valutazione di tutto l'impianto offerto dalla normativa europea, evidenzia che nell'ambito della stessa normativa non è del tutto escluso l'intervento pubblico, peraltro legittimato sostanzialmente da quelle istanze che presiedono la disciplina dell'art. 47 della Carta costituzionale.

Un dato che conferma le indicazioni già espresse nel volume presentato in questo convegno<sup>42</sup>.

I dati fin qui esposti vanno incrementati al fine di dare una risposta alla eventuale incostituzionalità dello strumento del *bail in*, una indicazione che è emersa nel dibattito del Convegno.

A tal fine va chiarito quale è il corretto rapporto tra norme comunitarie e norme costituzionali, per definire se e in che misura sussista il principio della prevalenza delle norme dell'Unione e quale è il meccanismo di tutela giurisdizionale chiamato a gestire questo rapporto<sup>43</sup>.

<sup>40</sup> Secondo quanto dispone l'art. 37, capo IV, sezione 1 della BRRD gli altri strumenti di risoluzione sono: a) strumento per la vendita dell'attività di impresa; b) strumento dell'ente ponte; c) strumento della separazione delle attività.

<sup>41</sup> Secondo quanto dispone l'art. 43 della BRRD, il *bail in* può essere applicato per uno dei seguenti fini: «a) ricapitalizzare un ente o un'entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), della presente direttiva che soddisfi le condizioni per la risoluzione in misura sufficiente a ripristinarne la capacità di rispettare le condizioni di autorizzazione [...] e di continuare a svolgere le attività per le quali è autorizzato ai sensi della direttiva 2013/36/UE o della direttiva 2014/65/UE [...] e mantenere nel mercato una fiducia sufficiente nei confronti dell'ente o dell'entità;

b) convertire in capitale o svalutare il valore nominale dei crediti o dei titoli di debito ceduti:

i) a un ente-ponte al fine di fornirgli capitale; oppure

ii) nell'ambito dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa o dello strumento della separazione delle attività».

<sup>42</sup> M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 200 ss.

<sup>43</sup> Sul tema dei rapporti tra Corti europee e sui c.d. "controlimiti costituzionali" la letteratura è

Una risposta a queste domande è offerta sia pure in termini problematici dalla giurisprudenza della Corte costituzionale italiana. Si deve innanzitutto evidenziare che la Corte di giustizia europea già nelle prime sentenze aveva sostenuto la piena supremazia del Diritto comunitario su quello nazionale dei vari Stati membri, anche quello di carattere costituzionale (sentenza 15 luglio 1964 causa 6/64 Costa contro Enel; sentenza 17 dicembre 1970 causa 11/70 *Internationale Handelsgesellschaft*), mentre la nostra Corte costituzionale ha una evoluzione giurisprudenziale lunga e complessa<sup>44</sup>. Dopo una prima sentenza del 7 marzo 1964 n. 14, con la quale la Corte negava il primato del diritto comunitario sul diritto nazionale, giungeva a conclusioni opposte con la sentenza dell'8 giugno 1984 n. 170.

Comunque ai fini delle riflessioni che si stanno portando avanti è da evidenziare che la Corte costituzionale nella sua costante giurisprudenza ha affermato l'esistenza di c.d. "controlimiti" e li ha individuati nei principi strutturali dell'assetto costituzionale, nonché nei diritti fondamentali della persona<sup>45</sup>. Vero è che l'esistenza della configurazione di questi "controlimiti" in rapporto alla limitazione di sovranità italiana a favore della Comunità ex art. 11 Cost. è stata rilevata dalla dottrina già presente nella sentenza del 17 dicembre 1965 n. 98 e compiutamente enunciata nella sentenza del 27 dicembre 1973 n. 183.

C'è un dato che bisogna fare emergere: quanto più la giurisprudenza della Corte si avvicina alle posizioni della Corte di Lussemburgo, tanto più l'esigenza del rispetto dei "controlimiti" assume una valenza maggiore.

Ed è in questo contesto, comunque, che la Corte costituzionale ritiene che la legge di esecuzione del Trattato CE può essere sottoposta al suo sindacato per l'eventuale contrasto di disposizioni di diritto comunitario con i principi fondamentali

---

quanto mai vasta. A titolo puramente indicativo si segnalano i diversi interventi al seminario svoltosi in Roma presso il Palazzo della Consulta il 20 aprile 2007 su "Diritto comunitario e diritto interno", pubblicati ora nel volume CORTE COSTITUZIONALE, *Diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008.

Tra questi interventi v. fra gli altri V. ONIDA, *Nuove prospettive per la giurisprudenza costituzionale in tema di applicazione del diritto comunitario*, 47 ss.; A. PACE, *La sentenza Granital 23 anni dopo*, 407; A. TIZZANO, *Ancora sui rapporti tra corti europee: principi comunitari e cd controlimiti costituzionali*, 76 ss.; U. VILLANI, *I "controlimiti" nei rapporti tra diritto comunitario e diritto italiano*, 493 ss. Cui adde A. CELOTTO - T. GROPPI, *Diritto UE e diritto nazionale: primauté vs controlimiti*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 6, 2004, 1309 ss.; M. CARTABIA - L. CHIEFFI, *Commento all'art. 11 Cost.*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006, 287 ss. e biblio ivi cit.; M. G. PULVIRENTI, *Intangibilità del giudicato, primato del diritto comunitario e teoria dei controlimiti costituzionali*, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2009, 341 ss. ; più recentemente vedi R. MASTROIANNI, *Supremazia del diritto dell'Unione e "controlimiti" costituzionali. Alcune riflessioni a margine del caso Taricco*, in *Diritto penale contemporaneo*, reperibile in [http://www.penalecontemporaneo.it/upload/MASTROIANNI\\_2016a.pdf](http://www.penalecontemporaneo.it/upload/MASTROIANNI_2016a.pdf); G. TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2013, 202.

