

Cultura giuridica e rapporti civili

Collana diretta da:

Giuseppe Amadio, Roberto Calvo, Achille Antonio Carrabba, Donato Carusi, Alessandro Ciatti, Paoloefisio Corrias, Alessandro D'Adda, Giovanni D'Amico, Giovanni De Cristofaro, Pasquale Femia, Alberto Maria Gambino, Emanuela Giacobbe, Francesco Macario, Stefano Pagliantini, Giovanni Perlingieri, Pietro Sirena, Gianroberto Villa.

Comitato scientifico internazionale:

Yehuda Adar, Esther Arroyo i Amayuelas, Christian Baldus, Aurelia Colombi Ciacchi, Edgar Cortés, Gastón Fernández Cruz, Anne-Françoise Debruche, Luiz Edison Fachin, Peter Kindler, Renan Lotufo, Agustín Luna Serrano, Gérard Marcou, Sheraldine Pinto, Otto Pfersmann, Elise Poillot, Cristoph U. Schmid, Fabrice Siirinen, Gustavo Tepedino.

Le pubblicazioni della presente collana sono sottoposte a un procedimento di revisione finalizzato a verificare la corrispondenza del lavoro a un elevato livello di qualità scientifica.

1. *Pubblicazione di monografie*

Per la pubblicazione di un volume monografico occorre la presentazione di un direttore (c.d. direttore proponente) e la valutazione da parte di due Professori Ordinari, di cui almeno uno esterno alla direzione e il quale assume il ruolo di *referee*.

I valutatori giudicano il testo presentato entro e non oltre trenta giorni dalla ricezione. Trascorsi trenta giorni dalla ricezione del testo, il direttore proponente chiede ai revisori di trasmettere tardivamente la propria valutazione entro i successivi dieci giorni.

L'esito della valutazione è comunicato telematicamente, con motivazione anche sintetica, a tutti i direttori per l'approvazione.

I valutatori ricevono il testo da valutare senza indicazione dell'Autore; all'Autore non viene comunicata l'identità dei valutatori.

Per la monografia pubblicata da un Professore Ordinario non è obbligatorio il referaggio.

2. *Pubblicazione di volumi collettanei*

Per la pubblicazione di volumi composti da raccolte di scritti di più autori sarà il curatore ad assumere la funzione di valutatore, ferma restando la necessità della revisione da parte di un *referee* esterno e l'approvazione della direzione.

All'esito dell'approvazione il direttore proponente invia il lavoro ai componenti del comitato editoriale, i quali provvedono sollecitamente alla sua rilettura con la finalità di verificare la conformità ai criteri formali della collana.

Comitato editoriale:

Federico Cappai, Oriana Clarizia, Elisa de Belvis, Alessia Fachechi, Gaetano Roberto Filograno, Monica La Pietra, Daniela Frenda, Anna Lasso, Francesco Martino, Rossana Pennazio, Gabriele Perano, Gabriele Salvi.

SARA LANDINI

Legal constraints agli investimenti
finanziari di lungo periodo
nell'età del breve



Edizioni Scientifiche Italiane

Volume pubblicato con il contributo del Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università degli Studi di Firenze.

LANDINI, Sara

Legal constraints agli investimenti finanziari di lungo periodo nell'età del breve

Collana: Cultura giuridica e rapporti civili, 29

Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 2019

pp. XVI+176; 23,5 cm

ISBN 978-88-495-4001-7

© 2019 by Edizioni Scientifiche Italiane s.p.a.

80121 Napoli, via Chiatamone 7

Internet: www.edizioniesi.it

E-mail: info@edizioniesi.it

I diritti di traduzione, riproduzione e adattamento totale o parziale e con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche) sono riservati per tutti i Paesi.

Fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, comma 4 della legge 22 aprile 1941, n. 633 ovvero dall'accordo stipulato tra SIAE, AIE, SNS e CNA, CONFARTIGIANATO, CASA, CLAAI, CONFCOMMERCIO, CONFESERCENTI il 18 dicembre 2000.

*a Icro e Lorenzo
che mi hanno permesso di allungare le mie prospettive.*

Indice

<i>Introduzione</i>	IX
---------------------	----

CAPITOLO I

Long Term Investments e Long Term Investors

1. <i>Long Term Investments</i> e politiche di investimento	1
2. Relazioni e correlazioni tra investimenti e risparmi	4
3. Il comportamento degli investitori nella dimensione interdisciplinare delle teorie behavioriste e cognitive	7
4. I <i>Long Term Investments</i> nel mercato finanziario	10
5. Il valore della predittività nei mercati finanziari	21
6. La rilevanza del diritto nelle scelte di investimento	36
7. <i>Long Term Investments</i> e finanza innovativa	43

CAPITOLO II

Long Term Investors *istituzionali* e Long Term investments

1. <i>Long term investors</i> istituzionali e <i>short-termism</i>	57
2. Ordinamento bancario, politiche di investimento, prudenzialità e gestione del rischio di liquidità	59
3. Normativa prudenziale e politiche di investimento delle Compagnie e dei Fondi Pensione	72
4. Politiche di riavvicinamento dei <i>Longterm investors</i> ai <i>Longterm Investments</i>	98
4.1. Ripensare alle valutazioni del rischio in prospettiva <i>forward looking</i>	99
4.2. Adeguare le politiche di investimento alla produzione. L'importanza di gestire il rischio di redditività	101
4.3. Bilanciare il rischio di investimenti di lungo periodo	103
4.4. Basilea IV	114

CAPITOLO III

Long Term Investors *privati*

1. Risparmio-investimento privati	117
2. Investimenti, «tipicità» e «governo del prodotto»	129
3. Incertezze negli investimenti di lungo periodo	142
4. Verso la «disintermediazione» negli investimenti di lungo periodo?	150

<i>Rilievi conclusivi</i>	159
---------------------------	-----

Introduzione

Il tempo è una delle dimensioni dell'economia¹. Nella produzione costituisce un elemento di costo in quanto ogni unità di tempo è la somma delle utilità che avrebbero potuto essere diversamente impiegate. Negli investimenti il fattore tempo è applicato ai fini del calcolo delle previsioni e allo studio delle relazioni che intercorrono tra tempo e investimenti². A livello algebrico, infatti, un investimento può essere rappresentato come la serie di pagamenti, ovvero trasferimenti di somme di denaro, positivi e negativi, che siano associati ad un dato intervallo di tempo intercorrente tra il momento del trasferimento e una certa data³. Il concetto di investimento è legato al tempo, in quanto il prezzo dell'investimento è espresso in termini di interessi i quali vengono rapportati a dinamiche di valore entro dati intervalli temporali. Si tratta quindi di un concetto storico perché relativizzato all'interno del procedere sequenziale di condizioni fattuali. In linea con tale ricostruzione l'investimento è stato anche definito come «the complete history of payments made into and out of a day book account»⁴.

Nella contrapposizione classica tra una concezione fisica del tempo

¹ Da qui la peculiare rilevanza del tempo nel diritto dell'economia. Si veda il volume, che riprende gli atti di un convegno sul tema organizzato dall'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE): *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, a cura di Morera e De Poli, Torino: Giappichelli, 2017 e in particolare l'introduzione di U. MORERA, *ivi*, p. XII dove l'autore considera la dimensione temporale del mercato finanziario. Sul punto anche i contributi di P. CIOCCA, *Tempo logico e tempo storico in economia e in finanza*, *ivi*, p. 15 ss. e M. POLATO, *Tempo e rischio nelle valutazioni finanziarie*, *ivi*, p. 33.

² Cfr. R. MAGGI, *Osservazioni sul tempo in economia*, in *Annali di scienza politiche*, vol. 11, n. 1-2, 1938, p. 97.

³ Si veda K.E. BOULDING, *Time and investments*, in *Economica*, 1936, p. 197.

⁴ *Ibidem*.

e una concezione che potremmo dire psicosensoriale «del tempo vissuto»⁵, ovvero del tempo come dimensione che viene in essere per il modo in cui sono percepite le variazioni e i fatti del mondo esterno, emerge come i fatti economici vivono di una loro dimensione per cui fatti cronologicamente simultanei possono non esserlo economicamente perché presentano diverse qualità di tempo⁶. Gli economisti parlano di un «tempo economico» caratterizzato anche dalla impossibilità di prescindere dalla dimensione spaziale in cui deve essere collocato⁷.

Il tempo scandisce anche le politiche di investimento portando a distinguere tra investimenti di lungo periodo, ovvero investimenti che non consentono disinvestimento prima di almeno un anno o consentono disinvestimenti anticipati con possibilità di perdite del capitale investito, e investimenti di breve periodo.

Sono noti i benefici sociali di investimenti di lungo periodo, i quali possono significativamente contribuire alla crescita economica in quanto: rappresentano un canale di finanziamento delle infrastrutture; possono bilanciare la volatilità dei mercati finanziari e sopperire alla mancanza di liquidità; contribuiscono alla realizzazione di progetti innovativi ad alto rischio i cui risultati economici potranno venire in evidenza solo in un lungo arco temporale.

Da più parti si lamenta però una diminuzione della propensione ad investimenti di lungo periodo sia da parte degli investitori istituzionali – in particolare Banche, Imprese di Assicurazione, Fondi pensione – sia da parte degli investitori privati⁸.

Le cause più importanti della diffusione di questa «miopia decisionale» nel mercato sono in genere individuate: nei metodi per la misurazione della *performance* dei manager in genere basati sul breve periodo⁹, nello sviluppo tecnologico, che avrebbe modificato i tempi

⁵ L'espressione è di R. MAGGI, *op. cit.*, p. 103, per il quale «il tempo non esisterebbe se non a condizione che ci siano fatti ed esperienze».

⁶ Cfr. O. MORGENSTERN, *Il fattore tempo nelle dottrine del valore*, in *Annali di statistica*, vol. 4, 1936, pp. 1-35.

⁷ R. MAGGI, *op. cit.*, p. 107.

⁸ Si veda in particolare A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il tempo e il denaro. Riflessioni di un giurista*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, citt., in specie pp. 5-8 e T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, Il Mulino, 2009.

⁹ In tal senso J. ERNSTBERGER, B. LINK e O. VOGLER, *The Real Business Effects*

della informazione e della decisione¹⁰, nell'adempimento degli obblighi normativi e in particolare in un'attenzione alla trasparenza attuata con la sempre più frequente e obbligatoria pubblicazione di dati di breve periodo riguardo l'attività dell'impresa¹¹.

Uno *short-terminism* dilagante, innescato anche da un cambiamento delle regole e delle modalità della vigilanza bancaria che ha aperto ad un mercato sempre più speculativo guidato da una finanziarizzazione dell'economia reale¹², la quale ha portato a reazioni regolatorie che ne hanno a loro volta incentivato il progredire.

of *Quarterly Reporting*, München, Ruhr-University Bochum, 2011, p. 6 ss. V. inoltre *infra* cap. I nota 65.

¹⁰ «Alla radice dello sguardo corto vi può essere il cambio tecnologico che ha sconvolto la scala del tempo (in certi aspetti e non in altri) della nostra vita. Sono stati trasformati improvvisamente i tempi del produrre, del muoversi, del trasmettere informazioni, la durata fisica dei beni manufatti. In tre o quattro generazioni ciò che da secoli necessitava di mesi o anni ha acquistato una lunghezza d'onda di giorni, ore, minuti: una totale alterazione della scala temporale di gran parte del nostro vivere [...]. Si tratta di un vero cambiamento antropologico»: così T. PADOA SCHIOPPA, *op. cit.*, p. 77.

¹¹ Cfr. A. RAPPAPORT, *Salvare il capitalismo. Come Riprendere il controllo della finanza e tornare a creare valore a lungo termine*, Milano, Franco Angeli, 2012, p. 9. V. inoltre *infra* cap. I nota 65.

¹² «È questo il passaggio cruciale della crescita del mercato speculativo: la scoperta dell'«evento», quale fatto puramente virtuale, in cui lo spazio e il tempo coincidono su scala globale. L'evento, scisso da qualsiasi dimensione reale, rende reiterabili in frequenze temporali sempre più brevi le transazioni finanziarie speculative e apre la strada alla ingegneria finanziaria dei derivati»: così G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, Cedam, 2011, p. 29. L'a. richiama come origine del processo il «primordiale riassetto della *governance* globalizzante» (p. 29) che vede i suoi albori nella nascita nel 1964 del Comitato dei Governatori delle Banche centrali presso la Banca dei Regolamenti internazionali (BRI) a Basilea. «L'accordo sul capitale di rischio e sulle riserve obbligatorie e prudenziali delle banche riduce la funzione delle autorità di vigilanza bancaria e sposta sull'accertamento quantitativo di parametri prudenziali la verifica delle solvibilità e liquidità delle banche» (p. 29). Sul punto ci piace ricordare le considerazioni di G.L. CARRIERO, *Il problematico assetto delle fonti normative finanziarie*, in *Studi in onore di Converso*, a cura di Dalfino, Roma, Roma Press, 2016, p. 89 ss.: «altro è il sindacato di concrete fattispecie negoziali o comportamentali con riferimento ai divieti generali contenuti nelle leggi o nella normazione secondaria di riferimento [...] altro è effettuare un accertamento diagnostico sulla solidità patrimoniale dell'intermediario a fini di eventuali interventi di rigore, attività codesta basata su un giudizio probabilistico che evoca le ben note difficoltà di valutare *ex ante* la ricorrenza o no dei presupposti dell'insolvenza [...] del-

La Comunità Europea ha cercato di intervenire attraverso la proposta di investimenti innovativi di lungo periodo orientati a forme di partenariato pubblico-privato¹³. L'alta rischiosità di questi investimenti limita però, come avremo modo di vedere, l'intervento degli investitori istituzionali. Le azioni comunitarie volte a favorire processi di finanza innovativa non hanno allungato lo sguardo delle ormai dominanti visioni di breve periodo che, se non accompagnate da una corretta differenziazione degli investimenti, sono un letto di Procuste per lo sviluppo dell'economia reale ormai sottoposta a processi di liquidazione, a partire dalla stessa «liquidità estratta dai mutui immobiliari (e) investita nell'edificazione del castello di carta dei derivati»¹⁴.

Movendo da questo quadro di sintesi, il tema degli investimenti di lungo periodo viene qui trattato a partire dalla letteratura economica che li inquadra attraverso le «politiche temporali» seguite dagli investitori nei loro processi decisionali e che sottolinea la loro importanza nella crescita economica di dimensioni globali.

Più difficile a livello giuridico tracciare una categoria degli investimenti finanziari di lungo periodo e forse degli investimenti finanziari più in generale. Lo stesso concetto di contratti di investimento finanziario sfuma nella multiformità regolatoria, operativa e fenomenica come avremo modo di vedere.

Il termine investimento, di cui le disposizioni normative si sono appropriate, ha una radice economica che trova fondamento nell'attività dell'investire e nelle dinamiche decisionali degli operatori che si muovono ad investire ovvero a compiere un impiego produttivo del

l'impresa». In argomento si veda anche P. CIOCCA, *Nuove prospettive del diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, in *Ec. e dir. del terziario*, 2011, p. 365.

¹³ Su partenariato pubblico – privato e finanza di progetto si veda in particolare S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, Pacini Giuridica, 2018, p. 102 ss. V. inoltre *infra* cap. I par. 7.

¹⁴ L'espressione è di G. DI GASPARE, *op. cit.*, p. 226, il quale prosegue «il nesso che lega il mercato dei derivati alla crescita dei mutui impone che il flusso strategico di denaro in provenienza dall'immobiliare vada facilitato ad ogni costo, anche abbassando continuamente il livello di garanzie richiesto per l'accesso al credito immobiliare. Ed in effetti, l'artificiale espansione della liquidità, conseguente alla proliferazione dei mutui immobiliari da parte delle banche [...] fa garantire il valore nominale degli immobili. L'aumento dei prezzi, a sua volta, accresce la propensione ad indebitarsi per l'acquisto».

risparmio, ordinato all'incremento o al mantenimento dello stock di capitale in un dato periodo di tempo.

Sono gli economisti che hanno dedicato studi alla individuazione dei fattori che influenzano gli investimenti: il tasso d'interesse, le prospettive di profitto delle imprese, le aspettative che esse hanno sulla possibilità di vendere in futuro i loro prodotti. Così, ad esempio, indagini statistiche hanno dimostrato una correlazione, soprattutto nel breve periodo, tra il profitto atteso, anche in base alle prospettive di cambiamento nella produzione e quindi anche in base all'innovazione e alle variazioni passate della produzione, e il livello degli investimenti. Si spiega il fenomeno sulla base di un collegamento stretto tra lo stock di capitale effettivo, di quello desiderato e gli investimenti. Gli economisti, ed in particolare J.M. Keynes¹⁵, hanno considerato anche le variabili extra-economiche come l'ottimismo e il pessimismo degli investitori. Gli aziendalisti si sono piuttosto occupati dei metodi di scelta per confrontare più opportunità di investimento e valutarne l'atteso contributo all'attività dell'impresa in base a molteplici fattori, tra cui la durata e il rendimento dell'investimento. Tra i metodi seguiti, quello che potremmo definire tradizionale, è fondato sul periodo di recupero degli investimenti (*pay off o pay back/back period*), ovvero l'arco temporale necessario per recuperare il costo del progetto d'investimento con il guadagno lordo.

Per quanto la costruzione di una categoria giuridica degli investimenti di lungo periodo, peraltro in un momento di forte ripensamento sul valore delle categorie tradizionali e sulle classificazioni per categorie in generale¹⁶, possa risultare di non immediata utilità anche solo descrittiva, può a nostro avviso aiutare a comprendere le «va-

¹⁵ V. *infra* cap. I nota n. 4.

¹⁶ Si veda in particolare N. LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, Giuffrè, 2013 e *Categorie civilistiche e diritto di fonte comunitaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, pp. 1-19. L'autore invita a ripensare allo stesso ruolo delle categorie che non possono ostacolare la creatività dell'interprete il quale, forse oggi più che in passato, è diventato «garante di una coerenza tra le forme giuridiche e la realtà socio-economica». Così si osserva pure come il pensiero dogmatico non può legittimarsi in base ad una propria razionalità fondata su categorie formali su cui si articolano operazioni logico-deduttive. Occorrerebbe pensare ad una nuova dogmatica continuamente rielaborata mediante una incessante attività ermeneutica. Si veda P. PERLINGIERI, *Dogmatica giuridica e legalità costituzionale*, in *Annali della Sisdic*, 2019, pp. 1-9.

riabili giuridiche» degli investimenti spesso non considerate oppure considerate come effetto piuttosto che come causa di quelle economiche.

Si tratta, a tal fine, di partire dalla relazione tra investimenti e risparmi e dalla partizione tra investitori istituzionali e privati, avendo consapevolezza che siamo in presenza di una terminologia importata dalle scienze economiche la quale viene ad acquisire una nuova linfa una volta calata nel quadro ordinamentale, secondo un processo che presenta talune similitudini con quello dei cosiddetti impianti di concetti giuridici alieni ovvero provenienti da sistemi giuridici diversi dal nostro¹⁷.

¹⁷ Il fenomeno è noto in quegli ordinamenti in cui la produzione giuridica è avvenuta attraverso la traduzione nella lingua locale di norme straniere. Così è avvenuto ad esempio in Giappone. È noto come nella politica di occidentalizzazione intrapresa dall'imperatore Mutsuhito nella seconda metà del XIX sec. entrò a far parte anche il progetto di conformare il diritto giapponese ai codici occidentali ed in un primo momento al code Napoléon. È nel momento applicativo che emerge una lontananza culturale, non evidente ad una prima lettura testuale, tra le regole «impiantate» e l'ordinamento che le ha ricevute. Si tratta allora di guardare al di là di un'interpretazione – traduzione letterale delle norme movendo in particolare dal modo in cui si è formato lo stesso linguaggio giuridico giapponese. Sul punto A. ZACCARIA, *Tradurre e interpretare*, in *Ars interpretandi*, 2006, p. 199: «Il linguaggio giuridico implica un'ineludibile dimensione pratica, che ne fa uno strumento di giudizio e di valutazione, il cui significato è permeato da elementi con-testuali e intratestuali». Da tempo i teorici del diritto hanno segnato la vicinanza tra traduzione e interpretazione. Si pensi all'idea di «interpretazione traducete» cfr. E. BETTI, *Teoria generale dell'interpretazione*, vol. II, Milano, Giuffrè, 1955, p. 660 ss. In tale logica la traduzione fedele è quella che presenta una «fedeltà intrinseca al discorso». Non basta un'equivalenza fra forme rappresentative, ma occorre «riesprimere il pensiero dell'autore». Sui legami tra interpretazione e traduzione giuridica J. BOYD WHITE, *Translation as a way of understanding the language of law*, in *Ordinary Language and Legal Language*, a cura di Pozzo, Milano, 2005, p. 81. Osservava del resto P. RICOEUR, *Il paradigma della traduzione*, in *Ars interpretandi*, 2000, p. 1, che esistono due modi di concepire il termine traduzione: come mero trasferimento di un messaggio da una lingua ad un'altra e come sinonimo di interpretazione all'interno di una stessa comunità linguistica.

In effetti un altro profilo di sicuro interesse è dato proprio dalla particolarità del linguaggio giuridico nipponico nato da un curioso impianto di concetti propri della cultura di *civil law* compiuto attraverso un'interpretazione del senso dei correlati termini occidentali e una trasposizione degli stessi nel linguaggio ideografico nipponico. I segni del linguaggio giuridico giapponese non riflettono i concetti occidentali, ma riflettono il modo in cui tali concetti sono stati letti al momento della loro trasposizione nel diritto giapponese. Si veda quanto similmente affermato con riguardo alle modalità con cui sono stati creati neologismi giapponesi rappresentativi

Si è inteso offrire in tal modo una lettura del fenomeno dello *short-terminism* negli investimenti e proposte costruttive, avuto riguardo alle politiche di investimento sia degli investitori istituzionali sia degli investitori privati, secondo una duplice prospettiva: considerare l'impatto del diritto (nuove regole e modalità della vigilanza del mercato finanziario) sui fatti economici (politiche di investimento) e le implicazioni dell'economia sui fatti giuridici¹⁸.

Con riferimento agli investitori istituzionali, in particolare Banche, Imprese di Assicurazione e Fondi pensione, l'attenzione viene concentrata sulle regole di *governance* che hanno irrigidito le politiche di investimento nella gestione del rischio di liquidità e sulla possibilità di usare la c.d. finanza innovativa come strumento che possa in concreto rivitalizzare gli investimenti di lungo periodo. Non si mancherà anche di considerare gli strumenti di autonomia privata nella gestione del rischio di liquidità in rapporto al rischio di redditività.

Con riferimento agli investitori privati, ovvero imprese e «famiglie»¹⁹, occorre tener conto del legame tra questi e gli investitori istituzionali che possono fornire mezzi per agevolare l'investimento dei primi. Le imprese, per poter effettuare investimenti hanno bisogno di procurarsi risorse economiche, per cui parlare del problema degli investimenti vuol dire anche parlare del problema delle fonti di finanziamento degli investimenti che potranno venire dai profitti, dal-

di concetti filosofici occidentali. «Il passaggio da lingue alfabetico-fonetiche al linguaggio cosiddetto ideografico non investe solo i singoli lemmi, ma comporta, come abbiamo cominciato a vedere, la trasposizione da una concezione della lingua a un'altra [...]. I termini oggi in uso nel linguaggio filosofico giapponese sono stati escogitati traducendoli dalle lingue occidentali (in particolare dal tedesco e dall'inglese) sulla base di un'interpretazione del senso con cui in Occidente quei termini venivano utilizzati»: così G. FORZANI, *I fiori del vuoto. Introduzione alla filosofia giapponese*, Torino, Bollati Boringheri, 2006, p. 18. Riteniamo utili queste riflessioni, pur con gli opportuni distinguo, con riferimento alle «intersezioni» di significanti tra linguaggio economico e linguaggio giuridico.

¹⁸ In tale prospettiva sulle relazioni tra diritto ed economia si veda, senza pretesa di esaustività, E. ZANELLI, *Diritto, economia e forse giustizia. Da Pindaro a Amartya Sen*, Napoli, Esi, 2010, pp. 86-87; G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics: Essays in Reform and Recollection*, Yale University press, New York, 2016, in part. pp. 6-10; E. BAKER, *The ideology of the economic analysis of law*, in *Philosophy and Public Affairs*, 1975, 5:3-41; ID., *Starting points in the economic analysis of law*, in *Hofstra Law Review*, 1980, 8:939-72; R. COOTER e T. ULEN, *Law and Economics*, 1988, Glenview/London.

¹⁹ Il termine è inteso in senso economico V. *infra* cap. I nota 6.

l'emissione di azioni o di obbligazioni, ma anche dal ricorso ai prestiti delle banche. Vi è quindi una circolarità tra talune restrizioni prudenziali nell'attività degli investitori istituzionali²⁰ e un ridotto accesso agli investimenti da parte dei privati che trovano con difficoltà interventi agevolatori agli investimenti appunto da parte degli investitori istituzionali. Occorre però anche considerare, in una logica propositiva, con quali strumenti contrattuali si costruisce l'investimento di lungo termine dei privati e quali aspetti ad essi relativi possano aver inciso sullo *short-terminism* di famiglie e imprese.

Si intende così da un lato comporre un quadro delle principali variabili giuridiche che hanno accompagnato la visione di breve periodo guidata dalla «liquidazione» dell'economia reale e dalle crisi che questa avrebbe innescato riducendo la prospettiva temporale degli investimenti; da un altro individuare strumenti giuridici che possano rappresentare una leva ed invertire, in maniera equilibrata, la tendenza agli investimenti di breve periodo.

²⁰ Nel credito bancario il riferimento è al fenomeno della ricerca di un finanziato «iper-performante» in termini di sicurezza patrimoniale. Uno dei principali effetti di Basilea2, e ancor più di Basilea 3 (v. *infra* cap. I nota 65) e dell'applicazione dei principi contabili IRFS9, riguarda la centralità della valutazione del rischio creditizio del soggetto finanziato anche attraverso rating dell'impresa.

CAPITOLO I

Long Term Investments e Long Term Investors

SOMMARIO: 1. *Long Term Investments* e politiche di investimento. – 2. Relazioni e correlazioni tra investimenti e risparmi. – 3. Il comportamento degli investitori nella dimensione interdisciplinare delle teorie behavioriste e cognitive. – 4. I *Long Term Investments* nel mercato finanziario. – 5. Il valore della predittività nei mercati finanziari. – 6. La rilevanza del diritto nelle scelte di investimento. – 7. *Long Term Investments* e finanza innovativa.

1. Long Term Investments e politiche di investimento

Con il termine *Long term investments* (LTIs) si intendono investimenti di lungo periodo ovvero investimenti che si ha interesse e intenzione di mantenere e capitalizzare per un periodo di tempo di almeno un anno. Si distinguono dagli *Short term investments* destinati ad essere venduti entro un anno e dai *Long term savings* ovvero dai risparmi di lungo periodo che potranno essere investiti in *assets* di lungo periodo¹.

I LTIs principalmente includono azioni che consentono di ottenere rendimenti alti ma che sono anche *assets* rischiosi. A tal fine diventa determinante definire l'orizzonte temporale dell'investimento. Le azioni sono quotate in Borsa e nel breve periodo le Borse sono dominate da comportamenti speculativi e dalla instabile condotta dei molti investitori. Solo se allunghiamo l'orizzonte temporale dell'investimento azionario siamo in grado di vedere il reale potenziale di crescita dei titoli sulla base dei c.d. fondamentali, ad esempio i dati di bilancio.

Quando si parla di LTIs più in generale ci si riferisce a contratti di investimento che non sono definibili né sul piano funzionale né

¹ V. *infra* par. 2

su quello strutturale, bensì sulla base delle politiche di investimento che hanno mosso l'investitore a contrarre.

Nella politiche di investimento è importante definire in via principale i seguenti fattori: la natura e la composizione dei vari strumenti di investimento, la posizione finanziaria netta, l'orizzonte temporale di investimento, i rendimenti storici ed attesi del mercato dei capitali, i benefici della diversificazione degli investimenti, un livello di rischio attivo-passivo accettabile, flussi di cassa dell'attivo e del passivo e il rischio di reinvestimento, la composizione dell'attivo patrimoniale².

I criteri di investimento sono ordinati all'interno di un quadro di principi comunemente accettato:

- il principio della prudente diversificazione in base al quale è prudente diversificare gli investimenti mantenendo un adeguato bilanciamento tra quelli che possono essere definiti poco rischiosi, ovvero che sono stabili e conservativi, e investimenti ad altro rendimento ovvero volatili e speculativi funzionali alla necessità di colmare eventuali gap determinati da politiche prudenziali³;

- il principio che impone di guardare all' *asset allocation* rispetto agli obiettivi di *performance*. Le diverse definizioni delle classi di attivi sono ampiamente dibattute, ma le quattro divisioni comuni sono: azioni, obbligazioni, immobili e materie prime. Le classi di attività

² Sul punto M. BILLINGS, J. COWDELL e P. COWDELL, *Investment Management*, Canterbury, U.K., Financial World Publishing, 2001; E.J. ELTON e M.J. GRUBER, *Investments and Portfolio Performance*, New Jersey, London, Singapore, Beijing, Shanghai, Hong Kong, Taipei, Chennai: World Scientific, 2011. Quest'ultimo libro contiene una raccolta di saggi degli autori, già editi, in cui questi si occupano, per quanto di nostro interesse, dei fatti che incidono sulla composizione del portafoglio (p. 279 ss.); dei criteri di costruzione di un portafoglio «ottimale» (p. 349 ss.); di raccomandazioni per una razionale allocazione delle risorse (p. 381 ss.).

³ Sullo sfondo dell'*asset allocation*, i gestori di fondi di investimento considerano in genere il grado di diversificazione che ha senso per un dato cliente (date le sue preferenze di rischio) e costruisce di conseguenza un elenco di partecipazioni pianificate. L'elenco indicherà quale percentuale del fondo dovrebbe essere investita in ciascuna azione o obbligazione. Per la teoria della diversificazione del portafoglio si veda H.M. MARKOWITZ, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, Wiley, 1959, per il quale una diversificazione efficace richiede la gestione della correlazione tra i rendimenti delle attività e i rendimenti delle passività, le emissioni interne al portafoglio (volatilità delle singole partecipazioni) e le correlazioni incrociate tra i rendimenti.

mostrano diverse dinamiche di mercato e differenti effetti di interazione tra le stesse. Pertanto la scelta delle classi di attività in cui investire avrà un effetto significativo sulla *performance*;

– l'importanza di considerare i rendimenti nel tempo. Occorre esaminare le evidenze sui rendimenti a lungo termine delle diverse attività e considerare i rendimenti dei differenti periodi (i rendimenti che maturano in media su diverse lunghezze di investimento);

– il principio di sostenibilità strategica in base al quale *l'asset allocation* è la principale determinante dei rendimenti attesi futuri per cui il bilanciamento del portafoglio rispetto agli obiettivi di equilibrio e sostenibilità nel lungo periodo è una componente centrale nel processo di investimento;

– il principio di copertura dei rischi in base al quale occorre prevedere l'uso di strumenti di copertura trasparenti e liquidi c.d. *hedging*, per permettere di limitare la volatilità del *mark to market* mantenendo sostenibilità nel lungo periodo.

Nel rispetto di tali principi viene definita la strategia propedeutica alla determinazione delle politiche di investimento.

Di norma la politica di investimento si esplica attraverso la gestione di tre strumenti: *asset liability*, *asset allocation* strategica (o passiva, che tende a replicare l'indice del mercato ipotizzando l'efficienza dello stesso e che nessuno dei titoli presenti in esso sia sopravvalutato o sottovalutato), *asset allocation* tattica (o attiva, finalizzata a realizzare *extra-performance* rispetto al benchmark).

La gestione di tali strumenti associati ad orizzonti temporali differenti e tra loro complementari costituiscono la guida delle decisioni di pianificazione della politica degli investimenti che dovrà tener conto: del rischio di impatto della *performance* del portafoglio di attività finanziarie dell'investitore rispetto alla probabilità di raggiungere gli obiettivi nel lungo periodo; del rischio di variazioni nel valore o nel profilo delle passività rispetto al valore e al profilo delle attività finanziarie; della volatilità dei rendimenti delle attività finanziarie sui livelli di contribuzione richiesti e sulle valutazioni contabili dell'investitore; la liquidità e i rischi di re-investimento dei flussi di cassa.

Di norma ai fini di una tal gestione viene definito il budget di rischio complessivo composto da: massimo di aumento del deficit, volatilità massima accettabile in genere per un periodo di un anno, limiti di rischio per ogni singolo investimento definiti in base alla volatilità accettabile per ogni singolo investimento. Questi fattori di ri-

schio saranno monitorati e potranno richiedere interventi a livello di *asset allocation* strategica e di politica di copertura (*hedge*).

2. Relazioni e correlazioni tra investimenti e risparmi

Risparmi e investimenti devono essere considerati tenuto conto dei loro elementi distintivi, ma anche delle correlazioni e dissociazioni che possono esistere tra gli stessi con effetti sul mercato finanziario.

Secondo il concetto Keynesiano di risparmio si ha *saving* anziché *investment* quando si fa riferimento a quella parte di ricchezza collocata e quantificabile nelle rimanenti disponibilità dopo che dall'ammontare del reddito disponibile guadagnato all'interno di un certo periodo di tempo sono dedotte le spese di consumo⁴. Per coloro che scelgono politiche finanziarie prudenti, si tratta della quantità di denaro rimasta dopo che le spese di consumo sono state soddisfatte.

Saving e *investments* sono correlati in quanto i risparmi possono essere utilizzati per aumentare il reddito investendo in diversi strumenti. In generale quindi si parla di risparmi quando la ricchezza è collocata in modo che la sua conservazione è relativamente sicura ed è di facile e immediata liquidazione, ma poco redditizia. Si parla, invece, di investimenti quando si compie un impiego produttivo del risparmio.

Come noto, gli studi Keynesiani vengono superati negli anni '70 dal contributo di autori che mettono in luce le possibili dissociazioni tra risparmio e investimento ed i fenomeni ad essi collegati sul piano dei mercati finanziari⁵.

Solo se la formazione del capitale in ciascun settore o per ciascun

⁴ JOHN M. KEYNES, *Occupazione, interesse e moneta*, Torino, 1947. Le teorie Keynesiane sono state in seguito criticate per un eccessivo automatismo creato tra risparmio e investimento che non tiene conto di fattori che possono incidere su un simile processo osmotico.

⁵ Ricordiamo al riguardo la celebre frase di J. MAEDE, *The Intelligent Radical's Guide to Economic Policy*, London, George Allen & Unwin, 1975, p. 82: «La rivoluzione intellettuale di Keynes fu quella di far passare gli economisti dal credere ad un modello della realtà nel quale un cane chiamato "risparmio" scodinzolava la sua coda in cui era appeso un cartello con scritto "investimento", al credere ad uno in cui un cane chiamato "investimento" scodinzolava la sua coda in cui era appeso un cartello con scritto "risparmio"».

agente economico fosse in pareggio con una totale equivalenza tra risparmi e investimenti avremmo un totale autofinanziamento della spesa per l'accumulazione del capitale. In realtà le decisioni dell'investitore non sono relative solo al risparmio proprio.

In una economia di mercato che vede decisioni decentrate, l'entità degli investimenti delle imprese è in generale superiore a quella dei risparmi. Viceversa le risorse economiche delle famiglie⁶, non consumate, eccedono gli investimenti in attività reali. La separazione tra risparmio e investimenti trova evidenza in saldi finanziari di segno opposto. Al fine di ricomporre tale dissociazione, allo scopo di una migliore allocazione delle risorse nel mercato, occorrono contratti finanziari che possano funzionare da veicoli per trasferire un avanzo di settore verso settori che presentano un disavanzo nel proprio bilancio finanziario⁷.

Ne segue che la stessa ampiezza dei mercati finanziari dipende dal grado di dissociazione fra investimenti e risparmi. Gli intermediari finanziari, infatti, assolverebbero alla loro funzione istituzionale di trasferire risorse da un settore all'altro dell'economia mediante la creazione di strumenti finanziari che possano soddisfare le esigenze degli investitori e dei risparmiatori. Tali esigenze potranno riguardare i tipi di titoli (a reddito variabile o fisso), le scadenze (a breve, medio o lungo termine), i tassi di investimento. Le difficoltà maggiori nel-

⁶ Qui il termine famiglia è inteso in senso economico, diverso rispetto a quello giuridico di cui all'art. 29 Cost. Dal punto di vista economico il concetto di famiglia è più esteso ed include anche i single o le convivenze. Quando parliamo di famiglia, sotto l'aspetto economico, intendiamo un soggetto economico che consuma e che, per questa ragione, stimola la produzione.

⁷ Si veda sul punto S. LEONETTI, *Risparmi e investimenti nei principali paesi industriali*, in *Credito e Moneta*, 1971, p. 319 ss. Si tratta di un lavoro in cui vengono esaminati tre fenomeni tra loro connessi: la formazione del risparmio, la dissociazione fra risparmi e investimenti e i movimenti internazionali di capitali ad essi conseguenti. Questi ultimi due aspetti ci interessano particolarmente. Nell'opera, vengono calcolati gli indici di dissociazione fra risparmi e investimenti rapportando i risparmi netti che si formano nei vari settori ai risparmi complessivi. I dati di base per il calcolo di questi indici permettono anche di determinare i coefficienti di autofinanziamento del settore pubblico e delle imprese. Dal grado di dissociazione fra risparmi e investimenti dipendono le dimensioni dei mercati finanziari e i deflussi di capitali nazionali verso l'estero alla ricerca di una offerta di strumenti finanziari. L'autore arriva così alla conclusione che quanto più alto è il grado di dissociazione tra investimenti e risparmi, tanto più ampie sono le dimensioni dei mercati finanziari e dei deflussi di capitali.

l'intermediazione si incontrano quando il volume delle risorse da trasferire è elevato e le esigenze dei risparmiatori e degli investitori non sono conciliabili.

La dissociazione tra risparmi e investimenti influisce anche sui movimenti internazionali di capitali⁸. Quando in un paese la dissociazione tra risparmi e investimenti è troppo alta, è più difficile per gli intermediari finanziari nazionali offrire strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze dei risparmiatori e degli investitori. I risparmiatori potranno quindi essere attratti da offerte degli intermediari esteri⁹.