<sup>44</sup> Su questi aspetti si rinvia a U. VILLANI, *I "controlimiti" nei rapporti tra diritto comunitario e diritto italiano*, cit., 493 ss.

<sup>45</sup> Sul punto cfr. U. VILLANI, *I "controlimiti" nei rapporti tra diritto comunitario e diritto italiano*, cit., 499 ss.

dell'ordinamento costituzionale o con i diritti inalienabili della persona umana (sentenza n. 183 del 1973, sentenza n. 70 del 1984).

Ma quali sono gli spazi contemplati dai c.d. "controlimiti"? Non certamente coincidono con l'intera Costituzione. È la stessa Corte che fa riferimento a quei «principi supremi che non possono essere sovvertiti, o modificati nel loro contenuto essenziale neppure da leggi di revisione costituzionale o da altre leggi» (sentenza n. 1146 del 1988).

Al di là di queste considerazioni va rilevato che nella maggior parte delle sue decisioni la riaffermazione da parte della Corte della esistenza dei "controlimiti" è fatta in termini generali ed astratti, quasi "in via cautelativa ed a futura memoria"<sup>46</sup>.

D'altra parte stante l'insindacabilità della Corte di disposizioni e atti dell'ordinamento comunitario, il suo scrutinio dovrebbe riguardare la legge di esecuzione del Trattato comunitario "nella parte in cui" consenta l'emanazione di un atto comunitario che violi i c.d. "controlimiti".

In questo contesto bisognerebbe soprattutto dimostrare se la tutela di cui all'art. 47 Cost. possa rientrare nella categoria dei c.d. "controlimiti". In altri termini la tutela del risparmio costituisce uno di quei «principi supremi che non possono essere sovvertiti o modificati nel loro contenuto neppure da leggi di revisione costituzionale o da altre leggi costituzionali»?

Inoltre sul piano procedurale bisognerebbe verificare altresì le relazioni tra la eventuale istanza di costituzionalità ed il rinvio pregiudiziale prefigurato dall'art. 267 TFUE<sup>47</sup>.

Per quanto riguarda il rinvio pregiudiziale ex art. 267 TFUE è quanto mai opportuno fare alcune riflessioni sulla sentenza C-105/14 della Corte di Lussemburgo (Grande sezione) dell'8 settembre 2015 emessa in riferimento alla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Tribunale di Cuneo con Ordinanza del 17 gennaio 2014 nel procedimento penale a carico del sig. Ivo Taricco ed altri. Nel procedimento penale agli imputati veniva contestata, nel corso degli esercizi fiscali dal 2005 al 2009, la costituzione e l'organizzazione di una associazione allo scopo di commettere più delitti in materia di imposta sul valore aggiunto (IVA)<sup>48</sup>. Nel corso del procedimento, il Tribunale di Cuneo doveva applicare alcune norme del Codice penale italiano, riguardanti fra l'altro, il regime della prescrizione<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> Cfr. U. VILLANI, *I "controlimiti" nei rapporti tra diritto comunitario e diritto italiano*, in *Diritto comunitario e diritto interno*, cit., 502.

<sup>47</sup> Sul punto al fine di determinare la funzione e l'oggetto del rinvio pregiudiziale ex art. 267 TFUE vedi per tutti G. TESAURO, *Diritto dell'Unione europea*, cit., 290 ss.

<sup>48</sup> Gli imputati venivano accusati di aver realizzato operazioni giuridiche fraudolente finalizzate all'acquisto di bottiglie di champagne in esenzione da IVA. Più precisamente veniva contestato il reato di cui all'art. 416, comma 1, cp del Codice penale perché avevano costituito ed organizzato una associazione allo scopo di commettere più delitti di cui agli artt. 2 e 8 del Decreto legislativo n. 74 del 2000.

<sup>49</sup> Specificamente l'art. 157 c.p. (Prescrizione. Tempo necessario a prescrivere), art. 158 c.p. (De-



In questo contesto il Tribunale è stato chiamato a determinare se le disposizioni normative presenti nell'ordinamento italiano, specificamente in tema di prescrizioni, fossero compatibili con le istanze fissate a livello europeo e che garantiscono che l'IVA, dovuta nei territori degli Stati membri, sia interamente riscossa. Una compatibilità in modo particolare con l'art. 325 TFUE che obbliga gli Stati a lottare contro le attività illecite lesive degli interessi finanziari dell'Unione<sup>50</sup>.