Un sistema efficiente di intermediazione finanziaria può favorire un riequilibrio tra il valore dei risparmi e quello degli investimenti ma non garantisce che le decisioni di risparmio siano perfettamente compatibili con le intenzioni di investimento.

Gli economisti hanno anche evidenziato l'importanza di un altro grande attore, la pubblica amministrazione, che ha un ruolo rilevante nel rapporto tra risparmi e investimenti e ciò non solo perché, come

⁸ Sull'impatto dei *gaps* tra investimenti e risparmi e crescita economica è di interesse il recente studio compiuto da: I. GÖÇER, T. AKIN e S. ALATAŞ, *The effects of saving-investment gap on economic growth in developing countries: A clustering and panel data analysis*, in *Theoretical and Applied Economics*, 2016, 23, pp. 157-172. Il paper è il frutto di uno studio delle dinamiche dei rapporti tra risparmio e investimento a livello mondiale. L'effetto del divario risparmio-investimento sulla crescita economica è stato analizzato su un campione di 65 paesi in via di sviluppo per il periodo 1981-2014. In primo luogo, questi paesi sono stati suddivisi in sottogruppi in base ai dati relativi ai divari di risparmio e investimento utilizzando l'analisi dei vari gruppi (*clusters*). È così stato stabilito che, mentre l'effetto del risparmio sulla crescita economica è positivo e statisticamente significativo nei paesi in via di sviluppo che hanno più risparmi che investimenti, questo effetto è negativo e statisticamente irrilevante nei paesi in via di sviluppo che vedono più investimenti che risparmi.

Si veda anche D.R. PALENZUELA e S. DEES and the Saving and Investment Task Force, *Savings and investment behaviour in the euro area*, *Occasional Papers Series*, n. 167, 2016. Il paper evidenzia come la crisi economico finanziaria abbia comportato una forte dissociazione tra risparmi e investimenti e questa esponga l'area euro ad una serie di rischi.

Con riferimento agli investimenti retail il trend è confermato in Italia nel Report di Consob, *On financial investments of Italian households Behavioural attitudes and approaches*, a cura di N. Linciano, Roma, 2018.

⁹ Si veda sul punto S. LEONETTI, *op. loc. cit.*; A. FERRARI, E. GUALANDRI, A. LANDI e P. VERZANI, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Torino, Giappichelli, 5ª ed., 2016, p. 36.

già Keynes evidenziava, il risparmio è inversamente proporzionale al livello di imposizione fiscale, ma perché anche l'attività finanziaria svolta dalla Pubblica Amministrazione può contribuire a riequilibrare il divario tra investimenti e risparmio. Emergerebbe come l'attività svolta dalla P.A., attraverso prelievi fiscali al netto dei trasferimenti pubblici (T) e la spesa pubblica per l'acquisto dei beni (G), unitamente ai consumi privati (C) devono essere considerate nell'equilibrio di risparmi e investimenti. Al risparmio pubblico (T-G) occorre aggiungere (se di valore positivo) o sottrarre (se di valore negativo) il risparmio privato (S) in modo che il risparmio globale (S+T-G) sia equivalente a I^{10} .

3. *Il comportamento degli investitori nella dimensione interdisciplinare delle teorie behavioriste e cognitive*

Non sempre le condotte degli investitori si spiegano sulla base di regole efficientiste di ottimale allocazione delle risorse. Un tentativo di spiegare le condotte dei privati nelle politiche di investimento, che si pongono al di fuori di ogni logica di ottimizzazione, può venire anche dalle teorie comportamentali (o behavioriste) che tendono a spiegare la condotta degli operatori economici sulla base dell'osservazione di semplici regole empiriche dettate dall'esperienza. Si tratta di teorie fondate sull'idea che la condotta dei soggetti economici non è mai del tutto razionale specialmente in caso di informazioni incomplete o in situazioni di incertezza economica. Bowles sottolinea la necessità di dare adeguata rilevanza al comportamento degli individui come fondamento dell'economia. L'autore rivede quindi gli approcci standard alla luce delle teorie behavioriste considerando la centralità delle preferenze (*preferences*) delle credenze (*beliefs*) e dei limiti (*constraints*) che sono a fondamento delle scelte dei privati, comprese quelle di investimento.

Si considerano quindi:

¹⁰ In tal senso D. CAVALIERI, *Teoria Economica. Un'introduzione critica*, Milano, Giuffrè, 2^a ed., 2009, p. 285. Sull'impatto dello Stato sul risparmio dei privati si veda anche G. FUA, *Lo Stato e il risparmio privato*, Torino, Einaudi, 1961; L. EINAUDI, *Saggi sul risparmio e sull'imposta*, Torino, Einaudi, 1941.

- le «social preferences» ovvero le scelte che i singoli compiono tenuto conto del comportamento degli altri;
- le scelte dei privati che tendono ad essere «rules-following adaptive agents» e quindi a comportarsi secondo le regole seguite nel loro ambiente sociale;
- le esperienze dei privati. Il loro comportamento dipenderà anche dall'influenza della loro esperienza che, se si consolida, diviene preferenza¹¹.

Con particolare riguardo all'investitore individuale le sue scelte necessitano di essere considerate anche alla luce degli studi di finanza comportamentale in materia di percezione del rischio, asimmetrie informative e distorsioni cognitive.

Si è ormai preso atto, nell'analisi dei comportamenti economici ed in particolare delle decisioni di acquisto dei consumatori, di come tali atti non siano guidati da modelli di razionalità economica per due ragioni.

La prima, e più evidente, è legata al limitato stato delle conoscenze del contraente non professionista in relazione all'operazione economica di investimento che va ponendo in essere¹².

La seconda ragione, addotta negli studi di psicologia dei mercati finanziari, è ascrivibile a quegli atteggiamenti e valutazioni affettive che governano le scelte economiche dei risparmiatori al posto di più razionali giudizi basati sul calcolo delle utilità attese¹³.

¹¹ S. BOWLES, *Microeconomics. Behaviour, institutions and evolution*, New York, Princeton University Press, 2004.

¹² Sul punto si rinvia al fondamentale contributo di G. STIGLER, *Economics of information*, in *J. Pol. Econ.*, 69 (1961), pp. 213-225.

¹³ Fondamentali sul punto sono gli studi di A.D. KAHNEMAN-TVERSKY, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, in *Science*, 185 (1974), pp. 1124-1131. In Italia uno dei proseguitori degli studi del Nobel Kahneman è M. MOTTERLINI, *Economia emotiva. Che cosa si nasconde dietro i nostri conti quotidiani*, Milano, Bur, 2006. Sull'impatto della finanza comportamentale nel diritto dell'economia si veda M. PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in *I contratti del risparmiatore*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 216. Si consideri anche il c.d. *framing effect* (effetto inquadramento), il quale testimonia che preferenze e scelte variano, con riferimento a ciascun consumatore, dal modo attraverso il quale l'offerta o la sollecitazione di beni o servizi finanziari è proposta. Si veda N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni Consob*, 2010, n. 66, www.consob.it/web/area-pubblica/qdf66; I.

Si osserva, ad esempio da parte dei cognitivisti, che gli individui tendono a fare scelte di investimento più o meno rischiose a seconda che una data situazione venga loro prospettata nei termini di una possibile perdita o di un possibile mancato guadagno oppure a seconda delle esperienze passate che vengono prese come punto di riferimento in base all'errata convinzione della loro ripetibilità in futuro¹⁴.

Ad incidere sulla razionalità delle scelte dell'investitore non è, allora, solo una questione di quantità di informazioni, ma di qualità delle stesse.

Inoltre occorre considerare come le scelte dell'investitore basate sulla esperienza possono fondarsi su fallacie proprie del ragionamento induttivo.

È il caso dell'errore c.d. «*Dicto simpliciter*» che si ha quando una regola generale è applicata a un caso particolare che presenta però delle specificità rispetto alla classe cui si riferisce la regola generale. Si ha inoltre un errore da «*Analogia impropria, o estesa*» se due eventi sono simili solo per certi aspetti e si conclude erroneamente che sono simili anche per altri¹⁵.

Le teorie behavioriste hanno aperto ad un dialogo interdisciplinare tra l'economia e le altre scienze sociali in particolare la psicologia. Quello che forse manca è un dialogo specifico con il diritto che, come avremo modo di vedere, influisce sui processi decisionali degli operatori economici non solo dettando regole di condotta, ma anche intervenendo sul livello di conoscenze che guidano la decisione. Così, ad esempio, una condizione di incertezza rispetto alla portata applicativa di una determinata norma può determinare scelte al di fuori delle logiche di ottimizzazione delle risorse. Questo, come vedremo, non deve necessariamente portare a rivedere il ruolo dell'interpretazione delle norme in una logica maggiormente testualista e di «cer-

Visco, *Decisioni di risparmio e di consumo delle famiglie*, in *Economia per il diritto*, a cura di P. Ciocca e I. Musu, Torino, Bollati Boringhieri, 2006, p. 181 ss.

¹⁴ Cfr. A. KAHNEMAN e D. TVERSKY, *The framing of decision and psychology of choice*, in *Science*, 1981, pp. 453-458 e R.A. OLSEN, *Prospect theory as an explanation of risky choice by professional investors: some evidence*, in *Review of Financial Economics*, 1997, pp. 225-232.

¹⁵ Sul punto D.N. WALTON, *A Pragmatic Theory of Fallacy*, Tuscaloosa-London, the University of Alabama Press, 1995, p. 54 ss.; D. TVERSKY e A. KAHNEMAN, *Judgement under uncertainty. Heuristics and biases*, cit., pp. 1124-1131.

tezza» del diritto. Si tratta piuttosto di ripensare ad una predittività in senso lato dei dati giuridici¹⁶.

4. I Long Term Investments nel mercato finanziario

Come sottolineato dagli economisti¹⁷, sono necessari investitori attivi a lungo termine per mantenere i mercati finanziari ben funzionanti:

1. I *Long term investors* sono essenziali per la crescita economica, in quanto finanziano le infrastrutture e sono più propensi a impegnarsi come azionisti attivi.

2. I *Long term investments* in generale forniscono rendimenti più elevati per le pensioni e i risparmi a lungo termine e dovrebbero essere in grado di attrarre capitali da pensioni e altri fondi di risparmio a lungo termine.

3. I *Long term investments* dovrebbero bilanciare la volatilità dei mercati finanziari e in alcune circostanze la mancanza di liquidità, che sono in gran parte dovute al comportamento a breve termine della maggior parte degli investitori.

I mercati finanziari ben funzionanti hanno bisogno di investitori con opinioni diverse sul valore reale delle attività oggetto di scambio, il che richiede in larga misura che gli investitori abbiano anche orizzonti temporali diversi. Gli investitori con un orizzonte a lungo termine considerano il valore intrinseco delle attività piuttosto che la tendenza del mercato in termini brevi (poche settimane) e sono più propensi ad agire in modo anticiclico (andando contro le tendenze). Pertanto, i mercati finanziari, spesso descritti come orientati a breve termine, necessitano anche di investitori a lungo termine per poter ottenere il prezzo più appropriato per le attività quotate¹⁸.

¹⁶ Siamo in un certo senso vicini a quella «ragionevole prevedibilità degli esiti» di cui parla N. LIPARI, *Dottrina e giurisprudenza quali fonti integrate del diritto*, in *Jus civile*, 2016, p. 4.

¹⁷ O. MAREUSE, *Fostering Long-term Investment and Economic Growth: A Long-term Investor's View*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2011/1, pp. 84-85.

¹⁸ Si consideri la accezione dell'imprenditore, a seconda che si intenda privilegiare il momento speculativo e affaristico dell'attività economica o quello dinamico (ad es. nuove combinazioni dei fattori della produzione). Si vedano sul punto i ri-

Come detto, i LTIs sono importanti per promuovere la crescita economica: per affrontare le questioni globali come il cambiamento climatico, la scarsità di risorse, l'urbanizzazione e la crescita demografica. Ci sarà un enorme bisogno di investimenti a lungo termine, ad esempio per ottenere risorse per finanziare le infrastrutture per combattere il cambiamento climatico.

Inoltre gli investitori a lungo termine saranno probabilmente più responsabili: solo gli azionisti a lungo termine diventeranno azionisti attivi, stabilendo un dialogo continuo con la direzione delle società quotate e promuovendo le migliori pratiche in termini di *governance*, ambiente e risorse umane. In generale, gli azionisti a lungo termine tendono a concentrarsi su una crescita sostenibile piuttosto che a stimolare il prezzo delle azioni attraverso la leva finanziaria.

Gli investimenti a lungo termine possono offrire rendimenti più elevati per le pensioni e i risparmi a lungo termine considerato che i tassi di interesse sono bassi in termini reali e le pressioni inflazionistiche si accumulano in molte aree. Allo stesso tempo, l'invecchiamento della popolazione in Europa e in molte altre economie sviluppate del mondo significa che una percentuale più alta della popolazione farà affidamento sui redditi da pensione e sui risparmi. Saranno quindi necessari rendimenti sostanziali per i risparmi a lungo termine e per i regimi pensionistici, e ciò presuppone un investimento in attività più rischiose con buone prospettive a lungo termine.

Se questo può dirsi il quadro che definisce la rilevanza economica degli investimenti di lungo periodo e in particolare di quelli finanziari, a ben vedere, come osserva la dottrina¹⁹, non esiste una tipizzazione dei contratti di investimento finanziario, tanto meno una tipizzazione dei contratti di investimento finanziario a lungo periodo. Nel tentativo di descrivere da un punto di vista giuridico tale categoria, per le finalità evidenziate in introduzione, partendo dall'idea che gli investimenti di lungo periodo hanno ad oggetto, come detto, principalmente azioni ed obbligazioni, potremmo far riferimento alla categoria dei contratti di borsa ovvero a quei contratti finalizzati alla vendita di strumenti finanziari la cui conclusione può avvenire solo

ferimenti in S. GIACOMELLI, *L'imprenditore e l'impresa*, in *Economia per il diritto*, Torino, Bollati Boringhieri, 2006, pp. 210-214.

¹⁹ Si veda P. GIUDICI, *I contratti di investimento in generale*, in *Trattato Roppo dei contratti*, cap. V, *Mercati Regolamentati*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 911.

tramite soggetti abilitati ad operare nei mercati regolamentati e nel rispetto delle regole previste per gli stessi. Le «tipologie» (espressione per noi preferibile rispetto a quella di «tipi» in senso civilistico) dei contratti di borsa sono indicate nel regolamento predisposto dalla Borsa Italiana S.p.A. ove è indicata, altresì, la regola di perfezionamento (negoziiazione) e di esecuzione (liquidazione). Difficile parlare, come anticipato, di una tipizzazione in senso civilistico. Il tipo contrattuale, come definito dalla civilistica, è «un modello di operazione economica attuata mediante contratto nota e diffusa nella vita di relazione»²⁰. Altro è la tipizzazione legale laddove il legislatore disciplina un tipo contrattuale al fine di regolare gli interessi sottesi all'operazione economica nel modo che veda una più equilibrata composizione degli interessi delle parti. Si tratta peraltro di una regolamentazione caratterizzata da norme prevalentemente dispositive come tali derogabili dalle parti. Difficile per i contratti di borsa parlare di una categoria unitaria, di tipi e sottotipi, in quanto si tratta di contratti essenzialmente riconducibili a tipi contrattuali di diritto civile, in particolare la vendita, caratterizzati per l'oggetto del contratto e per talune formalità e aspetti procedurali nella formazione ed esecuzione dello stesso. Ciò risulta tanto più vero ora che, a séguito dei cambiamenti economici e soprattutto regolamentari, come è stato notato, tali tipologie presentano minori capacità descrittive del passato²¹. Sono mutate le tecniche di negoziazione per cui ormai è centrale la distinzione tra contratti a termine e contratti a contante. La borsa inoltre ha perso centralità come luogo delle negoziazioni con un correlato accrescimento del ruolo degli intermediari. Acquista vieppiù rilevanza l'accesso al mercato ovvero l'offerta al pubblico e l'ammis-

²⁰ L'espressione tra virgolette è di V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 397. Si vedano inoltre G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, Giuffrè, 1966; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, Cedam, 1974. Chiara sul punto la distinzione di R. SACCO, in R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, vol. II, Torino, 1993, pp. 420-421: «quando si parla di contratto tipico si vuol dire contratto che rientra in una figura che ha una disciplina particolare, quando parliamo di regime della tipicità dei contratti ci riferiamo ad un regime in cui l'accordo non produce effetto se non rientra nelle figure specialmente ammesse dall'ordinamento, quando invece si dice che la causa del negozio è la sua funzione tipica con ciò si vuol dire soltanto che la causa del negozio non si riduce già alle cento funzioni variabili e soggettive, cui le parti possono piegare gli effetti negoziali voluti». Sulla «tipicità» dei contratti del mercato finanziario si veda *infra* cap. III, par. 2.

²¹ Cfr P. GIUDICI, *op. loc. cit.*

sione alle negoziazioni. Si osserva quindi con un'espressione molto efficace che «la disciplina dei contratti è solo una parte della complessa regolazione dei mercati finanziari: parte non articolata in maniera sistematica dal legislatore, ma declinata a pezzi, nell'ambito di un quadro normativo»²².

Volendo descrivere, piuttosto che definire, i contratti di investimento finanziario si potrebbe fare riferimento a quei contratti che conducono a forme di investimento e in particolare a forme di investimento di natura finanziaria. Si fa riferimento ai contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari (art. 1 comma 2 TUF) che comprendono in primo luogo i valori mobiliari *ex art. 1, comma 1 bis*, TUF ovvero categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;

b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;

c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

Nell'ambito, in particolare, degli investimenti dei privati e in specie degli investitori retail si contano anche gli investimenti collettivi del risparmio e le polizze vita.

Il contratto di investimento in azioni ha ad oggetto il passaggio della proprietà delle azioni cui si aggiunge il contratto di tipo associativo con cui l'azionista diventa parte della compagine sociale. Si sottolinea come occorra distinguere il contratto con cui si possono sottoscrivere o acquistare le azioni nel mercato finanziario, dal contratto di investimento che è regolato dal contratto sociale caratterizzato per essere fortemente standardizzato dal legislatore. Come noto la definizione del contratto di società è contenuta all'articolo 2247 del codice civile che recita testualmente: «con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili». La norma individua gli elementi essenziali del contratto: nei soggetti, nei con-

²² L'espressione è di P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 913.

ferimenti, nell'esercizio in comune di un'attività economica (ovvero l'oggetto sociale), nella divisione degli utili. I conferimenti sono le prestazioni cui le parti del contratto si obbligano per dotare la società del capitale di rischio iniziale al fine di consentirle lo svolgimento dell'attività di impresa. Ultimo elemento è costituito dallo scopo di lucro, che è tipico delle società di persone e di capitali, le quali vengono definite società lucrative e distinte dalle società mutualistiche, che non ripartiscono utili ma forniscono direttamente ai soci beni, servizi o occasioni di lavoro a condizioni più vantaggiose di quelle che i soci stessi otterrebbero sul mercato. La tipizzazione del contratto sociale è fortemente collegata al numero chiuso dei tipi di società ricavato dalla dottrina dall'art. 2249 c.c. ove si dice che «Le società che hanno per oggetto l'esercizio di una attività commerciale devono costituirsi secondo uno dei tipi regolati nei capi III e seguenti di questo titolo». La norma rappresenterebbe una deroga al principio di cui all'art. 1322, comma 2 del codice civile, secondo il quale i privati possono concludere contratti atipici, purché diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico²³. Non sarebbe invece possibile costituire società atipiche in senso proprio stante il disposto dell'art. 2249 c.c.²⁴. La *ratio* del divieto viene

²³ Sul punto G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1999, p. 21 ss.; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale. L'impresa e le società*, vol. III, 1, Padova, Cedam, 1999, p. 266.