Vero è che per una parte di alcuni reati la pena si era già estinta per effetto della prescrizione; per tutti gli altri reati non prescritti lo sarebbe stata qualora non fosse stata pronunciata sentenza definitiva nei confronti degli imputati. In altri termini il Tribunale, sulla base delle date dei reati consumati, prevedeva che tutti gli altri reati si sarebbero prescritti al più tardi nell'8.2.2018, con la conseguenza che gli imputati, accusati di avere commesso una frode, avrebbero potuto ottenere una impunità di fatto dovuta alla scadenza del termine di prescrizione.

Sulla base di queste considerazioni il giudice del rinvio ha ritenuto che le disposizioni italiane autorizzano indirettamente una concorrenza sleale da parte di alcuni operatori economici esistenti in Italia rispetto ad imprese con sede in altri Stati, violando gli artt. 101, 107 e 119 TFUE nonché l'art. 158 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune di imposta sul valore aggiunto<sup>51</sup>. Ne consegue che se non fosse consentito al giudice del rinvio

---

correnza del termine della prescrizione), art. 159 c.p. (Sospensione del corso della prescrizione), art. 160 c. con le modifiche apportate dalla legge n. 251 del 2005 (Interruzione del corso della prescrizione), art. 161 c.p. (Effetti della sospensione e della interruzione).

<sup>50</sup> Il contesto normativo riguardante il diritto dell'Unione deve tener conto non solo del contenuto determinato dall'art. 325 TFUE ma anche delle indicazioni della Convenzione relativa alla tutela degli interessi finanziari delle Comunità europee firmata a Lussemburgo il 26 luglio 1995. Alla fine del preambolo di questa Convenzione, le parti contraenti, Stati membri della Unione Europea sono convinti «che la tutela degli interessi finanziari delle Comunità europee esige che ogni condotta fraudolenta che leda tali interessi debba dar luogo ad azioni penali» e «della necessità di rendere tale condotte passibili di sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive, fatta salva l'applicazione di altre sanzioni in taluni casi opportuni e di prevedere, almeno nei casi gravi, delle pene privative della libertà».

<sup>51</sup> Le questioni pregiudiziali sono state così sottoposte alla Corte di Lussemburgo:

«1. [S]e, modificando con legge n. 251 del 2005 l'art. 160 ultimo comma del codice penale italiano – nella parte in cui contempla un prolungamento del termine di prescrizione di appena un quarto a seguito di interruzioni, e, quindi, consentendo la prescrizione dei reati nonostante il tempestivo esercizio dell'azione penale, con conseguente impunità – sia stata infranta la norma a tutela della concorrenza contenuta nell'art. 101 del TFUE;

2. Se, modificando con legge n. 251 del 2005 l'art. 160 ultimo comma del codice penale italiano – nella parte in cui contempla un prolungamento del termine di prescrizione di appena un quarto a seguito di interruzione, e quindi, privando di conseguenze penali i reati commessi da operatori economici senza scrupoli – lo Stato italiano abbia introdotto una forma di aiuto vietata dall'art. 107 del TFUE;

3. Se, modificando con legge n. 251 del 2005 l'art. 160 ultimo comma del codice penale italiano – nella parte in cui contempla un prolungamento del termine di prescrizione di appena un quarto a seguito di interruzione, e quindi, creando un'ipotesi di impunità per coloro che strumentalizzano la direttiva comunitaria - lo Stato italiano abbia indebitamente aggiunto una esenzione ulteriore rispetto a quelle tassativamente contemplate dall'art. 158 della direttiva 2006 /112/CE;

disapplicare la normativa determinata dall'ordinamento italiano, l'applicazione effettiva del diritto dell'Unione non sarebbe garantita.

La Corte, dopo aver confermato che secondo l'art. 325 TFUE gli Stati membri sono tenuti a lottare contro le attività illecite lesive degli interessi finanziari dell'Unione utilizzando misure dissuasive ed effettive, afferma che «[i]l giudice nazionale è quindi tenuto a verificare, alla luce di tutte le circostanze di diritto e di fatto rilevanti, se le disposizioni nazionali applicabili consentono di sanzionare in modo effettivo e dissuasivo i casi di frode grave che ledono gli interessi finanziari dell'Unione»<sup>52</sup>.

Ne consegue che «[q]ualora il giudice nazionale giungesse alla conclusione che le disposizioni nazionali [...] non soddisfano gli obblighi del diritto dell'Unione, relativi al carattere effettivo e dissuasivo delle misure contro le frodi all'IVA, [...] sarebbe tenuto a garantire la piena efficacia del diritto dell'Unione disapplicando [...] tali disposizioni...»<sup>53</sup>.

Peraltro, secondo la Corte, «se il giudice nazionale dovesse decidere di disapplicare le disposizioni nazionali di cui trattasi, egli dovrà allo stesso tempo assicurarsi che i diritti fondamentali degli interessati siano rispettati»<sup>54</sup>.