²⁴ Così in particolare l'autonomia è limitata in punto di distribuzione degli utili che giuridicamente possono essere definiti come «incremento patrimoniale al termine della gestione sociale». Così G. FERRI, *Diritto agli utili e diritto al dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, p. 154. «Il principio di autonomia negoziale è applicabile al contratto di società di capitali, con i limiti derivanti dalla circostanza che l'art. 2249, c.c., nel prevedere che le società aventi ad oggetto l'esercizio di attività commerciali devono costituirsi secondo i tipi di legge, non consente l'adozione di clausole statutarie incompatibili con il tipo di società prescelto; ne consegue che, costituendo lo scopo di lucro un elemento essenziale e caratterizzante il tipo della società per azioni, l'assemblea straordinaria della società non può deliberare la sostituzione dello scopo lucrativo con uno scopo non lucrativo, mediante l'introduzione del divieto di distribuzione degli utili, al di fuori delle tassative ipotesi nelle quali è espressamente consentita l'utilizzazione del tipo della s.p.a. per uno scopo non lucrativo e del procedimento di trasformazione della società in società cooperativa; peraltro, la delibera dell'assemblea straordinaria di una s.p.a. che sostituisca, a livello statutario, allo scopo di lucro soggettivo uno scopo mutualistico, non incide sulla causa del contratto di società e neppure dà vita ad una società di tipo mutualistico e, benché illegittima, se sia stata adottata con la maggioranza stabilita per la modifica dello statuto della so-

in genere individuata nella necessità di tutelare i terzi e la certezza dei traffici, data la rilevanza esterna del contratto di società. Va detto che se l'autonomia privata dei soci è limitata dalla necessità di scegliere uno dei tipi proposti dalla legge, questi hanno comunque la possibilità di modificare in parte i modelli legali introducendo clausole atipiche in modo da soddisfare le particolari esigenze dei soci. Tali clausole comunque non possono essere incompatibili con la disciplina del tipo di società costituita. Si sottolinea, infatti, come non sarebbero in particolare derogabili le disposizioni sulla responsabilità per le obbligazioni sociali²⁵.

Il contratto sottostante ad un titolo obbligazionario è essenzialmente un mutuo che trova una connotazione particolare nella presenza della organizzazione degli obbligazionisti²⁶. La vicinanza al mutuo è collegata alla funzione svolta in concreto dal contratto che è volto ad ottenere un finanziamento, anziché attraverso un contratto di mutuo stipulato con una Banca, attraverso l'emissione di titoli of-

cietà e non sia stata impugnata, comporta l'utilizzazione della società per uno scopo diverso da quello inerente alla sua forma giuridica, sicché la successiva delibera che modifica la precedente, ripristinando lo scopo di lucro, a sua volta, neppure incide sulla causa del contratto di società e, conseguentemente, avendo ad oggetto una modificazione dello statuto, può validamente essere adottata con le maggioranze stabilite a questo fine»: così Cass., 12 aprile 2005, n. 7536, in *Giust. civ. mass.*, 2005. Più in generale *ex art. 2265* è nullo il patto leonino ovvero il patto, contenuto nel contratto sociale o in atto da questo distinto, con cui uno o più soci sono esclusi dalla partecipazione agli utili o ai rischi di impresa, o ad entrambi. Si tratta di un patto riconducibile alla nozione di società appunto delineata dall'art. 2247 c.c. Si veda N. PIAZZA, *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 526.

Nel considerare il rapporto tra utili e investimento azionario occorre ricordare la distinzione e correlazione tra utili e dividendi. Con il termine utile per azione si intende l'utile attribuibile a ciascuna delle azioni di cui si compone il capitale sociale. I dividendi, invece, sono una parte di utili che la società decide di distribuire ai suoi azionisti come remunerazione del capitale investito. Ricordiamo inoltre che le società, anche qualora abbiano chiuso in utile l'esercizio, non hanno alcun obbligo nei confronti dei propri azionisti nella ripartizione di dividendi, in quanto possono decidere in totale autonomia di non distribuirli e di utilizzare in altro modo gli utili realizzati, ad esempio per realizzare investimenti finalizzati ad incrementare la produttività o la competitività dell'azienda stessa.

²⁵ Si veda V. BUONOCORE, *Le società - Disposizioni Generali*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2000, p. 293 ss.

²⁶ In tal senso P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 918; G. GIANNELLI, *Il contratto e i prestiti obbligazionari*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, Il Mulino, 2012, p. 337.

ferti al pubblico degli investitori (persone fisiche, un ente o anche società) i quali sottoscrivono una quota del prestito acquistando dei titoli obbligazionari emessi dall'azienda richiedente che si impegna a pagare ai titolari delle obbligazioni interessi periodici (c.d. cedole), e a rimborsare alla scadenza del prestito la somma da loro investita. Tra gli strumenti finanziari obbligazionari si possono poi ricordare le obbligazioni convertibili, costituite da un'opzione *ex art.* 1331 c.c. con previsione della facoltà di accettare una «conversione» della propria posizione rispetto alla società da creditore a socio (azionista) sulla base di un rapporto di cambio predeterminato nel regolamento di emissione che disciplinerà in particolare: il metodo di conversione (diretto qualora le azioni di compendio siano dello stesso emittente delle obbligazioni, o indiretto qualora le azioni di compendio siano emesse da una società diversa dall'emittente delle obbligazioni); il prezzo di conversione (o rapporto di conversione), che esprime il numero di azioni ottenibili per ogni obbligazione; il periodo di conversione, che rappresenta il periodo (o i periodi) a partire dal quale (o dai quali) è possibile chiedere la conversione. Tra i titoli obbligazionari vengono inclusi anche i warrants che però non costituiscono in capo al titolare una posizione di credito verso una società ma sono costituiti sempre da un'opzione di acquisto (warrant call) o di vendita (warrant put) di una determinata quantità di titoli (sottostante) a un prezzo predefinito (strike-price) e entro una scadenza stabilita, solitamente superiore all'anno, secondo un determinato rapporto (rapporto di esercizio). Il warrant può essere regolarmente quotato in Borsa. Va detto che in generale i warrant conferiscono ai titolari il diritto di sottoscrivere nuove azioni di una società quotata e pertanto hanno come finalità quella di consentire alla società di raccogliere nuovi fondi²⁷.

Parlando dei contratti degli investitori retail si può fare principalmente riferimento ai contratti del risparmio collettivo ovvero inve-

²⁷ Cfr. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, Giuffrè, 1993 e F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 2. Distingue i warrants dai derivati E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, p. 94 ss., in quanto i primi non presentano la illimitatezza del rischio dei derivati dal momento che il regolamento di borsa impone che il regolamento di emissione preveda dei meccanismi di adeguamento volti a neutralizzare gli effetti distorsivi sui diritti dei portatori dei titoli derivanti da eventi di natura straordinaria.

stimenti in quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) definito all'art. 1, comma 1, lett k) del TUF come l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata. L'OICR potrà essere aperto o chiuso, il primo si ha quando i partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR²⁸. Si ha OICR chiuso quando l'esercizio del diritto al rimborso è esercitabile a scadenze determinate.

Si suole individuare due schemi alternativi di investimenti: uno a forma contrattuale (attraverso investimenti in quote di fondi comuni) e uno a forma corporativa (attraverso investimento in partecipazione in società di investimento)²⁹.

L'art. 1, comma 1, lett. j) del TUF definisce il fondo comune di investimento come: l'OICR (Organismo di investimento collettivo del risparmio) costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore. Il contratto con gli investitori è disciplinato dal regolamento del fondo redatto secondo i criteri di cui alla disciplina dettata da Banca d'Italia e da Consob.

Il regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, disciplinandone il funzionamento, indicando la società promotrice, il gestore (se diverso dalla società pro-

²⁸ Sulla natura e funzioni degli OICR si veda in particolare F. ANNUNZIATA, *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 337; ID., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, Egea, 2017.

²⁹ Si veda A. BARATELLI, *Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio punti di contatto e differenze*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2016, pp. 759-773; R. LENER e C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, *ivi*, p. 41 ss.

motrice) e la banca depositaria³⁰. Il regolamento definisce inoltre la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo. L'offerta al pubblico delle quote o azioni di OICR italiani e comunitari «armonizzati» (che seguono regole e criteri comuni volti a tutelare gli interessi dei risparmiatori, limitando e frazionando i rischi assumibili dai fondi) avviene mediante pubblicazione del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (c.d. KIID - «Key Investor Information Document») e del prospetto. Il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori è redatto in conformità al regolamento (UE) n. 583/2010 e alle relative disposizioni di attuazione adottate in sede comunitaria. Il prospetto è redatto in conformità allo schema 1 allegato al Regolamento Emittenti. Si tratta di una documentazione, da ascrivere agli obblighi di informativa precontrattuale, volta a consentire agli investitori di poter ragionevolmente comprendere la natura e i rischi dell'investimento proposto ed effettuare una scelta consapevole relativamente all'investimento in oggetto.

Le società di investimento sono gli altri organismi di investimento collettivo del risparmio che vanno a comporre quello che abbiamo definito lo schema corporativo. L'istituto si caratterizza per il fatto di utilizzare la struttura di una società avente come esclusivo oggetto l'investimento del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni e per il fatto di essere sottoposta ad un regime speciale delle società per azioni.

In base all'art. 1, comma 1 lett. i) TUF le «società di investimento a capitale variabile» (Sicav) sono una forma di OICR aperto costituito in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni. L'art. 1 comma 1 lett. i *bis*) definisce le «società di investimento a capitale fisso» (Sicaf) come le forme di Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale

³⁰ Sul rapporto di gestione e sulla responsabilità dei gestori: V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, cit., pp. 309-312; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, *ivi*, p. 739; F. SARTORI, *La violazione della disciplina sulla prestazione del servizio di gestione collettiva e il regime sanzionatorio*, *ivi*, p. 759.

e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi.

Tra i contratti di investimento finanziario degli investitori retail ricordiamo le polizze vita. In base alla dicotomia delineata dall'art. 1882 c.c. l'assicurazione sulla vita è un contratto con cui l'assicuratore verso il pagamento di un premio si impegna a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana.

Attraverso tale contratto l'assicuratore assume su di sé un rischio rappresentato dalla probabilità di accadimento di un particolare evento connesso alla vita umana. Il contratto di assicurazione sulla vita rappresenta, anche laddove non ascrivibile alla categoria dei prodotti assicurativi-finanziari, uno strumento di investimento in quanto consente di collocare il risparmio in funzione previdenziale³¹.

Come noto si distinguono differenti tipologie di contratto di assicurazione sulla vita:

– l'assicurazione caso morte, distinta a sua volta in: un'assicurazione a vita intera che si ha quando la Compagnia garantisce il pagamento di un capitale o di una rendita ai beneficiari alla morte dell'assicurato; l'assicurazione temporanea caso morte che si ha quando la Compagnia garantisce il pagamento di un capitale o di una rendita ai beneficiari in caso di morte dell'assicurato entro la scadenza del contratto.

– L'assicurazione caso vita si ha ove la Compagnia garantisca il pagamento di un capitale o di una rendita in caso di sopravvivenza dell'assicurato entro il termine stabilito nel contratto.

³¹ Sin dai primordi dell'assicurazione sulla vita vivace è stato il dibattito sulla natura di tale contratto difficilmente inquadrabile all'interno della medesima funzione indennitaria propria dell'assicurazione danni. Cfr. C. VIVANTE, *Natura giuridica del contratto di assicurazione sulla vita*, in *Archivio giuridico*, 1883, pp. 94-105; G. FANELLI, *Summa divisio delle assicurazioni private: riflessioni su un vecchio problema*, in *Foro it.*, 1962, IV, c. 51 ss. Si tenga al riguardo presente che a fine XIX secolo la dottrina d'oltralpe negava addirittura la natura di contratto di assicurazione alle polizze vita. In tal senso E. HINRICHS, *Die Lebensversicherung, ihre wirtschaftliche und rechtliche Natur*, in *Zeit*, 1873, 339 ss. I contrasti sul punto perdurano anche dopo l'emanazione del codice civile del 1942. Si veda al riguardo la problematica relativa alla natura unitaria o dicotomica della definizione di contratto di assicurazione contenuta nel codice del 1882. Sul punto P. CORRIAS, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 70.

– L'assicurazione mista che è una combinazione fra un'assicurazione caso vita e un'assicurazione caso morte.

Tra le forme di assicurazione sulla vita più comuni possiamo ascrivere le polizze rivalutabili strutturate in modo tale da garantire all'assicurato una salvaguardia contro gli effetti dell'inflazione. A tal fine viene appositamente costituito un «fondo separato» dalle altre attività dell'impresa di assicurazione attraverso il quale è gestito il risparmio previdenziale degli assicurati. La redditività del fondo si muove in parallelo con l'andamento dei tassi di interesse presenti sul mercato che a loro volta sono influenzati dal tasso di inflazione.

Le polizze rivalutabili sono state progressivamente sostituite da contratti di assicurazione sulla vita che ancorano la variabilità delle prestazioni dell'assicuratore all'andamento di un fondo in cui è investito il premio (c.d. unit linked) oppure ad un indice (c.d. index linked).

L'offerta di prodotti assicurativi del ramo vita si è ampliata anche grazie alle operazioni di capitalizzazione inserite nel ramo V. Si tratta di operazioni mediante le quali l'assicuratore si impegna a versare all'assicurato il capitale che risulterà ad una data scadenza e che sarà costituito dal capitale stesso maggiorato degli interessi ad un certo tasso garantito. In caso poi di premorienza dell'assicurato rispetto alla data stabilita si prevede talvolta che la somma capitalizzata a quella data spetti al terzo beneficiario da lui designato. Si tratta di un contratto che pur avendo una funzione previdenziale³², manca del rischio demografico. Si sostiene pertanto che tali contratti non siano propriamente contratti di assicurazione sulla vita ma solo prodotti assicurativi in quanto emessi da un'impresa di assicurazione³³.

Quanto alle polizze linked, la qualificazione di tali contratti si complica per la varietà delle condizioni contrattuali che talvolta lasciano integralmente il rischio di investimento a carico dell'assicurato, finendo per potenziare la componente speculativa a scapito di quella previdenziale³⁴.

³² Cfr. P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 2-3.

³³ Cfr. G. VOLPE PUTZOLU, *Profili del contratto di capitalizzazione*, in *Diritto della Banca e del mercato finanziario*, 1990, pp. 158-179.

³⁴ V. *infra* cap. III par. 2.

5. *Il valore della predittività nei mercati finanziari*

Il termine predittività è usato dalle scienze statistiche per indicare la caratteristica propria di un concetto che comprende elementi noti in grado di rendere possibile prevederne sviluppi futuri. Si parla di analisi predittiva (*Predictive Analytics*) per indicare l'uso di metodiche che consentono di prevedere gli eventi futuri sulla base di elementi noti, al fine, ad esempio, di pianificare in numerosi settori: la produzione, i flussi di cassa o le giacenze.

L'analisi predittiva dei dati comprende tecniche statistiche che, attraverso l'estrazione di informazioni dai dati, riescono a compiere previsioni su trend e modelli di comportamento, stabilendo relazioni tra variabili indipendenti e variabili dipendenti di eventi passati e utilizzando queste relazioni per fare previsioni.

L'analisi predittiva si distingue e si collega con altri tipi di analisi statistica come l'analisi descrittiva e l'analisi esplorativa.

L'analisi esplorativa (*Exploratory Data Analysis - EDA*) è una metodologia avente ad oggetto la definizione delle caratteristiche principali di un insieme di dati. Attraverso la EDA è possibile suggerire ipotesi sulle cause di un fenomeno, individuare la struttura dei dati, evidenziare la presenza di anomalie, fornire una base di conoscenze che possa permettere l'applicazione di ulteriori metodologie e analisi come quella predittiva.

L'analisi descrittiva ha per oggetto la determinazione delle principali caratteristiche dei dati.

L'analisi predittiva si presta ad essere associata ad analisi da compiersi con strumenti di statistica e di intelligenza artificiale: *data mining* ovvero estrazione di informazioni da grandi data base e *business intelligence* ovvero un insieme di processi aziendali per raccogliere dati ed analizzare informazioni strategiche³⁵.

³⁵ Occorrerà in tal caso operare su grandi dati. Come noto il termine «Big Data» indica un complesso di enorme dimensione dei dati che possono essere utilizzati per formare nuove conoscenze attraverso le relazioni tra i dati conoscibili. I big data hanno un valore euristico in quanto rappresentano il punto di partenza per individuare le correlazioni che possono essere rilevanti per gli sviluppi futuri (J. MANYIKA, M. CHUI, B. BROWN, J. BUGHIN, R. DOBBS, C. ROXBURGH *et al.*, *Big data: The next frontier for innovation, competition, and productivity*, The McKinsey Global Institute, 2011; A. MCAFEE e E. BRYNJOLFSSON, *Big Data: The Management Revolution*, Harvard Business Review, 2012; S. FARO e N. LETTIERI, *Big data: una lettura infor-*

L'analisi predittiva deve essere distinta dall'apprendimento automatico, nel senso che la prima comprende al suo interno tecniche statistiche tra cui anche il c.d. *machine learning*, che consente al computer di prendere decisioni senza essere programmato, e il *data mining* che consente in modo automatico di dedurre dai dati presenti informazioni future.

L'analisi statistica a fini predittivi ha un particolare valore nel mercato finanziario (ad esempio la previsione dell'andamento di determinati indici nel mercato azionario, ovvero l'analisi di dati al fine di fare previsioni sul valore futuro di azioni della società o altri strumenti finanziari negoziati in borsa)³⁶. La previsione del prezzo futuro di un titolo potrebbe fruttare profitti significativi. Ancora l'analisi statistica consente di gestire la volatilità. La volatilità finanzia-

matico-giuridica, in *Scritti per Luigi Lombardi Vallauri*, vol. 1, Padova, Cedam, 2016, p. 503 ss.; V. FALCE, *Standard e cloud computing*, in *Dir. ind.*, 2015, pp. 155 ss.).

Ci sono varie tecniche utilizzate:

1. Il «data mining» è il processo di analisi dei dati provenienti da diversi punti di vista in modo da trarne informazioni utili. È il processo di ricerca di correlazioni o modelli tra dati raccolti in banche dati relazionali.

2. La «data fusion» è il processo di integrazione di molteplici dati e conoscenze. L'aspettativa è che i dati «fusi» contengano informazioni superiori ai dati originali. Cfr. D.L. HALL e S.A.H. McMULLEN, *Mathematical Techniques in Multisensor Data Fusion*, 2^a ed., Norwood, MA, Artech House, Inc., 2004; H.B. MITCHELL, *Multisensor Data Fusion - An Introduction*, Berlin, Springer-Verlag, 2007; S. DAS, *High-Level Data Fusion*, Norwood, MA, Artech House Publishers, 2008.

3. La procedura «clustering» ha l'obiettivo di raggruppare dati e di organizzarli in gruppi in modo che i dati contenuti nello stesso cluster sono più simili rispetto a quelli contenuti in «cluster» diversi.

4. La *Regression analysis* è usata per stimare la forza e la direzione della relazione tra le variabili che sono in relazione lineare tra loro.

Non esiste una definizione unica di Big data. A volte l'aggettivo «Big» si riferisce alla quantità di dati, altre volte è riferito alla loro estensione e all'analisi che possiamo effettuare su di essi. In generale, essi sono caratterizzati da grandi volumi: questo significa che la quantità di dati non può essere trattata con metodi tradizionali, come fogli di calcolo o data base. Un'altra caratteristica è la grande velocità riferita al rapido trasferimento di informazioni. Infine c'è l'aspetto della varietà di dati.

³⁶ Si veda B. KEIM, *Possible Early Warning Sign for Market Crashes*, in *Wired*, 03.18.11. www.wired.com/2011/03/market-panic-signs/; L.C. JACARUSO, *A method of trend forecasting for financial and geopolitical data: inferring the effects of unknown exogenous variables*, in *Journal of Big Data*, 2018-12-08, 5. Sull'uso dei dati ricavati da google per operare analisi predittive si veda in particolare T. PREIS, H.S. MOAT e H.E. STANLEY, *Quantifying Trading Behavior in Financial Markets Using Google Trends*, in *Scientific Reports*, 2013, 3, p. 1684.

ria è prevedibile a partire dagli storici (o serie storiche) che sono un modello di serie temporali. Questi dati sono gestiti con alcuni metodi classici di volatilità finanziaria per determinare il futuro del mercato ricavando informazioni di grande interesse per gli investitori. La volatilità del mercato infatti è il cambiamento dei prezzi delle attività durante un determinato periodo di tempo ed è misurabile con la deviazione standard in relazione ad un periodo di tempo specifico³⁷.

La tecnica *data mining*, che come vedremo può avere un particolare utilizzo in ambito finanziario, è definibile come l'insieme di metodologie e strumenti tecnici che hanno per oggetto l'estrazione di informazioni utili da grandi quantità di dati (es. database, datawarehouse ecc.), attraverso metodi automatici o semi-automatici e l'utilizzo scientifico, aziendale/industriale o operativo delle stesse.

Il *data mining* si distingue dalla statistica che può essere definita come una metodologia che consente l'estrazione di informazioni utili da un insieme di dati, mentre il *data mining* viene utilizzato per cercare correlazioni tra più variabili. In estrema sintesi il *data mining* è l'analisi matematica eseguita su un insieme di dati di grandi dimensioni, preceduta tipicamente da altre fasi di preparazione/trasformazione/filtraggio di tali dati (un dato può essere interessante o trascurabile a seconda del tipo di applicazione in cui si vuole operare). Il *data mining* è operato con una duplice valenza: la estrazione, con tecniche analitiche all'avanguardia, di informazione implicita, da dati già strutturati, per renderla disponibile e direttamente utilizzabile; la esplorazione ed analisi, eseguita in modo automatico o semiautomatico, su grandi quantità di dati al fine di scoprire pattern (schemi o regolarità) significativi³⁸.

La finanza è uno dei principali settori in cui le tecnologie dei *big*

³⁷ Cfr. S.H. POON e C.W.J. GRANGER, *Forecasting volatility in financial markets: A review*, in *J. Econ. Lit.*, vol. 41, n. 2, pp. 478-539, 2003; P. OU e H. WANG, *Financial volatility forecasting by least square support vector machine based on GARCH, EGARCH and GJR models: Evidence from ASEAN stock markets*, in *Int. J. Econ. Fin.*, vol. 2, n. 1, 2010, pp. 51-64.

³⁸ Nel mondo professionale è utilizzata per risolvere problematiche diverse tra loro, che vanno dalla gestione delle relazioni con i clienti, all'individuazione di comportamenti fraudolenti. Cfr. P. CABENA, P. HADJINIAN, R. STADLER, J. VERHEES e A. ZANASI, *Discovering data mining from concept to implementation*, Upper Saddle River, New Jersey, U.S.A., Prentice Hall PTR, 1997; S. DULLI, S. FURINI e E. PERON, *Data Mining*, Berlin, Springer Verlag, 2009.

data e la tecnica *data mining* stanno creando nuova conoscenza nelle previsioni degli analisti a partire dai dati finanziari³⁹, essendo necessarie informazioni regolari e informazioni storiche di borsa specifiche per la creazione di previsioni. Esistono svariate tecniche utilizzate per analizzare le informazioni non strutturate come le previsioni di borsa (informazioni giornaliera) e la statistica storica delle informazioni economiche considerate separatamente.

Anche il *Machine Learning* può essere impiegato per compiere predizioni nel mercato finanziario.

La previsione del mercato azionario si è da tempo spostata nel «regno» della tecnologia. La tecnica più importante riguarda l'uso di reti neurali artificiali (RNA) ovvero sistemi di calcolo ispirati alle reti neurali biologiche che costituiscono il cervello degli animali. La rete neuronale stessa non è un algoritmo, ma piuttosto una struttura composta da molti algoritmi di apprendimento automatico che operando insieme riescono ad elaborare input di dati complessi, e algoritmi genetici (GA), che riproducono la selezione naturale (algoritmi genetici che permettono di valutare diverse soluzioni di partenza – come se fossero diversi individui biologici – e che ricombinandole, come nella riproduzione biologica sessuata, ed introducendo elementi di disordine, come nelle mutazioni genetiche casuali, producono nuove soluzioni).

Se la predittività è un valore nel mercato finanziario, occorre interrogarsi sulla predittività basata sui dati giuridici ovvero la possibilità di trarre informazioni relative a scenari futuri a partire dai dati giuridici presenti. Il tema della predittività del diritto deve essere distinto, per quanto connesso, al tema della misurabilità del diritto. Entrambi si fondano sulla possibilità di tradurre in termini quantitativi le risultanze giuridiche ma la funzione è diversa: la misurazione è ordinata a classificare in termini di efficienza le risposte giuridiche a di-

³⁹ Si veda sul punto il lavoro di tre giovani ricercatrici indiane S. KAVITHA, P. RAJA VADHANA e A.N. NIVI, *Big data analytics in financial market*, in *International Journal of Research in Engineering and Technology*, 2015, p. 422 ss. La loro ricerca si basa sulla «Sentiment Analysis» ovvero il processo di identificazione del punto di vista dell'utente in base alle recensioni o ai feedback dei social media. Viene utilizzato principalmente in campi come marketing e pubblicità per migliorare la qualità e il profitto del prodotto da parte di varie organizzazioni. Nell'analisi finanziaria sono le recensioni sul «exchange stocks dash board» da parte degli investitori o degli analisti o di qualsiasi organizzazione.

stinte istanze sociali ed economiche; la predittività è fondata sulla possibilità di applicare il metodo statistico a «dati» giuridici per predire nel futuro le risposte del diritto su determinate istanze sociali ed economiche⁴⁰.

⁴⁰ Il tema della misurazione del diritto muove dai risultati delle metodologie di rating del progetto «Doing business» volto a misurare l'efficienza economica dei differenti paesi del mondo. Il progetto ha un sito dedicato in cui è possibile leggere i report www.doingbusiness.org/en/doingbusiness.

Sul tema si vedano i contributi di C. ARNDT e C.P. OMAN, *Uses and abuses of Governance indicators*, OECD, 2006; MM. SIEMS, *Numerical Comparative law: Do we need Statistical evidence in Law in order to reduce complexity?*, in *Cardozo Journal of International and Comparative Law*, 2005, p. 521. Sulla necessità di disciplinare gli indicatori S. CASSESE e L. CASINI, *The Regulation of Global Indicators*, in K.E. DAVIS, A. FISHER, B. KINGSBURY e S. ENGLE MERRY (eds), *Governance by indicators. Global Power through Quantification and Rankings*, Oxford, Oxford University Press, 2012, p. 465.

Per una ricostruzione sul punto si veda L. ANTONIOLLI, *La letteratura in materia di misurazione del diritto - breve itinerario ragionato*, in *Annuario del diritto comparato*, 2012, p. 453 ss.

Il progetto «Doing Business» misura le norme che riguardano 11 aree della vita di un'azienda. Ad esempio, nell'anno 2019 sono incluse nella classifica delle aree relative alla facilità di fare affari: avviare un'impresa, occuparsi di permessi di costruzione, ottenere elettricità, registrare proprietà, ottenere credito, proteggere gli investitori di minoranza, pagare le tasse, negoziare attraverso i confini, far rispettare i contratti e risolvere insolvenza. «Doing Business» misura anche la regolamentazione del mercato del lavoro, che non è inclusa nella classifica di quest'anno.

Il tema ha dato vita ad un intenso dibattito sulla stessa possibilità di misurare il diritto (ovvero la possibilità di quantificare i dati giuridici); si pone in questi studi in evidenza anche la differenza fondamentale fra la misurazione di regole giuridiche che avviene *ex ante*, la quale stima i possibili effetti di regole che devono ancora essere adottate ed attuate, e la misurazione che avviene *ex post*, cioè quando le regole hanno già avuto applicazione. Utile la riflessione sul tema della sociologa S. STEFANIZZI, *Misurare il non misurabile*, in *Quaderni di sociologia*, 2013, p. 91 ss. la quale si interroga sulla misurabilità della criminalità a partire dai dati ufficiali sugli arresti e sulle denunce. Si osserva come sia difficile applicare logiche classificatorie ai concetti giuridici che mancano della esaustività, esclusività e unicità dei termini di divisione dei vari campi tematici (p. 93). Queste considerazioni rendono difficile applicare al diritto l'analisi empirica. Tentativi di superare tali ostacoli anche da un punto di vista della formazione del giurista si trovano nel testo di T.S. ULEN, *Searching under the Streetlight: measurement issues in the law*, in *Annuario del diritto comparato*, 2012, p. 47.

Altri Autori non negano la misurabilità del diritto ma la utilità di una simile metodica arrivando a conclusioni analoghe a quelle dei sociologi. Le norme giuridiche, si osserva, comportano generalmente un bilanciamento fra interessi contrapposti, e quindi misurarle e valutarle dal punto di vista di uno solo di essi rischia di essere

Sul punto teniamo a precisare che, data la definizione di predittività, occorre distinguere la stessa dalla certezza del diritto intesa come possibilità di conoscere gli effetti giuridici delle proprie azioni o omissioni⁴¹.

I due termini a nostro avviso devono essere distinti e per alcuni aspetti anche contrapposti. Un ordinamento caratterizzato da una forte certezza è un ordinamento fondato su una regolazione generale e astratta che non lascia spazi alla creatività dell'interprete. Un ordinamento così strutturato necessita però di continui interventi del legislatore che innovino il diritto rendendolo adeguato ai mutamenti politici, economici e sociali⁴². Si avrebbe quindi un dato (quello giuridico) estremamente instabile che non consente di fare previsioni⁴³.

A questo si aggiungano alcune perplessità sulle risposte giuridiche

fuorviante. In tal senso F. DENOZZA, *È possibile una misurazione delle prestazioni dei sistemi giuridici?*, in *Annuali di diritto comparato*, 2012, pp. 75-80.

In Italia il tema è stato in particolare trattato da A. GAMBARO, *Misurare il diritto*, *ivi*, 2012, p. 17 ss.

⁴¹ V. *infra* nota 70.

⁴² Questo è tanto più vero in caso di regolamentazione durante una crisi. Si veda A. GREENSPAN, *L'era della turbolenza*, trad. di D. Fasic, A. Mazza, C. Volpi, Milano, Sperling&Kupfer, 2007, p. 414. Sulla mutevolezza come caratteristica del diritto dell'economia si veda S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, Pacini, 2018, p. 32 ss.

⁴³ Sul fatto che l'attuale sistema regolatorio presenti incertezze per la presenza di «disposizioni e istituti usa e getta» si veda F. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 21. L'autore rileva anche come nella evoluzione del mercato «l'autonomia negoziale assurge a rilevante strumento di regolazione del mercato» (p. 12). Sul punto si veda anche A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, *ivi*, p. 40. Sulle tecniche di regolazione e sulla possibilità di usare l'analisi dell'impatto della regolamentazione come tecnica di contenimento della inflazione regolatoria si veda M. CLARICH, *Analisi tecnico normativa, semplificazione e drafting*, in *Iter Legis*, 2004, pp. 2-3; A. TROISI, *L'analisi di impatto della regolamentazione bancaria e la tutela del risparmiatore*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 464. Si veda anche quanto osservato sulla regolamentazione nel settore bancario e finanziario da G. MORBIDELLI, *Note e Riflessioni*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, a cura di G. Morbidelli, Firenze, Cesifin-on line, 2016, p. 20: «Resta però fermo il fatto che l'analisi economica e quella giuridica devono fra loro integrarsi se vogliono evitare di raggiungere risultati parziali, privi di una visione complessiva ed oggettiva del fenomeno indagato. Sicché lo studio giuridico non può prescindere dall'analisi dei processi economici che va comunque a regolare o su cui va ad impattare. Questa è l'ottica che deve guidare la revisione di quella disciplina che si suol definire il "diritto dell'economia"».

in caso di violazione delle norme in un ordinamento strettamente *rules based*⁴⁴ che dovrebbero essere idonee a condizionare la condotta

⁴⁴ In una prospettiva *principles based* occorre tener conto del ruolo dei principi e dei valori nel quadro ordinamentale. I valori sarebbero «parte del sistema giuridico» insieme alle norme. «Solo se sussistono entrambi [...] (si ha) un sistema aperto, adeguato alla realtà, capace di apprendere da se stesso, di evolvere riflettendo sugli esiti dei precedenti atti di applicazione»: P. PERLINGIERI, *Editoriale. I valori e il sistema ordinamentale «aperto»*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 3 ss.; N. LIPARI, *Intorno ai «principi generali del diritto»*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, I, p. 28; P. FEMIA, *Segni di valore*, in L. RUGGERI (a cura di), *Giurisprudenza della Corte Europea dei diritti dell'uomo e influenza sul diritto interno*, Napoli, Esi, 2009, p. 83 ss. La tecnica normativa attuale di impronta comunitaria come detto risulta sempre più *principles based* e come detto «*values oriented*». Si pongono valori come obiettivi e si individuano strumenti (norme e principi) per orientare le condotte degli individui verso tali scopi. L'azione è guidata da ragioni/valori distinti dai principi che conservano il relativismo delle norme. Si veda sul punto J. DANCY, *Ethics without principles*, Oxford, Oxford University Press, 2004.

La distinzione forte tra norme e principi, le une determinate e gli altri indeterminati (Cfr. R. DWORKING, *The model of Rules*, I, in *Id.*, *Taking the rights seriously*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1977, p. 14 ss.), è stata criticata da quanti hanno proposto una distinzione debole fondata su un approccio di tipo quantitativo piuttosto che qualitativo. In tal senso v. R. GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Tratt. dir. civ. comm. Cicu e Messineo*, continuato da L. Mengoni, Milano, Giuffrè, 1998, p. 272 ss. Lo stesso autore, in chiave critica, peraltro osserva come la distinzione tra norme e principi sia piuttosto di tipo ideologico. Si fa presente come in Italia la questione fu sollevata all'indomani dell'entrata in vigore della Costituzione repubblicana allo scopo di circoscrivere l'efficacia della stessa. Da ultimo il tema ha riguardato il dibattito internazionale sulla discrezionalità dei giudici. Anche in tal caso l'opposizione tra norme e principi cela il contrasto tra diritto positivo e diritto giurisprudenziale. Cfr. R. DWORKING, *op. loc. cit.*; R. ALEXY, *Concetto e validità del diritto* (1992), Torino, Einaudi, 1997, p. 129 ss. A favore di una distinzione debole tra norme e principi si veda anche J. RAZ, *Legal Principles and the Limits of Law*, in *Yale Law Journal*, 1972, p. 823 ss.; A. PINTORE, *Norme e principi, una critica a Dworking*, Milano, Giuffrè, 1982, p. 19 ss.; P. COMANDUCCI, *Principi e indeterminazione del diritto* (1997), in *Id.*, *Assaggi di metaetica a due*, Torino, Giappichelli, 1998, p. 81 ss.; G. PINO, *I principi tra teoria della norma e teoria dell'argomentazione giuridica*, in *Diritto e questioni pubbliche*, 2011, p. 75 ss.

Sui principi come strumento per recuperare un quadro assiologico unitario, si veda U. SCARPELLI, *Dalla legge al codice, dal codice ai principi*, in *Rivista di filosofia*, 1987, pp. 3 ss.; A. FALZEA, *I principi generali del diritto* (1991), in *Id.*, *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, vol. I, Milano, Giuffrè, 1999, pp. 337-338; G. ZAGREBELSKY, *Il diritto mite. Legge diritto giustizia*, Torino, Einaudi, 1992, p. 47; B. PASTORE, *Pluralismo delle fonti e interpretazione: il ruolo dei principi generali*, in *Diritto privato*, 2001-2002, p. 65 ss. Come affermato dai fautori della distinzione debole, sebbene anche le norme non siano «opache» rispetto al valore

degli operatori e quindi dovrebbero essere parte dell'analisi previsionale. La proposizione giuridica è infatti solitamente scandita da due momenti: precetto e sanzione⁴⁵. La complessità reale e ordinamentale dei mercati finanziari impone di trovare soluzioni resilienti che riescano a comporre l'ordine violato. Così in caso di violazioni delle regole occorrerà verificare l'impatto concreto della violazione, il profitto che l'incolpato può aver tratto e soprattutto la sua condotta anche *ex post* ordinata a porvi rimedio per compensare gli interessi violati ed evitare possibili effetti domino in considerazione delle intersezioni esistenti tra gli attori del mercato stesso.

Senza voler escludere l'importanza nel mercato finanziario dell'attività regolatoria riteniamo che, per bilanciare le istanze sin qui delineate, una risposta potrebbe essere trovata nelle tecniche ordinanti adottate dalle autorità di controllo nazionali e comunitarie. Il riferimento è all'adozione di linee guida, lettere al mercato, la stessa creazione di FAQ nei siti istituzioni.

Siamo al di fuori del concetto di norma cogente. Siamo in presenza di quella normativa «soffice» o forse è il caso di dire *liquida*⁴⁶. Alcuni autori⁴⁷, nel definire i caratteri della *soft law*, li indentificano come segue:

(l'aggettivo tra virgolette è di G. PINO, *op. cit.*, p. 91), va detto che i principi consistono nella proclamazione di un valore caratterizzante dal punto di vista assiologico un dato settore dell'ordinamento o l'ordinamento nel suo complesso. Cfr. anche N. MACCORMICK, *Legal Reasoning and Legal Theory*, Oxford, Oxford University Press, 1978, p. 234; G. ALPA, *I principi generali*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 7; E. DICIOTTI, *Interpretazione della legge e discorso razionale*, Torino, Giappichelli, 1999, p. 432 ss.