Sulla base di queste considerazioni la Corte (Grande sezione) dichiarava «1) Una normativa nazionale in materia di prescrizione del reato come quella stabilita dal combinato disposto dell'articolo 160, ultimo comma, del codice penale, come modificato dalla legge 5 dicembre 2005, n. 251, e dell'articolo 161 di tale codice – normativa che prevedeva, all'epoca dei fatti di cui al procedimento principale, che l'atto interruttivo verificatosi nell'ambito di procedimenti penali riguardanti frodi gravi in materia di imposta sul valore aggiunto comportasse il prolungamento del termine di prescrizione di solo un quarto della sua durata iniziale – è idonea a pregiudicare gli obblighi imposti agli Stati membri dall'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE nell'ipotesi in cui detta normativa nazionale impedisca di infliggere sanzioni effettive e dissuasive in un numero considerevole di casi di frode grave che ledono gli interessi finanziari dell'Unione europea, o in cui preveda, per i casi di frode che ledono gli interessi finanziari dello Stato membro interessato, termini di prescrizione più lunghi di quelli previsti per i casi di frode che ledono gli interessi finanziari dell'Unione europea, circostanze che spetta al giudice nazionale verificare. Il giudice nazionale è tenuto a dare piena efficacia all'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE disapplicando, all'occorrenza, le disposizioni nazionali che abbiano per effetto di impedire allo Stato

---

4. Se, modificando con legge n. 251 del 2005 l'art. 160 ultimo comma del codice penale italiano – nella parte in cui contempla un prolungamento del termine di prescrizione di appena un quarto a seguito di interruzione e, quindi, rinunciando a punire condotte che privano lo Stato delle risorse necessarie anche a far fronte agli obblighi verso l'Unione Europea, sia stato violato il principio di finanze sane fissato dall'art. 119 del TFUE ».

<sup>52</sup> Cfr. il punto 44 della sentenza C-105/14.

<sup>53</sup> Cfr. il punto 49 della sentenza C-105/14.

<sup>54</sup> Cfr. il punto 53 della sentenza C-105/14.

membro interessato di rispettare gli obblighi impostigli dall'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE.

2) Un regime della prescrizione applicabile a reati commessi in materia di imposta sul valore aggiunto, come quello previsto dal combinato disposto dell'articolo 160, ultimo comma, del codice penale, come modificato dalla legge 5 dicembre 2005, n. 251, e dell'articolo 161 di tale codice, non può essere valutato alla luce degli articoli 101 TFUE, 107 TFUE e 119 TFUE»<sup>55</sup>.

Successivamente la Corte di Appello di Milano con Ordinanza del 18 settembre 2015<sup>56</sup> e la Corte di Cassazione, III sezione penale con Ordinanza del 30 marzo 2016 (dep. 8 luglio 2016) n. 28346, hanno investito la Corte costituzionale della questione di legittimità costituzionale dell'art. 2 della legge 2 agosto 2008 n. 130 (ratifica ed esecuzione del Trattato di Lisbona che modifica il Trattato sull'Unione e alcuni atti connessi, con atto finale, protocolli e dichiarazioni, fatto a Lisbona il 13 dicembre 1007), nella parte in cui autorizza la ratifica e rende esecutivo l'art. 325, paragrafo 1 e 2 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), come interpretato dalla sentenza della Corte di Giustizia della Unione Europea (Grande sezione) dell'8 settembre 2015 nella causa C-105/14, riferibile a Taricco ed altri.

La Corte di Appello di Milano e la Corte di Cassazione ritengono che qualora si è in presenza delle condizioni indicate dall'art. 325, paragrafo 1 e 2 del TFUE, escludendo la prescrizione, si dovesse decidere nel merito, dovrebbe verificarsi se questa situazione non sia in contrasto con i principi supremi dell'ordine costituzionale italiano e con il rispetto dei diritti inalienabili della persona, con il principio di legalità in materia penale, codificati agli artt. 3, 11, 24, 25 secondo comma, 27 terzo comma, e 101 secondo comma della Costituzione.

Sostanzialmente i giudici rimettenti chiedevano alla Corte di impedire che l'applicazione dell'art. 325 TFUE comporti l'ingresso nel nostro ordinamento di una regola contraria al principio di legalità.

---

<sup>55</sup> La sentenza è stata ampiamente commentata. Si rinvia, fra gli altri, a M. LUCIANI, *Il brusco risveglio. I controlimiti e la fine mancata della storia costituzionale*, in Rivista AIC, n. 2/2016; E. LUPO, *La primauté del diritto dell'UE e l'ordinamento penale nazionale (Riflessioni sulla sentenza Taricco)*, in Dir. pen. cont., 29 febbraio 2016; C. PAONESSA, L. ZILLETTI, *Dal giudice garante al giudice disapplicatore delle garanzie. I nuovi scenari della soggezione al diritto dell'Unione Europea: a proposito della sentenza della Corte di Giustizia Taricco*, Pisa, 2016; cui adde i contributi degli Atti del Convegno "aspettando la Corte costituzionale. Il caso Taricco e i rapporti tra diritto penale e diritto europeo": C. CUPELLI, *Il caso Taricco e l'alibi della natura processuale della prescrizione*; L. DANIELE, *La sentenza "Taricco" di fronte alla Corte costituzionale: come deciderà la Consulta?*; E. GALLUCCI, *La difficile composizione tra i dicta della Corte di Lussemburgo e i principi fondamentali in materia penale*; M. GAMBARDELLA, *Il "caso Taricco": obblighi di disapplicazione in malam partem e compatibilità con i principi costituzionali della riserva di legge e di irretroattività*; F. S. MARINI, *Il caso Taricco fra riserva di legge, sovranità e materia penale*; G. RICCARDI, *Obblighi di disapplicazione in malam partem di fonte euro unitaria tra limiti di attribuzione 'internazionale' e controlimiti 'costituzionali'*, in Rivista AIC.