⁴⁵ Il diritto sarebbe strumento per ordinare le condotte dei consociati H.L.A. HART, *Il concetto di diritto*, trad. di M. Cattaneo, Torino, Einaudi, 1965, p. 98. Sulla funzione prescrittiva del diritto, per quanto non costituito solo da norme imperative, si veda U. SCARPELLI, *Il linguaggio giuridico: un ideale illuministico*, in *Nomografia, linguaggio e redazione delle leggi*, a cura di P. Di Lucia, Milano, Giuffrè, 1995, p. 23 ss. V. inoltre N. IRTI, *I «cancelli delle parole»*, Napoli, ES, 2015, p. 13 ss. per il quale la norma sarebbe comando che «deve essere incondizionatamente obbedito».

⁴⁶ Il riferimento è alle opere di Zygmunt Bauman e in particolare: *La società dell'incertezza*, Bologna, Il Mulino, 1999; *Modernità liquida* (*Liquid modernity*, 2000), Roma-Bari: Laterza, 2002, per il quale la società contemporanea, una società dei consumi, è vista come una modernità «liquida».

⁴⁷ M.R. FERRARESE, *Soft law: funzioni e definizioni*, in *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, a cura di A. Somma, Torino, Giappichelli, 2009, p. 71 ss.

- nella rinuncia alla forza cogente della legge;
- nella «capacità di produrre effetti pratici», spostandosi dall'idea di validità ed efficacia all'idea di effettività;
- nel passaggio dalla forma alla sostanza. Gli effetti sono prodotti non in ragione di una rispondenza alla forma predicata dalle fonti istituzionali ma in ragione della «funzione come risultato, come effettività»;
- nel passaggio dallo Stato alla *Governance* propria della globalizzazione di un diritto a-cefalo, transnazionale e sovranazionale proprio della crisi da «liquidità», intesa come perdita del senso di appartenenza ad una comunità istituzionalizzata.

Anche il meccanismo sanzionatorio dovrebbe essere «soft» consentendo una maggiore interazione tra controllore e controllati anche al fine di trovare soluzioni più adeguate al caso concreto. La soluzione «soft» potrebbe essere quella del meccanismo espresso nella formula «*comply or explain*» per cui, se non si riesce a raggiungere un livello di conformità adeguato *ex ante* alle linee guida indicate, si dovrà motivare ed eventualmente trovare una via correttiva *ex post* rispettosa degli interessi in gioco per il futuro e compensativa degli interessi passati lesi.

Questo non vuol dire escludere in assoluto interventi regolatori e meccanismi sanzionatori.

Anche in caso di introduzione di regole del mercato che prevedano l'irrogazione di sanzioni amministrative per la loro violazione una «risposta mite» ordinata a ricostruire l'ordine violato piuttosto che a punire è rinvenibile nell'introduzione della possibilità per le *Authorities* di intervenire non con sanzioni punitive ma con ordini riparatori peraltro in ossequio a principi dell'azione amministrativa. Un principio cardine del sistema sanzionatorio punitivo amministrativo è quello della proporzionalità traducibile nel rapporto equilibrato tra l'interesse pubblico violato e il sacrificio privato del soggetto sanzionato⁴⁸.

Il principio si delinea secondo tre elementi: idoneità dello strumento sanzionatorio, necessità dell'azione sanzionatoria e adeguatezza intesa come giusta misura del potere sanzionatorio amministrativo.

⁴⁸ A.M. SANDULLI, *La proporzionalità nell'azione amministrativa*, Padova, Cedam, 1998, p. 365 ss.

La necessarietà trova espressione anche nel principio del «minimo mezzo» ovvero della necessarietà della «adozione della misura sanzionatoria più mite per il ripristino dell'ordine giuridico violato»⁴⁹.

A tali principi risulta rispondente la irrogazione della sanzione sostitutiva dell'ordine di cessare la violazione (c.d. ordine di *cease and desist*) che consentirà all'incolpato, nel nostro caso all'operatore del mercato finanziario, di ricostruire l'ordine violato sotto la vigilanza dell'autorità che seguirà, con un'attività di *follow up*, il suo intervento.

Inoltre sempre a livello di tecniche di normazione e sempre nella logica di creare un ordinamento resiliente avente una stabilità nel tempo, è da preferire ad una normazione *top down* una normazione adottata secondo una «tecnica consensuale», intesa come forma di «diritto mite» o di *soft law*⁵⁰, utile nel perseguire la semplificazione e la qualità della regolazione in modo che questa sia maggiormente conforme ai valori e principi dell'ambiente culturale, economico e sociale in cui viene a trovare applicazione. Da qui l'importanza di interventi di regolamentazione secondaria, ma anche l'adozione di li-

⁴⁹ T.A.R. Lecce (Puglia), sez. II, 10 luglio 2014, n. 1715, in *Foro amm. (II)*, 2014, 7-8, p. 2185 (s.m): «Il principio di proporzionalità, che assume particolare rilievo in materia sanzionatoria e, più in generale, nel caso di poteri che incidono negativamente nella sfera giuridica del destinatario, impone alla Pubblica amministrazione, che effettua la valutazione discrezionale, un giudizio che deve essere guidato, in sequenza, da tre criteri: l'idoneità, che mette in relazione il mezzo adoperato con l'obiettivo da perseguire, con conseguente scarto di tutte le misure che non sono in grado di raggiungere il fine della necessarietà e adeguatezza della misura prescelta; la necessarietà (detta anche regola del minimo mezzo o del mezzo più mite), che mette a confronto le misure ritenute astrattamente idonee e orienta la scelta concreta su quella che comporta il minor sacrificio possibile degli interessi incisi dal provvedimento; infine l'adeguatezza, che consiste nella valutazione della scelta finale in termini di tollerabilità della restrizione o incisione nella sfera giuridica del destinatario del provvedimento, con la conseguenza che, in virtù di tale parametro, è legittimo l'esercizio del potere, pur idoneo e necessario, solo se rispecchia una ponderazione armonizzata e bilanciata degli interessi». V. anche T.A.R. Palermo (Sicilia), sez. II, 24 ottobre 2001, n. 1488, in *Giur. it.*, 2002, p. 867 «In applicazione del principio del minimo mezzo la p.a., in tutti i casi in cui sia possibile e non sconveniente, deve perseguire la realizzazione dell'interesse pubblico primario del quale è affidataria con il minor aggravio di tutti i contrapposti interessi secondari, pubblici e privati, coinvolti nell'esercizio della potestà; in particolare, in tema di provvedimenti sanzionatori, deve mantenersi un rapporto di proporzionalità fra le contestazioni mosse e la sanzione applicata».

⁵⁰ Il riferimento è a G. ZAGREBELSKY, *Il diritto mite. Legge diritto giustizia*, cit., p. 47.

nee guida, fondate su processi di pubblica consultazione aperta in particolare agli stakeholders⁵¹.

Ancóra sul piano applicativo è apprezzabile come, con particolare riguardo al settore finanziario, si sia avviata una implementazione di sistemi di soluzione dei conflitti tra i clienti (anche parti di contratti di investimento) e gli operatori del mercato, distinti dal ricorso alla giustizia ordinaria. Il riferimento è alla regolamentazione in materia di reclami che impone alle Banche, alle Imprese di Assicurazione e agli Intermediari Finanziari di prevedere apposite procedure al proprio interno che facilitino il dialogo con i clienti al fine di comporre il conflitto prima che l'esposto venga posto innanzi all'autorità di controllo⁵². Viene inoltre da più parti apprezzata la funzione regolatoria esercitata da organi decisori⁵³ come l'Arbitro Bancario e Finan-

⁵¹ Da parte di alcuni è stata comunque sottolineata la necessità di svincolare la regolazione da «ingombranti e inefficaci pastoie procedurali»: così G. CARRIERO, *Discrezionalità amministrativa e mercati finanziari*, in *Diritto dei mercati finanziari*, 2012, p. 16. Con riferimento alla rilevanza di interessi pubblici concorrenti nella regolamentazione dell'attività bancaria con particolare riguardo alla regolazione delle crisi bancarie si veda S. AMOROSINO, *Le trasformazioni delle Banche*, Pisa, Pacini, 2018, p. 63 ss.

⁵² Sul rapporto tra ricorso e reclamo nel sistema bancario si veda F. MAIMERI, *La definizione delle controversie concernenti i contratti dei risparmiatori davanti all'A.B.F.*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 555 ove si sottolinea come il preventivo obbligatorio reclamo all'intermediario prima del ricorso davanti ad ABF «rappresenta una importante caratteristica della procedura che intende coinvolgere l'intermediario nello sforzo di migliorare i rapporti con la clientela, obbligando l'uno a scrutinare le questioni sollevate dall'altro». Sul sistema dei reclami con riguardo alle imprese di assicurazione si veda F. D'ANGELO, *La funzione aziendale preposta alla gestione dei reclami nelle imprese di assicurazione*, in *Giustiziacivile.com.*, 2014, pp. 2-11.

⁵³ Ampia la letteratura sul tema che inquadra il fenomeno nel sistema dell'ADR e dell'attività di vigilanza dell'Autorità di controllo. Si veda in particolare R. CARLEO, *L'arbitro bancario-finanziario: anomalia felice o modello da replicare*, in *Riv. arbitrato*, 2017, pp. 21 ss.; G. MARZIALE, *L'Arbitro Bancario Finanziario: luci ed ombre*, in *I contratti*, 2016, pp. 49 ss.; E. MINERVINI, *Gli strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia bancaria e finanziaria*, in *I contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, in *Tratt. contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, Utet, 2016, p. 660 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *Arbitro Bancario Finanziario*, in *Ann. Enc. dir.*, VIII, Milano, 2015, pp. 55 ss.; A. PIERUCCI, *L'Arbitro bancario e finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 811 ss.; E. MINERVINI, *L'Arbitro bancario finanziario. Una nuova «forma» di ADR*, Napoli, Esi, 2014; M. RABITTI, *Soft Law e Governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'arbitro bancario finanziario*, in *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a

zio (ABF)⁵⁴, l'Arbitro per le Controversie finanziarie (ACF)⁵⁵ e, ora da ultimo in via di istituzione, l'Arbitro per le Controversie Assicurative (ACAs)⁵⁶. Si tratta di un sistema condiviso dagli Stati Membri

cura di Mario Nuzzo, vol. I, Torino, Giappichelli, 2014, pp. 623-645; A. SCARPA, *Strumenti alternativi di risoluzione delle controversie bancarie e finanziarie*, in *Contr. impr.*, 2013, p. 137 ss.; S. DELLE MONACHE, *Arbitro bancario finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, I, p. 144 ss.; A. BERLINGUER, *L'ABF tra giudizio e media-conciliazione*, in *Riv. arbitrato*, 2013, p. 19 ss.; V. SANGIOVANNI, *Regole procedurali e poteri decisori dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Le società*, 2012, p. 953 ss.; E. CAPOBIANCO, *Arbitro Bancario Finanziario*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, VI Agg., Torino, 2012, p. 35 ss.; ID., *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, in *Contr. impr./Europa*, 2011, p. 134 ss.; AA.VV., *ABF e supervisione bancaria*, a cura di F. Capriglione e M. Pellegrini, Padova, 2011; M.S. DESARIO, *Profili d'impatto delle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 492 ss.; B. DE CAROLIS, *L'Arbitro Bancario Finanziario come strumento della trasparenza*, in *Quad. ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 70, 2011; S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 325 ss.; E. QUADRI, *L'«arbitro bancario finanziario» nel quadro dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, p. 305 ss.

I possibili limiti dell'istituto, oltre ai vantaggi, sono ben evidenziati da F. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 261 ss. che ha visto la risposta di G. GUIZZI, *Chi ha paura dell'ABF? (una breve risposta a «La giustizia nei rapporti bancari finanziari. La prospettiva dell'ADR»)*, *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 665 ss.

⁵⁴ Come noto l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) è stato istituito nel 2009 in attuazione dell'articolo 128-bis del Testo unico bancario (TUB), introdotto dalla legge sul risparmio (legge n. 262/2005). Per la letteratura v. *supra* nota 53.

⁵⁵ L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) è stato istituito dal decreto legislativo n. 130 del 2015 in attuazione della direttiva comunitaria 2013/11/UE. Si tratta di un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie attivo presso la Consob, che ne ha definito la regolamentazione e ne supporta l'operatività attraverso un proprio Ufficio (Ufficio di segreteria tecnica dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie). Cfr. G. PERCOCO, *Le procedure di ADR (Alternative Dispute Resolution – metodi alternativi per la risoluzione delle controversie) nel settore finanziario: dalla Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob all'Arbitro per le Controversie*, in *Riv. arbitrato*, 2017, p. 191 ss.; V. MIRRA, *I sistemi di Alternative Dispute Resolution trovano nuovo vigore: il recepimento della Direttiva ADR e l'introduzione del nuovo Arbitro per le Controversie Finanziarie*, in *Riv. arbitrato*, 2016, p. 693 ss.; N. SOLDATI, *L'arbitro per le controversie finanziarie presso la CONSOB (ACF)*, in *I contratti*, 2016, p. 1056 ss.; A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *Sul nuovo ADR Consob*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 251 ss. Si intende così fornire ai risparmiatori che hanno presentato senza successo reclami agli intermediari finanziari di cui sono clienti uno strumento alternativo, agile ed efficiente per risolvere le controversie, senza dover adire la via giudiziaria

⁵⁶ L'art. 187-ter del Codice delle Assicurazioni private - d.lgs. 209/2005 (inserito

della Comunità Europea⁵⁷, che offre la possibilità ai clienti, per controversie entro un certo valore, di avere una soluzione con ridotti oneri. È da più parti individuato come uno strumento⁵⁸, che consente di coniugare la disciplina pubblicistica di settore, oggetto di intervento dell'autorità di controllo in caso di violazione, e la disciplina privatistica in cui possono inserirsi le regole di condotta, introdotte appunto dalla disciplina di settore, in una logica di *private enforcement*⁵⁹, inteso come strumento di implementazione della portata deterrente del *public enforcement* rappresentato dall'intervento dell'autorità di controllo⁶⁰.

Il concetto di uso del ricorso alla giustizia ordinaria per violazione di norme che prevedono l'intervento di Autorità di controllo ha avuto

dall'art. 1, comma 34 del d.lgs. 68/2018 attuativo della direttiva UE 2016/97) da ora in poi CAP introduce l'obbligo per le imprese di assicurazione e riassicurazione nonché per gli intermediari assicurativi di aderire a «sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela» relative alle prestazioni e ai servizi assicurativi derivanti da tutti i contratti di assicurazione, senza alcuna esclusione.

⁵⁷ Cfr. DIRETTIVA 2013/11/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 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). Tali organi ADR sono inseriti in FIN-NET, che è una rete di organizzazioni nazionali competenti per risolvere i reclami dei consumatori nel settore dei servizi finanziari senza ricorrere ai tribunali.

⁵⁸ Si veda in particolare A. ANTONUCCI, *Gli strumenti di tutela metaindividuale e collettiva dell'utente finanziario*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 519 ss. in particolare p. 523 ove si rileva: «Peculiare dimensione di tutela dell'utente finanziario deriva dall'attribuzione di specifiche funzioni alle autorità di vigilanza, variamente configurate come momento di saldatura tra *enforcement* privato e pubblico delle normative di settore applicabili agli intermediari, al fine di realizzare un controllo di conformità delle operatività di mercato».

⁵⁹ Si veda S. GRUNDMANN, *The Banking Union Translated into (Private Law) Duties: Infrastructure and Rulebook*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 16, 2015, p. 357 ss.; P. SIRENA, *ADR Systems in the Banking and Financial Markets*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2018, p. 634.

⁶⁰ Il tema ha trovato un fertile terreno in ambito di violazione delle norme antitrust e risarcimento del danno al consumatore. Cfr. M. FRIGESSI DI RATTALMA, *Uniformità del diritto della concorrenza e della tutela del consumatore in Europa: mito o realtà?*, in *Nuove sfide in tema di concorrenza e aiuti di stato nell'unione europea: problemi sostanziali e equo processo*, a cura di M. Frigessi di Rattalma e P. De Cesari, Napoli, Esi, 2013, p. 36 ss.; S. LANDINI, *Intese anticoncorrenziali nel settore assicurativo e risarcimento del danno a favore degli assicurati*, in M. FRIGESSI DI RATTALMA (a cura di), *La disciplina della concorrenza in ambito assicurativo*, Torino, Giappichelli, 2014, pp. 37-47.

in primis applicazione in ambito di disciplina della concorrenza, ma può essere invocato in via generale come strumento per rafforzare la funzione deterrente della normativa e dell'intervento pubblico delle *Authorities*.

Le violazioni delle norme antitrust dell'UE (articoli 101 e 102 del TFUE - Trattato per il funzionamento dell'Unione Europea), come i cartelli o l'abuso di una posizione dominante sul mercato, risultano dannosi non solo per l'economia e per i consumatori in generale, ma provocano anche danni concreti ai singoli clienti e imprese concorrenti. La Corte di giustizia dell'Unione europea (C-295/04 - C-298/04,) ha stabilito che ogni cittadino o azienda ha diritto al risarcimento integrale per i danni causati dalla violazione delle norme antitrust dell'UE, agendo appunto innanzi alla giustizia ordinaria.

Tuttavia, notava la Commissione come nella pratica la maggior parte delle vittime trovano un ostacolo ad azionare il loro diritto nelle norme nazionali sull'azione giudiziale per il risarcimento del danno. Nel 2013 la Commissione ha, così, proposto una direttiva per rimuovere i principali ostacoli ad una compensazione effettiva e per garantire una protezione minima per i cittadini e le imprese, ovunque nell'UE. A termine della procedura legislativa ordinaria, la direttiva 2014/104/UE sulle azioni contro i danni provocati dall'antitrust è entrata in vigore il 26 dicembre 2014.

Dottrina e giurisprudenza si sono interrogate sulle conseguenze della violazione delle regole di condotta introdotte dalla normativa di settore oscillando tra: responsabilità per mancata adozione di standard di correttezza nella formazione del contratto (art. 1337 c.c.)⁶¹,

⁶¹ Quanto alle conseguenze delle violazioni delle regole di condotta si osserva: «In tema di intermediazione finanziaria, in ipotesi di omessa informazione sulla propensione al rischio del cliente e/o di omessa informazione sui rischi dell'investimento o comunque sull'inadeguatezza delle operazioni poste in essere dall'istituto intermediario ed anche in tutte le ipotesi in cui avrebbe dovuto astenersene, si prospetta una responsabilità di tipo contrattuale; oggetto del contendere, infatti, non sono circostanze attinenti al momento genetico dell'obbligazione, bensì relative al suo concreto divenire e alla sua attuazione. Di talché la domanda non è inquadrabile nella categoria dell'azione di invalidità del contratto, bensì in quella dell'azione di responsabilità, di tipo extracontrattuale – se l'evento generativo del danno si colloca nella fase delle trattative precontrattuali – o di tipo contrattuale se ha ad oggetto le operazioni poste in essere in adempimento del contratto di intermediazione come nella specie. Va pertanto escluso che possa aversi nullità del contratto-quadro per effetto dell'eventuale inadempimento agli obblighi dell'intermediario relativi al com-

la nullità per violazione di norma imperativa (1418 c.c.)⁶², risoluzione per inadempimento (art. 1453 c.c.)⁶³.