<sup>56</sup> Cfr. F. VIGANÒ, *Prescrizione e reati lesivi degli interessi finanziari dell'UE: La Corte d'Appello di Milano sollecita la Corte costituzionale ad azionare i "controlimiti"*, in Diritto Penale contemporaneo, 21 gennaio 2015

Si è quindi in attesa della decisione della Corte costituzionale.

Nel contempo, ai fini della tutela costituzionale del risparmio popolare, andrebbe anche verificata la possibilità o meno della utilizzazione della tecnica del “*gold plating*”, sia pur nei limiti consentiti non solo dalla direttiva del Presidente del Consiglio dei ministri del 16 gennaio 2013<sup>57</sup>.

### 1.6. *Una valutazione conclusiva*

I diversi interventi della giornata di studi da una parte hanno confermato la linea interpretativa già evidenziata nel volume presentato, dall'altra hanno rilevato spunti per cogliere le carenze dell'attuale assetto istituzionale a svolgere un ruolo per la piena attuazione delle indicazioni fornite dalla normativa costituzionale. Ed è in questo contesto che anche nel dibattito è emersa l'esigenza di considerare l'art. 47 Cost. dentro l'impianto della costituzione economica espresso dalla Carta costituzionale del '48. Ne consegue la corretta identificazione del ruolo affidato al risparmio popolare per l'attuazione di politiche tese a realizzare le istanze fatte proprie dalla Carta costituzionale.

Tutto ciò con la consapevolezza che diverse di queste istanze fanno parte di quel programma prospettato dalla Carta, il cui nucleo fondamentale è espresso dal secondo comma dell'art. 3 Cost. nel quale la dottrina individua i connotati del modello di società prefigurata che non può essere considerato esclusivamente come un ideale o una speranza. Come si è correttamente evidenziato l'iniquità che costituisce uno degli elementi negativi nella gestione della economia dell'oggi, richiede un decisivo ruolo dello Stato. Nel nostro ordinamento è la Costituzione “che chiama lo Stato ad una azione perequatrice delle opportunità, dei redditi, delle garanzie economiche...”. La mancata realizzazione di queste istanze contrasterebbe con lo spirito e la lettera della Carta costituzionale<sup>58</sup>.

Per raggiungere questo obiettivo la Carta individua una serie di strumenti: i principi, le norme programmatiche, le norme antifibologiche e, soprattutto, i concetti indeterminati che agiscono come *Ventilbegriffe* in quanto consentono all'ordinamento di recepire le istanze che emergono nella società.

In questo contesto alcune relazioni hanno permesso di soffermarsi su quel con-

---

<sup>57</sup> Sul punto si rinvia alle riflessioni e alla bibliografia citata in M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 200 cui adde E. OJETTI, *Il controllo parlamentare sul gold plating. L'esperienza italiana nel quadro europeo*, in <http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/ojetti.pdf>.

<sup>58</sup> Così P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, cit., 89 ss. secondo il quale la disciplina del rapporto di lavoro, la funzione redistributrice del bilancio pubblico, la identificazione del ruolo della istruzione, il riconoscimento del diritto della salute, la sicurezza sociale costituiscono istanze che non possono essere tradite.

cetto di elasticità della Costituzione elaborato nella dottrina italiana da Luigi Rossi<sup>59</sup> e sul quale la cultura costituzionalistica ha offerto significativi contributi<sup>60</sup>.

Un insieme di riflessioni che hanno certamente condizionato il dibattito ponendo nel contempo l'esigenza di verificare in che senso l'interpretazione del secondo comma 47 Cost. contribuisca a configurare il passaggio da una concezione strutturale ad una concezione struttural-funzionalistica dell'ordinamento.

Ecco quindi emergere l'esigenza di sollecitare i poteri pubblici a sostenere ed ampliare le politiche destinate a favorire le forme di risparmio finalizzato, per contribuire a rendere vivo il processo di trasformazione socio-istituzionale prospettato dalla Carta costituzionale del '48.

Un ordinamento che non tuteli il risparmio e non favorisca il suo investimento verso finalità socialmente rilevanti non contribuisce a rendere effettivi i principi e i diritti costituzionalmente sanciti.

È questo il messaggio che anche Piero Calamandrei, padre costituente, ci ha lasciato nel discorso sulla Costituzione tenuto il 26 gennaio 1955 nel salone degli affreschi della Società umanitaria di Milano.

«[...] Nella nostra Costituzione c'è un articolo che è il più importante, il più importante di tutta la Costituzione, il più impegnativo...» ed è quell'articolo che imputa alla Repubblica il compito di rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale che impediscono lo sviluppo della persona umana. Soltanto quando si sarà realizzato «questo progresso continuo di tutta la società» la nostra Repubblica potrà essere chiamata fondata sul lavoro e potrà essere considerata democratica. «[P]erché una democrazia in cui non ci sia [...] uguaglianza di fatto, in cui ci sia soltanto una uguaglianza di diritto, è una democrazia puramente formale, non è una democrazia in cui tutti i cittadini veramente siano messi in grado di concorrere alla vita della società di portare il loro migliore contributo, in cui tutte le forze spirituali di tutti i cittadini siano messe a contribuire a questo cammino...»<sup>61</sup>.

## Bibliografia

- N. ACOCELLA, *Recensione a Governi ed economia: la transizione istituzionale nella XI legislatura*, di Atripaldi V., Garofalo G., Gnesutta C., Lotito P.F. (a cura), Padova, in *Studi e Note di Economia*, 3, 1999.
- M. AINIS, *I soggetti deboli nella giurisprudenza costituzionale*, in *Politica del diritto*, 1999, fasc. 1, 25 ss.
- S. ANTONIAZZI, *L'unione bancaria europea: i nuovi compiti della Bce di vigilanza prudenziale*

<sup>59</sup> Cfr. L. ROSSI, *La "elasticità" dello statuto italiano*, in *Studi in onore di Santi Romano*, Padova, 1940, I, 27 ss.

<sup>60</sup> Vedi fra tutti F. LANCHESTER, *La Costituzione tra elasticità e rottura*, Milano, 2011, 5 ss.

<sup>61</sup> Così il discorso di Piero Calamandrei, in *La costituente e la democrazia italiana*, Firenze, 1969, 119 ss.

- degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 3-4, 2014, 717 ss.
- T. ASCARELLI, *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*, in *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952.
- M. ATRIPALDI, *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano, I, Dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009.
- C. S. BERTUGLIA - F. VAIO, *Complessità e modelli*, Prefazione di D. A. Lane, Torino, 2011.
- G. BOCCUZZI, *Gli obiettivi di vigilanza e gli strumenti per la prevenzione e la gestione delle situazioni di anomalia. Quadro di sintesi*, in G. BOCCUZZI (a cura di), *La crisi dell'impresa bancaria. Profili economici e giuridici*, Milano 1998.
- F. CAFFÈ, *In difesa del welfare state. Saggi di politica economica*, Torino, 1987.
- P. CALAMANDREI, in *La costituente e la democrazia italiana*, Firenze, 1969, 119 ss.
- G. CAPOGRASSI, *Pensieri vari su economia e diritto*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, vol. I, Padova, 1940, 202 ss.
- M. CARTABIA - L. CHIEFFI, *Commento all'art. 11 Cost.*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006.
- A. CELOTTO - T. GROPPI, *Diritto UE e diritto nazionale: primauté vs controlimiti*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, fasc.6, 2004, 1309 ss.
- P.L. CIOCCA, *Ai confini dell'economia, Elogio della interdisciplinarietà*, Torino, 2016.
- F. CIRAIOLO, *Il Single Resolution Mechanism (Regolamento UE n. 806/2014). Lineamenti generali e problemi di fondo*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, 3, 357 ss.
- M. D'ANTONA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica*, XXII, Enciclopedia giuridica Treccani editore, Roma, 1990.
- G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Rivista delle società*, 2015, fascicolo 6, 1298 ss.
- F. ENGELS, *The condition of the working class in England, from personal observations and authentic sources*, London, 1969.
- L. ERZEGOVESI, *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 8, 2016.
- F. FELICE, *L'economia sociale di mercato*, Soveria Mannelli, 2008.
- F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, volume V, Padova, 2011.
- A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 5, 2015, 587 ss.
- G. GHEZZI, *Art. 46*, in *Commentario Costituzione Branca*, Bologna- Roma, 1980, 69 ss.
- H. GNESUTTA, *L' "economia per il diritto": alcune riflessioni intorno al libro di Ciocca-Musu*, in *Diritto e cultura*, 2005, anno XV, 1-2, 29 ss.
- G. GUARINO, *Materia costituzionale, costituzione materiale, leggi costituzionali*, in *Diritto e giurisprudenza*, V, 1948, 36 ss.
- G. GUARINO, *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, in *Diritto e Cul-*