Il fatto che il *private enforcement* venga mediato dall'intervento

portamento da tenere in occasione dei singoli atti negoziali esecutivi»: così Cass., 16 maggio 2016, n. 9981, in *Mass. Giust. civ.*, 2016. La Cassazione si è espressa a favore della applicazione della regola della responsabilità ex art. 1337 in ipotesi di violazione di regole di condotta in fase precontrattuale. Si veda in tal senso Cass., 29 gennaio 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, c. 1105 con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale* e in *Danno e resp.*, 2006, 34 con nota di V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale* e Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, con nota di E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*. La questione è stata rimessa alle Sezioni Unite con ordinanza Cass., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, p. 999 con nota di U. SALANITRO, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della Cassazione non decide e rinvia alla sezioni unite*.

Nella giurisprudenza di merito riconducono all'art. 1337 c.c. la violazione dei doveri di informativa nell'intermediazione finanziaria il Trib. Torino, 21 marzo 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 1862; Trib. Trani, 10 ottobre 2006, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, II, p. 621, con nota di A. TUCCI, *Responsabilità dell'intermediario per illecito del promotore finanziario e concorso di colpa dell'investitore*. Riflessioni sulla alteratività o complementarietà di tali rimedi si trovano in A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra «nullità virtuale», culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, p. 632 ss.

⁶² A favore della tesi della nullità ricordiamo in particolare: E. SCODITTI, *Regole di validità e principio di correttezza nei contratti del consumatore*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, II, p. 119 ss.; G. AMADIO, *Nullità del contratto e conformazione del contratto (note minime in tema di «abuso dell'autonomia contrattuale»)*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, p. 299 ss.; E. NAVARRETTA, *Buona fede oggettiva, contratti di impresa e diritto europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, p. 521; P.M. PUTTI, *L'invalidità dei contratti*, in *Tratt. dir. priv. europeo*, vol. III, *L'attività e il contratto*, Padova, 2003, p. 603 ss.

⁶³ Osserva Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit. «la violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso.» In dottrina. T. PASQUINO, *Obblighi di informazione e rimedi contrattuali nella fornitura dei servizi telematici*, in *Studium Juris*, 2005, p. 860.

degli organismi di risoluzione delle controversie operanti all'interno degli organi di vigilanza consente, per quanto le decisioni non siano vincolanti al pari di quelle dei giudici ordinari, di ottenere pronunce che verranno in genere ottemperate dagli operatori del settore per la autorevolezza dell'organo decidente inserito all'interno dell'autorità di controllo e per la pubblicità della decisione. Allo stesso tempo, intorno a tali decisioni si può costruire un sistema di *best practices* consolidato. Da qui l'idea della «*quasi regulatory function*» dei tali organismi⁶⁴, una regolamentazione che consente la creazione di prassi uniformi attuando quel bisogno di predittività del diritto nella regolazione del mercato finanziario in senso non matematico-statistico, ma piuttosto in senso ordinante l'*agere* degli operatori del settore.

6. La rilevanza del diritto nelle scelte di investimento

Da più parti si è rilevato il possibile impatto dei recenti interventi regolatori sulle politiche di investimento di Banche, Imprese di assicurazione e Fondi di Investimento⁶⁵. Il riferimento è alle regole prudenziali introdotte da Basilea e da Solvency, e per i fondi pensione da IORP, fondate su politiche *risk based* che responsabilizzano gli organi amministrativi e di controllo degli investitori finanziari nella gestione in prevenzione della crisi⁶⁶.

⁶⁴ Cfr. P. SIRENA, *op. loc. cit.*

⁶⁵ O. MAREUSE, *op. cit.*, p. 85: «A combination of mark-to-market accounting and prudential rules which are based on mark-to-market valuations (Solvency II), reduces the ability of investors to endure market volatility, something that is required if they are to invest in assets for the long term. In addition, current rules and regulations imply pro-cyclical behaviour: in periods of market stress, when asset prices are falling, the easiest way for investors to maintain or restore solvency ratios is to sell assets considered risky, often ones with long investment horizons.

The accounting and prudential framework should take into account the particular characteristics of long-term investments; this is already the case when it comes to long-dated government bonds, which benefit from «hold to maturity» accounting and very low capital requirements. Such specific treatment should also apply to investors with stable, long-term liabilities seeking to invest in high-quality infrastructure projects or equities».

⁶⁶ È noto che trattatasi dell'*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale) firmato a Basilea nel 2004 ed entrato in vigore nel 2007. È un accordo internazionale di vigilanza prudenziale, maturato nell'ambito del Comitato di Basilea (organizzazione in-

Riguardo agli investimenti dei privati parrebbe che la causa di una riduzione negli investimenti di lungo periodo sia riferibile in via prevalente se non esclusiva alla crisi finanziaria⁶⁷. In realtà occorrerebbe considerare come gli obblighi di informativa «a favore» degli investitori possano aver determinato una condizione di *information overload* ovvero un eccesso di informazioni in grado di incidere sulle capacità cognitive e decisionali del destinatario⁶⁸. Occorrerebbe anche

ternazionale istituita dai governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) alla fine del 1974), riguardante i requisiti patrimoniali delle banche, in base al quale, le banche dei Paesi aderenti devono accantonare quote di capitale proporzionate al rischio assunto, valutato attraverso lo strumento del rating.

Tre i tre «pilastri» dell'accordo: requisiti patrimoniali, controllo delle Autorità di vigilanza, disciplina di mercato e trasparenza.

Attualmente le Banche devono confrontarsi con Basilea III ripensato come possibile risposta agli shock finanziari. www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

Attualmente sono state apportate alcune modifiche a Basilea III note come Basilea IV la cui applicazione è rinviata al 2022.

Quanto a Solvency si tratta della direttiva 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e riassicurazione (solvibilità II).

Come noto Solvency ha avuto un importante impatto sui compiti degli organi di governo. Il consiglio di amministrazione viene chiamato ad una gestione qualitativa con compiti e responsabilità accresciute per il cui svolgimento sarà necessario che i membri dell'organo amministrativo siano inseriti effettivamente nella vita della compagnia e che siano selezionati, ora più di prima, tenuto conto delle loro approfondite competenze professionali. Dovranno infatti avere la capacità di una visione prospettica e un controllo dei rischi ivi compresi quelli che derivano dalla non conformità a norme, garantendo il perseguimento dell'obiettivo della salvaguardia del patrimonio anche in un'ottica di medio-lungo periodo.

Con riferimento ai fondi pensione si segnala la Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali - EPAP (c.d. direttiva IORP II).

⁶⁷ Cfr. D.R. PALENZUELA e S. DEES and the Saving and Investment Task Force, *Savings, op. cit.*, p. 40: «Since the beginning of the crisis, euro area households have had to adapt their decisions to an adverse macroeconomic backdrop, characterised by a high degree of uncertainty, accompanied by a marked decrease in consumer confidence».

⁶⁸ Il «sovraccarico di informazioni» è un problema crescente nella vita in generale. Il fenomeno è un prodotto tipico della ICT Society in cui le persone ricevono troppe e-mail, report e messaggi in arrivo per gestirle in modo efficace.

Il primo uso dei termini «sovraccarico di informazioni» è stato attribuito ad Alvin Toffler nel 1970. Egli predisse che le quantità rapidamente crescenti di informazioni prodotte avrebbero alla fine causato problemi agli umani. Si veda A. TOFFLER, *Future Shock*, New York, Random House, 1970. In generale l'autore, con grande

riflettere sul possibile impatto, sulle politiche di investimento dei privati, di condizioni giuridiche come: i continui cambiamenti di normativa e l'incertezza sulle scelte future del legislatore, che possano incidere sugli effetti di decisioni assunte dagli investitori nel presente. Si veda in Italia l'introduzione di norme come quelle relative al c.d. Bail-in che possono portare, anche tenuto conto della possibile percezione delle stesse da parte dei privati e in specie da parte delle «famiglie», a disincentivare l'investimento in titoli, anche obbligazionari, emessi dalle banche⁶⁹.

lungimiranza, si occupa di come incideranno sugli individui i cambiamenti eccessivamente repentini negli anni a seguire.

L'origine del problema è che, sebbene l'elaborazione e la memoria del computer stiano aumentando, le persone che dovrebbero usare le informazioni non stanno diventando più veloci.

Tra le soluzioni ai problemi, possiamo includere: focalizzazione sulla qualità delle informazioni, piuttosto che sulla quantità, imparare come creare migliori informazioni (questo è il compito del cosiddetto *Info engineering*), e mantenere la mente focalizzata su un problema in un arco temporale. P. ROGERS, R. PURYEAR e J. ROOT (2013), *Infobesity: the enemy of good decisions*, www.bain.com/publications/articles/infobesity-the-enemy-of-good-decisions.aspx.

Sembra che tali posizioni abbiano trovato accoglimento da parte del legislatore Europeo intervenuto per rivedere il concetto di informazioni necessarie per superare problemi di asimmetria informativa nel mercato finanziario. A titolo esemplificativo il regolamento 2017/1469, art. 7, in materia di informativa nella intermediazione assicurativa prevede che il documento informativo sul prodotto assicurativo deve essere redatto in un linguaggio semplice e deve concentrarsi su «informazioni chiave» di cui il cliente ha bisogno per prendere una decisione correttamente informata.

Le informazioni sono indirizzate a facilitare la comprensione da parte del cliente del contenuto di tale documento. Di conseguenza, le informazioni per essere comprensibili devono essere ridotte a quelle strettamente necessarie. V. *infra* cap. III, nota 45.

⁶⁹ Il bail-in (letteralmente salvataggio interno) è uno degli strumenti previsti per la risoluzione delle crisi bancarie che prevede il coinvolgimento diretto di azionisti, obbligazionisti ed eventualmente depositanti oltre i 100 mila euro. È stato introdotto con la direttiva Brrd, acronimo di *Banking Resolution Recovery Directive* 2014/59/UE, che prevede un regime armonizzato per la gestione delle crisi bancarie finalizzato a garantire che il dissesto possa essere affrontato tempestivamente per garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'istituto. La BRRD è stata recepita in Italia con due decreti legislativi il 180 e il 181 del 2015 entrati in vigore il 1 gennaio 2016.

Il bail-in è uno strumento che consente alle autorità di disporre, al ricorrere delle condizioni di risoluzione, la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e a mantenere la fiducia del mercato.

Questi i fenomeni che a nostro avviso hanno introdotto nuove scissioni nel rapporto risparmio-investimento.

Né ci pare possibile che la soluzione sia rinvenibile in un rafforzamento della certezza del diritto che, come detto, non riuscirebbe a soddisfare le esigenze di predittività/prevedibilità del mercato finanziario.

La certezza della legge peraltro è un mito progressivamente sgretolatosi con il proliferare di leggi speciali spesso fra loro contraddittorie che il legislatore ha tentato più volte di ricomporre attraverso l'elaborazione di testi unici o attraverso l'uso della tecnica della novellazione dei codici cercando così di dare ordine e sistematicità alla propria opera⁷⁰.

Ne è prova il concetto di scusabilità dell'ignoranza della legge, che

Gli azionisti e i creditori non potranno in nessun caso subire perdite maggiori di quelle che sopporterebbero in caso di liquidazione della banca secondo le procedure ordinarie.

L'intervento, che mette a rischio gli investimenti di azionisti e obbligazionisti può aver contribuito a generare incertezza negli investimenti, per quanto la normativa non risulti contraria a Costituzione. Sul punto concordiamo con L. STANGHELLINI, A. ZORZI, *Il Bail-In è costituzionale*, 06.09.2016, www.lavoce.info/archives/42682/perche-il-bail-in-e-costituzionale/.

Si osserva anche un risultato paradossale nell'applicazione dell'istituto in Italia per cui «da un lato, l'Unione europea ha disegnato la disciplina del bail-in per evitare costosi salvataggi a carico dei contribuenti; dall'altro, essendo sorta una forte esigenza di tutela del risparmio (se si vuole, di credibilità del mercato), il legislatore è stato costretto a inserire nella c.d. legge di stabilità per il 2016 un complesso meccanismo per decidere, con procedure chiamate tecnicamente arbitrati, le controversie fondate sulla violazione di regole di condotta da parte di un soggetto che non ha più legittimazione passiva rispetto alla pretesa»: così R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016, p. 287.

⁷⁰ Sul punto v. F. CARNELUTTI, *La certezza del diritto*, in *Discorsi intorno al diritto*, vol. II, Padova, Cedam, 1953, p. 17; ID., *La crisi della legge*, in *Discorsi intorno al diritto*, vol. I, Padova, Cedam, 1937, p. 167 ss.; F. LOPEZ DE OÑATE, *La certezza del diritto*, Roma, Gismondi, 1942; N. BOBBIO, *La certezza del diritto è un mito?*, in *Riv. internaz. fil. dir.*, 1951, pp. 146-152; L. GIANFORMAGGIO, voce *Certezza del diritto*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., vol. II, Torino, 1988, p. 274 ss. L'autrice distingue più significati di certezza del diritto tra cui quello di certezza come «prevedibilità dell'intervento» ovvero come concreta possibilità per ciascun cittadino di essere messo in grado di sapere cosa è autorizzato a fare secondo il diritto. Sempre sull'importanza della certezza del diritto come conoscibilità in concreto della legge v. C. MIRABELLI, *Il rischio da diritto: il costo della incertezza ed alcune possibili economie*, in *La certezza del diritto, un valore da ritrovare (Firenze 2-3-Ottobre, 1992)*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 41.

la giurisprudenza costituzionale e la dottrina in materia penale hanno elaborato sulla base della constatazione dell'esistenza di casi in cui l'errore di diritto deve essere ritenuto scusabile⁷¹.

Quanto all'interpretazione dei giudicanti difficile pare ridurre l'opera degli stessi ad una mera esegesi.

La distanza che separa la legge dal diritto è la stessa che separata la esegesi, intesa come analisi del testo normativo senza apporti dell'interprete, dall'ermeneutica, intesa come atto cognitivo che vede una circolarità tra interprete e oggetto dell'interpretazione. Da tempo la dottrina si è misurata con tali temi ribadendo il ruolo centrale dell'interprete del diritto il quale non si limita alla analisi della lettera della norma, ma, in una logica di giustizia del caso concreto⁷², compie un'opera di bilanciamento degli opposti interessi impressi nel dettato positivo e crea diritto⁷³.

Il diritto è ordinamento nel senso che «organizza il sociale, mette ordine nella rissa incomposta che ribolle in seno alla società, è innanzi tutto ordinamento [...]. Ordinare significa sempre rispettare la complessità sociale, la quale costituirà un vero e proprio limite per la volontà ordinante»⁷⁴.

L'astrattezza della legge deve sempre confrontarsi con la realtà per evitare applicazioni della legge irragionevoli se misurate con il caso concreto. Da qui l'impossibilità di equiparare l'attività dell'interprete ad un esercizio sillogistico di sussunzione del caso particolare nella fattispecie astratta legale. L'interpretazione è individuazione del caso

⁷¹ Sul punto G. FIANDACA, *Principio di colpevolezza ed ignoranza scusabile della legge penale prima lettura della sentenza n. 364/1988*, in *Foro it.*, 1988, p. 1385 ss.; F. PALAZZO, *Le articolazioni concrete della certezza del diritto nel sistema penale*, in *La certezza del diritto, un valore da ritrovare* (Firenze 2-3-Ottobre 1992), cit., p. 67 ss.

⁷² Tale principio trova riscontro nelle tesi degli autori della cosiddetta «giurisprudenza degli interessi» che respingono una valutazione astratta del diritto accentrando la sua attenzione nel momento della attività di giudizio ed applicazione del diritto al caso concreto. (F. WIEACKER, *Zur rechtstheoretischen Präzisierung des § 242*, Tübingen, 1956; E. BETTI, *Interpretazione della legge e degli atti giuridici. Teoria generale e dogmatica*, Milano, Giuffrè, 1971)

⁷³ Cfr. G. PERLINGIERI, *L'attualità del «discorso preliminare» di portalis. a proposito dei «miti» della certezza del diritto e della c.d. «crisi» della fattispecie*, in *Principi e Regole. Studi in onore del Prof. Giovanni Furguele*, vol. I, Mantova, Studium Juris, p. 331 ss.

⁷⁴ In tal senso P. GROSSI, *Prima lezione di diritto*, Bologna-Roma, Zanichelli,

concreto «alla luce delle norme e dei principi dell'ordinamento giuridico, di valutazione del fatto concreto»⁷⁵, dell'insieme dei valori di cui il diritto è sintesi⁷⁶. Questo non vuol dire che la lettera della legge non abbia valore nel processo cognitivo dell'interpretazione del diritto, la quale vive in dimensioni tra loro complementari: testo, letteralità, intenzionalità e contestualità⁷⁷. Il procedimento interpretativo importa un dialogo tra soggetto e oggetto i quali «convivono nel fondersi in una realtà che dipende al tempo stesso dall'uno e dall'altro»⁷⁸.

Il linguaggio giuridico è un «linguaggio tramandato»⁷⁹, in quanto il suo significato viene ad avere un peso storico per il suo legame con il fatto.

Né può dirsi che il testualismo e la fissità di orientamenti giurisprudenziali possano ergersi a baluardo della certezza del diritto intesa come effettività di giustizia. L'aderenza dell'interpretazione alla lettera della legge o a principi giurisprudenziali consolidati, sebbene datati, crea solo una falsa certezza del diritto, in quanto una solu-

2003, p. 16. Si veda anche dello stesso autore *Ritorno al diritto*, Roma-Bari, Laterza, 2015; *L'invenzione del diritto*, Roma-Bari, Laterza, 2017.

⁷⁵ Così P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, Esi, 1991, p. 245.

⁷⁶ Altre visioni della costruzione dell'ordinamento tendono a concentrarsi su una produzione normativa fatta di forma e procedura che si attua in assenza di un presupposto. In tal senso N. IRTI, *Nichilismo giuridico*, Roma-Bari: Zanichelli, 2004.

⁷⁷ L'espressione tra virgolette è di G. ZACCARIA, *Testo, contesto e linguaggi settoriali nell'interpretazione giuridica*, in *Id.*, *La comprensione del diritto*, Roma-Bari, Laterza, 2012, p. 112 ss. L'A. si richiama in particolare a P. RICOEUR, *Dal testo all'azione. Saggi di ermeneutica*, trad. di G. Grampa, Milano, Giuffrè, 1989, p. 133 ss.

⁷⁸ Così G. FURGIUELE, *Note minime in tema di norme, ordinamento e interpretazione*, in *Studi in onore di Benedetti*, Napoli, Esi, 2008, p. 745. Dello stesso autore *Norma interessi nella attività interpretativa a fini giuridici*, in *Domenico Rubino*, a cura di P. Perlingieri, S. Polidori, tomo I, *Interessi e rapporti giuridici*, Napoli, Esi, 2009, pp. 23-40; *Notazioni sull'insopprimibile nesso fra diritto e interpretazione*, in *Quaderni fiorentini*, vol. 39, 2010, pp. 781-789. Evidente il collegamento con l'idea di circolo ermeneutico v. G. ZACCARIA, *Ermeneutica e giurisprudenza. Saggio sulla metodologia di Josef Esser*, Milano, 1984, *passim* in particolare sul ragionamento che il giudice opera nell'atto interpretativo, p. 47 ss. V. inoltre P. NERHOT, *Il diritto, lo scritto, il senso. Saggio di ermeneutica giuridica*, trad. it., Ferrara, Corso editore, 1992, p. 61 ss. Entrambi questi ultimi due autori citati si ispirano a H.G. GADAMER, *Wahrheit und Methode. Grundzüge einer philosophischen Hermeneutik*, Tübingen, Paul Siebeck, 1960, in particolare p. 277.