- tura, *Per una teoria delle istituzioni tra diritto ed economia* Gennaio-Dicembre 2004, n. 1-2, 46 ss.
- B. HARRIS, *The origins of the British welfare state*, Basingstoke, 2004.
- G. HIRSCHER (a cura di), *Soziale Marktwirtschaft und Demokratie*, München, 1994.
- P. ICHINO, *La partecipazione dei lavoratori nell'impresa. Le ragioni di un ritardo*, in *Rivista italiana di diritto del lavoro*, 2013 fasc. 4, 861 ss.
- B. INZITARI, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Rivista di diritto bancario*, estratto dal n. 5 del 2016, 1 ss.
- F. LANCHESTER, *Pensare lo Stato I giuspubblicisti nell'Italia unitaria*, Roma-Bari, 2004.
- F. LANCHESTER, *La Costituzione tra elasticità e rottura*, Milano, 2011.
- J. LANGE-VON KULESSA, A. RENNER, *Die Soziale Marktwirtschaft Alfred Müller-Armacks und der Ordoliberalismus der Freiburger Schule*, in *Ordo*, 1998, p. 79 ss.
- R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta?*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 9, 2016.
- R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 3, 2016, 287 ss.
- M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Rivista delle Società*, fasc. 6, 2016, 991 ss.;
- R. MASTROIANNI, *Supremazia del diritto dell'Unione e "controlimiti" costituzionali. Alcune riflessioni a margine del caso Taricco*, in *Diritto penale contemporaneo*, reperibile in [http://www.penalecontemporaneo.it/upload/MASTROIANNI\\_2016a.pdf](http://www.penalecontemporaneo.it/upload/MASTROIANNI_2016a.pdf).
- L. MENGONI, *Forma giuridica e materia economica*, in A.A. V.V., *Studi in onore di Alberto Asquini*, III, Padova, 1965, 1077 ss.
- F. MERUSI, *Rapporti economici*, in *Commentario della Costituzione*, Bologna-Roma, 1980.
- A. MINERVINI, *Dall'informazione alla partecipazione*, Milano, 2002;
- F. MODUGNO, *La teoria delle fonti del diritto nel pensiero di Vezio Crisafulli*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 1994, fasc. 1, 487 ss.;
- A. MÜLLER-ARMACK *The Principles of the Social Market Economy (1965)*, in P. KOSLOWSKI (a cura di) *The Social Market Economy. Studies in Economic Ethics and Philosophy*, Berlin, Heidelberg.
- E. OJETTI, *Il controllo parlamentare sul gold plating. L'esperienza italiana nel quadro europeo*, in <http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/ojetti.pdf>.
- P. OLIVELLI, *Rappresentanza collettiva dei lavoratori e diritti di partecipazione alla gestione delle imprese*, in *Giornale di diritto del lavoro*, 2005 fasc. 3 321 ss.
- V. ONIDA, *Nuove prospettive per la giurisprudenza costituzionale in tema di applicazione del diritto comunitario*, in CORTE COSTITUZIONALE, *Diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008, 47 ss.
- A. PACE, *La sentenza Granital 23 anni dopo*, in CORTE COSTITUZIONALE, *Diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008, 407 ss.
- F. PROCHASKA, *The voluntary impulse: philanthropy in modern Britain*, London, 1988.
- M. G. PULVIRENTI, *Intangibilità del giudicato, primato del diritto comunitario e teoria dei controlimiti costituzionali*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2009, 341 ss.

- L. ROSSI, *La "elasticità" dello statuto italiano* in *Studi in onore di Santi Romano*, Padova, 1940, I, 27.
- M. RUSCIANO, *Il diritto del lavoro di fronte alla costituzione europea*, in *Rivista giuridica del lavoro e previdenza sociale*, 2006 fasc. 4, 891.
- V. SANASI D'ARPE, *La vigilanza nella crisi e nel risanamento dei gruppi bancari*, Napoli, 2008.
- G. SANTONI, *La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistemica?*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 5, 2016, 619 ss.
- V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, 4, 541 ss.
- D. SCHINDLER, *Verfassungsrecht und soziale Struktur*, Zürich, 1932 (trad. it. a cura di R. BIFULCO, *Diritto costituzionale e struttura sociale*, Padova, 1999).
- S. SCIARRA (a cura di), *Democrazia politica e democrazia industriale*, Bari, 1978.
- A. SCHÜLLER, *Soziale Marktwirtschaft als ordnungspolitische Baustelle*, in *Ordo*, 2005, 61 ss.
- E. M. STREIT, *Die Soziale Marktwirtschaft - zur Erosion einer wirtschaftspolitischen Konzeption*, in *Ordo*, 2005, 113 ss.
- M. SEMERARO, *Rischio d'impresa bancaria e discipline recenti*, in *Giustizia civile*, 2016, 4, 849 ss.
- G. TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2013, 202.
- P. THUY, *50 Jahre Soziale Marktwirtschaft*, in *Ordo*, 1998, 281 ss.
- A. TIZZANO, *Ancora sui rapporti tra corti europee: principi comunitari e cd controlimiti costituzionali*, in CORTE COSTITUZIONALE, *Diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008, 76 ss.
- U. VILLANI, *I "controlimiti" nei rapporti tra diritto comunitario e diritto italiano*, in CORTE COSTITUZIONALE, *Diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008, 493 ss.
- F. ZATTI, *Una occasione per i giuristi di riflettere sul futuro del diritto dell'economia*, in *Diritto e cultura*, 2005, anno XV, 1-2, 305 ss.
- T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di Stato, capitalismo di popolo*, in *La banca valori*, 1946, 212.
- R. WEIGMANN, *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, II, Torino, 1987, 122 ss.
- H. WILLGERODT, *Soziale Marktwirtschaft - ein unbestimmter Begriff?*, in *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker*, 1996, 329 ss.





## NOTE SUI CURATORI E SUGLI AUTORI

### *Aragiusto, Massimo*

Ricercatore confermato di Istituzioni di diritto privato nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e docente di Diritto del lavoro nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. Membro del Comitato di redazione delle riviste *Contratto e Impresa* e *Corti Fiorentine*, è autore di saggi in materia giuslavoristica e di un'opera monografica in tema di diritto della concorrenza.

### *Atripaldi, Mariangela*

Professore associato di Istituzioni di diritto pubblico. È docente di Diritto pubblico, di Modelli di federalismo e, come contitolare, di Diritto e finanza della tutela del risparmio nell'Università degli Studi di Roma Tre. Membro del collegio dei docenti del dottorato di ricerca in Discipline Giuridiche presso l'Università degli Studi di Roma Tre e dell'Associazione Italiana dei Costituzionalisti.

È Alumna del *Max-Planck-Institut für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht* di Heidelberg.

### *Biggeri, Ugo*

Professore a contratto di Finanza etica e microcredito per lo sviluppo nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. È Presidente di Banca Etica e di Etica Sgr.

### *Bucelli, Andrea*

Professore associato di Istituzioni di diritto privato nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa è anche docente di Diritto civile dell'economia e dei contratti nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. È autore di saggi, tra gli altri, in materia di diritto immobiliare e del condominio, di etica d'impresa e contratti del consumatore. In materia di successioni ha pubblicato il volume *Dei legittimari* per il Commentario Schlesinger diretto da F.D. Busnelli.

### *Ciampi, Francesco*

Professore associato di Economia e gestione delle imprese nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e docente di Economia e gestione delle imprese e Consulenza direzionale nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. È membro del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Economia aziendale e management dell'Università degli Studi di Pisa. È autore di numerose pubblicazioni in tema di management e corporate governance. Tra i suoi principali interessi di ricerca figurano anche il rapporto banca-impresa e lo sviluppo di modelli evoluti di rating creditizio.

*D'Ettore, Felice Maurizio*

Professore ordinario di Istituzioni di diritto privato nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e docente anche di Diritto civile dell'economia e dei contratti nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. È autore di saggi e lavori monografici sui temi della ricostruzione tipologica e causale della donazione, delle liberalità atipiche, del contratto di investimento, di albergo e di mediazione. Ha ricoperto l'incarico di Direttore del Dipartimento di Diritto dell'economia dell'Università degli Studi di Firenze fino alla costituzione del nuovo Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa.

*Gai, Lorenzo*

Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa dell'Università degli Studi di Firenze e docente di Intermediari finanziari, Mercati finanziari e Finanziamenti bancari alle imprese turistiche nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. Autore di numerose pubblicazioni in tema di regolamentazione e vigilanza sugli intermediari finanziari, confidi, *risk management* e *corporate banking*.

*Ielasi, Federica*

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa dell'Università degli Studi di Firenze e docente di Intermediari finanziari, *Financial Institutions* e Finanziamenti bancari alle imprese turistiche nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. Svolge attività di ricerca su tematiche connesse al *risk management* bancario, alla relazione banca-impresa e alla finanza etica.

*Lombardi, Mauro*

Professore associato di Economia politica nel Dipartimento di Scienze dell'economia e dell'impresa e docente di Economia dell'innovazione nella Scuola di Economia e management dell'Università degli Studi di Firenze.

*Lucifero, Nicola*

Ricercatore confermato di Diritto agrario nel Dipartimento di Gestione dei sistemi agrari, alimentari e forestali e docente di Diritto agrario e di Diritto agroalimentare nella Scuola di Agraria dell'Università degli Studi di Firenze.

*Magi, Laura*

Ricercatore confermato di Diritto internazionale nel Dipartimento di Scienze giuridiche e docente di Diritto internazionale nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze.

È membro del comitato editoriale della rivista *Diritti umani e diritto internazionale*.

*Martiello, Gianfranco*

Ricercatore confermato di diritto penale presso il Dipartimento di Scienze giuridiche dell'Università degli studi di Firenze. Già docente di Diritto penale II-Legislazione speciale nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata", attualmente insegna Diritto penale I nella Scuola di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Firenze. I suoi interessi di ricerca spaziano dal diritto penale societario e finanziario (al quale ha dedicato due opere monografiche: *La tutela penale del capitale sociale nelle s.p.a* e *il Diritto penale dell'intermediazione finanziaria*) alle grandi tematiche di ordine generale del diritto penale, sulle quali è intervenuto in numerosi scritti pubblicati su riviste scientifiche.

*Turelli, Silvia*

Professore associato di Diritto commerciale nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e docente di Diritto commerciale e di Corporate governance nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze.

*Stacca, Serena*

Assegnista di ricerca di Diritto amministrativo presso il Dipartimento di Scienze giuridiche dell'Università degli Studi di Firenze. È professore a contratto di Legislazione dei beni culturali nella Scuola di Specializzazione in beni storico-artistici dell'Università degli Studi di Firenze e membro del comitato di redazione delle riviste *Munus-Rivista giuridica dei servizi pubblici* e *Diritto del mercato finanziario e assicurativo*.

*Vettori, Nicoletta*

Dottoressa di ricerca in Diritto pubblico, urbanistico e dell'ambiente è professoressa a contratto di Diritto amministrativo nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Siena. È componente del comitato di redazione della rivista *Diritto pubblico*. Autrice di saggi e note in tema di poteri amministrativi in materia di immigrazione, tutela giurisdizionale dei diritti fondamentali nei confronti della pubblica amministrazione, paesaggio, servizi sociali e di una monografia su *Diritti della persona e amministrazione pubblica. La tutela della salute al tempo delle biotecnologie*.

*Zatti, Filippo*

Professore associato di Diritto dell'economia nel Dipartimento di Scienze per l'economia e l'impresa e docente anche di Diritto della banca e del mercato finanziario nella Scuola di Economia e Management dell'Università degli Studi di Firenze. È autore di saggi e lavori monografici in materia di diritto e regolazione economica con particolare riguardo allo studio del mercato finanziario. È membro del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto pubblico, comparato e internazionale nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza". Fa parte del comitato di redazione della rivista *Rassegna di diritto pubblico europeo* ed è, inoltre, referee per la rivista di *Diritto del mercato finanziario e assicurativo*.