⁷⁹ L'espressione è di E. PARESCHE, voce *Interpretazione*, in *Enc. dir.*, vol. XXII, Milano, 1972, p. 154.

zione ai conflitti che riposi in schemi astratti lontani dal reale rischia di violare il principio di uguaglianza sostanziale⁸⁰. Né ci pare che tali considerazioni possano dirsi scalfite dalla recente pronuncia della Cassazione a Sezioni Unite la quale si è limitata ad osservare come in un «sistema che valorizza l'affidabilità e la prevedibilità delle decisioni, l'adozione di una soluzione difforme dai precedenti non può essere né gratuita, né immotivata, né immeditata, ma deve essere frutto di una scelta interpretativa consapevole e riconoscibile come tale, ossia comprensibile, e ciò avviene più facilmente se esplicitata a mezzo della motivazione»⁸¹.

Gli stessi concetti, che i singoli termini giuridici esprimono, non possono a loro volta essere ridotti a mere sintesi normative, ovvero ad una realtà creata dal legislatore o alla traduzione in una massima, cui i giudicanti devono uniformarsi, del principio di diritto enucleato all'interno di una pronuncia giudiziale, ma rappresentano il portato di una tradizione giuridica all'interno della quale deve essere ricompresa l'opera incessante dei giuristi.

L'individuazione di concetti che trovano definizione nella legge o nei percorsi giurisprudenziali non è equiparabile ai processi definitivi propri delle scienze esatte i cui risultati devono essere misurabili, riproducibili e esprimibili in modo analitico e oggettivo.

Si potrebbe pensare di trovare una soluzione che favorisca la predittività, che come detto deve essere distinta dalla certezza del diritto, e nel caso di specie la predittività delle decisioni dei giudicanti, la c.d. *predictive justice*⁸².

Se è vero che l'attività dell'interprete non può essere ridotta ad un procedimento sillogistico che tragga da una premessa (fatto concreto

Si tratta di una chiara impostazione ermeneutica del problema visto che, come si osserva in dottrina, «(l)a vera distinzione tra approccio analitico ed ermeneutica risiede nel modo di intendere il linguaggio: per l'analisi del linguaggio è uno strumento convenzionale o un'abilità pratica di orientamento nel mondo, per la filosofia ermeneutica è la casa dell'essere, cioè il luogo in cui l'uomo abita e articola le proprie esperienze»: F. VIOLA, *La critica dell'ermeneutica alla filosofia analitica italiana del diritto*, in *Ermeneutica e filosofia analitica: due concezioni del diritto a confronto*, a cura di M. Jori, Torino, Giappichelli, 1994, p. 75.

⁸⁰ Cfr. P. GROSSI, *Sull'odierna «incertezza» del diritto*, in *Giust. civ.*, 2014, p. 935 ss.; G. ALPA, *La certezza del diritto nell'età dell'incertezza*, Napoli, Esi, 2006, p. 39.

⁸¹ Cass. SS.UU., 3 maggio 2019, n. 11747, in *Dirittoegiustizia.it*.

⁸² C. CASTELLI e D. PIANA, *Giustizia predittiva. La qualità della giustizia in due tempi*, in *Questionegiustizia.it*, 2018.

e norma o principio di diritto giurisprudenziale applicabile ad esso) la soluzione, difficile è ammettere la sostituzione *in toto* dell'attività dell'organo giudicante con un algoritmo.

La questione si inserisce negli scenari della giustizia predittiva termine con cui si fa riferimento a algoritmi applicati a contenuti decisionali, testi di sentenze, decreti, atti del giudice in genere, banche dati giurisprudenziali. «Tali algoritmi sono strutturati come funzioni i cui argomenti sono appunto tali ambiti e i cui risultati sono «probabilità» di costo, orientamento decisionale, *range* di penalità, *range* di indennizzi, etc. La giustizia predittiva è dunque in verità una *label* molto sintetica con cui si descrive un ventaglio di opzioni che hanno in comune la applicazione di sofisticate tecnologie sia con finalità di carattere analitico/induttivo (si scoprono *pattern* decisionali o *pattern* comportamentali analizzando e processando dati che riguardano casi e decisioni già avvenuti) sia con finalità prospettico-predittivo. In altri termini non si tratta di predire con esattezza puntuale il dispositivo di una sentenza, ma di individuare l'orientamento del ragionamento del giudice. Poiché tale ragionamento non ha mai la natura di un sillogismo lineare, ma si compone di passaggi analogici deduttivi induttivi, la predizione sarà focale e non puntuale»⁸³.

Si tratta di un approccio di sicuro interesse anche in funzione di deflazione del contenzioso. Si pensi al ruolo che il sistema potrebbe avere per porre le parti di fronte all'altamente probabile esito della lite in modo da favorire la conciliazione stragiudiziale.

Inoltre l'uso di modelli predittivi può aiutare a costruire prassi consolidate.

In questi termini un'idea di predittività non rigidamente concepita in termini statistici, ma intesa in via tendenziale come costruzione di prassi orientative può rappresentare un equo bilanciamento tra le necessità di certezza, o è meglio dire di prevedibilità delle risposte giuridiche, e la necessità di «aderenza» al caso concreto.

7. Long Term Investments e *finanza innovativa*

Le risposte date per rendere nuovamente attrattive le politiche di investimento a lungo periodo hanno riguardato primariamente inter-

⁸³ *Ibidem*.

venti rivolti alla creazione di strumenti finanziari innovativi. Potremmo dire che nell'attuale situazione il comportamento degli investitori, che ha portato ad una dissociazione tra risparmi e investimenti a lungo termine, ha cercato una risposta nel mercato finanziario. Possiamo ricordare, senza pretesa di esaustività, alcuni degli interventi in tal senso.

La Commissione Europea da tempo promuove strumenti finanziari innovativi come i *project bond* che si inseriscono nelle logiche del partenariato pubblico-privato⁸⁴.

⁸⁴ O. MEREUSE, *op. cit.*, p. 85. Si veda la Risoluzione del Parlamento europeo del 26 ottobre 2012 sugli strumenti finanziari innovativi nel contesto del prossimo quadro finanziario pluriennale la quale rinvia alle comunicazioni della Commissione intitolate «Un bilancio per la strategia 2020» (COM(2011)0500), «Un quadro per la prossima generazione di strumenti finanziari innovativi: le piattaforme UE di capitale e di debito» («comunicazione sugli strumenti finanziari», COM(2011)0662), «Pacchetto per la crescita: integrazione delle infrastrutture europee» (COM(2011)0676), «Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti» (COM(2011)0870) e «Una fase pilota per l'iniziativa Prestiti obbligazionari Europa 2020 per il finanziamento di progetti» (COM(2011)0660).

Un fenomeno da ricondurre alla collaborazione pubblico-privato è quello britannico dei Social Impact Bond (Sib). Si tratta di uno strumento che cerca di massimizzare mediante l'incentivo finanziario le capacità del privato nel raggiungimento di interessi prettamente pubblici. Si distinguono dalle obbligazioni principalmente in quanto il rischio collegato ai Sib non corrisponde al rischio di default che corre il debitore che non è in grado di ripagare il debito contratto, visto che le condizioni di pagamento sono totalmente rimesse alla *performance* dell'attività sottostante in maniera analoga a quanto accade nel private equity, dove i rendimenti dell'investimento sono legati alla *performance* della società. Sul punto A. BLASINI, *Nuove forme di amministrazione pubblica per negozio: i «social impact bonds»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2015, pp. 69-72.

In tema di partenariato pubblico-privato e finanza etica l'art. 185 del d.lgs. 50/2016 richiama espressamente il d.lgs. 58/1998 Testo Unico della finanza (TUF).

Il testo dell'art. 185 prevede che: «Al fine di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità, le società di progetto di cui all'articolo 184 nonché le società titolari di un contratto di partenariato pubblico privato ai sensi dell'articolo 3, comma 1, lettere eee), possono emettere obbligazioni e titoli di debito, anche in deroga ai limiti di cui agli articoli 2412 e 2483 del codice civile, purché destinati alla sottoscrizione da parte degli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fermo restando che sono da intendersi inclusi in ogni caso tra i suddetti investitori qualificati altresì le società ed altri soggetti giuridici controllati da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile; detti obbligazioni e titoli di debito possono essere dematerializzati e non possono essere trasferiti a soggetti che non siano investitori qualificati come sopra definiti. In relazione ai titoli emessi ai sensi del presente ar-

Si tratta di una tecnica da ricondurre alla più generale finanza innovativa. Il termine viene usato con riferimento a quegli strumenti che rendono possibile il finanziamento di iniziative economiche sulla base della valenza tecnico economica del progetto stesso piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti privati promotori dell'iniziativa. Tale tecnica è utilizzata per le operazioni di finanziamento di una specifica unità economica, che viene creata *ad hoc* per la realizzazione di un progetto, che vede l'intervento di finanziatori i quali fanno affidamento sui flussi di reddito generati dall'unità per il rimborso del prestito e sul patrimonio dell'unità come garanzia.

La Commissione anche nella comunicazione al Parlamento e al Consiglio Europeo del 19.10.2011 n. 662 mette in luce gli impatti positivi di tali strumenti:

- promozione della capacità del settore privato di crescere, creazione di posti di lavoro, inclusione e/o innovazione sociale, soprattutto sostenendo le nuove iniziative, le PMI, le microimprese, le imprese sociali, gli investimenti nel capitale umano, gli istituti di ricerca, i parchi d'impresa/scientifici, il trasferimento tecnologico/delle conoscenze o gli investimenti in diritti di proprietà intellettuale;
- realizzazione di infrastrutture con uno specifico flusso di entrate, ricorrendo a strutture di finanziamento adeguate come i partenariati pubblico-privato, allo scopo di rafforzare la competitività e la

titolo non si applicano gli articoli 2413, 2414-*bis*, commi primo e secondo, e da 2415 a 2420 del codice civile.

2. La documentazione di offerta deve riportare chiaramente ed evidenziare distintamente un avvertimento circa l'elevato profilo di rischio associato all'operazione.

3. Le obbligazioni e i titoli di debito, sino all'avvio della gestione dell'infrastruttura da parte del concessionario ovvero fino alla scadenza delle obbligazioni e dei titoli medesimi, possono essere garantiti dal sistema finanziario, da fondazioni e da fondi privati, secondo le modalità definite con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro delle infrastrutture e dei trasporti».

Quanto ai project bond degli enti locali l'art. 35, della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (come modificato dal d.l. 1/2012 convertito in l. 27/2012 e dal d.lgs. 22 gennaio 2016, n. 10) prevede che «Le province, i comuni e le unioni di comuni, le città metropolitane e i comuni di cui agli articoli 17 e seguenti della legge 8 giugno 1990, n. 142, le comunità montane, i consorzi tra enti locali territoriali e le regioni possono deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti».

sostenibilità dell'UE in settori quali i trasporti, l'ambiente, l'energia e le infrastrutture digitali;

– sostegno a meccanismi in grado di mobilitare investimenti privati diretti a beni pubblici come la protezione del clima e dell'ambiente;

- contributo allo sviluppo e al consolidamento dei mercati finanziari (dei capitali e azionari), nonché a una maggiore integrazione del mercato finanziario UE, mettendo a disposizione fonti alternative di finanziamento per i settori generatori di crescita.

Come sottolinea la Commissione tali interventi non andrebbero a sostituire i finanziamenti con gli strumenti finanziari, in quanto i primi continueranno a costituire una risorsa necessaria. Si potrà avere una integrazione magari in quei settori che presentano obiettivi strategici per l'Unione Europea.

Né si ritiene che la spesa nel bilancio dell'Unione legata a tali strumenti finanziari possa implicare maggiori rischi finanziari rispetto al meccanismo delle sovvenzioni in quanto la struttura e l'organizzazione contrattuale dello strumento finanziario garantisce che il rischio per il bilancio UE sia sempre limitato al contributo di bilancio. A differenza delle sovvenzioni, il contributo a carico del bilancio può persino generare proventi come interessi o rendimenti sul capitale.

Non solo, ma occorre considerare l'effetto moltiplicatore che gli strumenti finanziari con il contributo UE possono generare attirando altri finanziamenti pubblici e privati per progetti di interesse UE anche attraverso i principali attori della catena di attuazione ovvero gli intermediari finanziari e i beneficiari finali. L'intervento dell'UE potrebbe, infatti, indurre gli investitori ad effettuare investimenti, anche più significativi, nei casi in cui non avrebbero affatto investito, o l'avrebbero fatto in maniera minore senza il sostegno offerto dal bilancio della UE. Questo effetto moltiplicatore può essere raggiunto attraverso il cofinanziamento da parte delle istituzioni finanziarie internazionali o i volumi di debito addizionali che le istituzioni bancarie e di garanzia devono offrire ai beneficiari finali.

Una leva finanziaria ulteriore nel corso della durata dello strumento finanziario innovativo si avrà qualora i rimborsi di capitale o interessi e i proventi degli investimenti possano essere riutilizzati per lo strumento stesso.

Al termine di questo periodo, il rimborso dell'investimento iniziale insieme ad un'eventuale partecipazione al rialzo, confluiranno

nuovamente nel bilancio generale, con un impatto positivo ulteriore anche sul rapporto complessivo costi-efficienza dell'intervento.

In tale linea si colloca l'intervento della Commissione del 29 giugno 2011, con cui è stata adottata una proposta riguardante il prossimo quadro finanziario pluriennale per il periodo 2014-2020⁸⁵. Nella comunicazione, intitolata «Un bilancio per la strategia Europa 2020», la Commissione ha proposto la creazione di un nuovo strumento integrato per gli investimenti destinati alle infrastrutture prioritarie dell'Unione nei settori dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni: il «meccanismo per collegare l'Europa» (*Connecting Europe Facility*, CEF)⁸⁶.

Lo scopo della Commissione è quello di sviluppare strumenti finanziari innovativi, in grado di perseguire in maniera estremamente efficace ed efficiente gli obiettivi indicati nella strategia Europa 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, sulla base della solida esperienza maturata con la gestione degli strumenti applicati nell'attuale Quadro Finanziario Pluriennale.

A tal fine diviene importante pensare a strumenti finanziari innovativi come, appunto, l'emissione delle già richiamate obbligazioni di progetto (*project bonds*) che possano consentire ai mercati di svolgere il proprio ruolo in modo più efficace dal momento che con la crisi finanziaria i prestiti bancari sono generalmente diventati più brevi nella durata e di conseguenza il finanziamento di progetti infrastrut-

⁸⁵ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni «Un bilancio per la strategia Europa 2020», 29.6.2011, COM(2011).

⁸⁶ Il CEF è lo strumento finanziario dell'Ue diretto a migliorare le reti europee nei settori dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni.

Lo strumento, infatti, intende accelerare gli investimenti pubblici e privati nel campo delle reti transeuropee dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia.

In particolare il CEF sostiene progetti di interesse comune, diretti allo sviluppo e alla costruzione di nuovi servizi e infrastrutture, o all'ammodernamento di quelli esistenti, con priorità per i collegamenti mancanti nel comparto dei trasporti. Lo strumento sostiene, inoltre, progetti con un valore aggiunto a livello europeo e significativi benefici per la società che non ricevono finanziamenti adeguati dal mercato.

Il CEF è attuato attraverso una o più delle forme di sostegno finanziario previste dal regolamento (UE, Euratom) n. 966/2012, in particolare, attraverso sovvenzioni, appalti e strumenti finanziari. Si veda ec.europa.eu/inea/en/connecting-europe-facility.

turali, che prevedono lunghi tempi di realizzazione, è diventato più difficile.

I *project bonds* sono emissioni obbligazionarie finalizzate alla realizzazione di un progetto laddove il rimborso dei *project bonds* dipende dai flussi finanziari che il progetto è in grado di assicurare. Si tratta di uno strumento idoneo a coinvolgere capitali privati nel finanziamento di opere infrastrutturali, peraltro in una fase storica in cui le tradizionali fonti di finanziamento pubblico non sono in grado di assicurare le risorse finanziarie necessarie.

In Italia speciali disposizioni sulla finanza di progetto (già l'articolo 157 del testo unico sugli appalti pubblici d.lgs. 163/2006, il cui contenuto è stato nella sostanza recepito dall'art. 185 del nuovo codice degli appalti d.lgs. 50/2016) introducono la disciplina dei *project bonds* emessi dalle società di progetto limitandone la sottoscrizione agli investitori qualificati; successivamente all'emissione, inoltre, i *project bond* non potranno essere trasferiti a soggetti che non siano investitori qualificati. Tali obbligazioni, quindi, non sono destinate al pubblico degli investitori non istituzionali e dei risparmiatori, potendo circolare solo nel mercato degli investitori istituzionali⁸⁷.

Per attrarre gli investitori qualificati su tale prodotto è però necessario prevedere adeguate coperture/garanzie per la fase di realizzazione dell'opera, fino a tale momento infatti l'opera non produrrà *cash flow* e quindi non consentirà il rimborso dei titoli emessi.

Il primo *project bond* in Italia, comprensivo della garanzia BEI, la Banca Europea per gli Investimenti (da ora in poi BEI), per il 20% del valore dell'emissione, è stato il *project bond* CAV (concessioni au-

⁸⁷ Cfr. A. TROISI, *Partenariato pubblico-privato ed investimenti infrastrutturali*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, p. 891.

L'autrice auspica «l'introduzione di presidi idonei a garantire un'equilibrata ripartizione dei rischi tra i contraenti; ci si riferisce, in particolare, alla «valorizzazione» di taluni elementi strumentali al compimento delle operazioni in esame, quali i contratti tipo e le linee guida per l'implementazione dei progetti».

Quanto all'autorità competente, nel silenzio del legislatore è stato ritenuto che il controllo su dette emissioni obbligazionarie possa rientrare, ex art. 129 T.U.B., nell'ambito dei poteri di vigilanza attribuibili alla Banca d'Italia. Cfr. C.M. TARDIVO, *Garanzia ipotecaria ed emissione di obbligazioni nel project financing*, in *Rivista Amministrativa della Repubblica Italiana*, 1999, p. 109; S. SCOTTI CAMUZZI, *Il project financing nel settore pubblico e la legge «Merloni-ter»*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, p. 20, il quale fa riferimento in maniera dubitativa alla Banca d'Italia e alla Consob.

tostrade venete). L'operazione si è conclusa a metà del 2016 ed ha permesso l'emissione di obbligazioni pari a 830 milioni di euro.

Le criticità dei *project bond* sono relative al fatto che: sono collegati solo ad opere pubbliche peraltro con lunghi tempi di realizzazione; l'eventuale declassamento della BEI da parte delle agenzie di rating potrebbe vanificare in parte il vantaggio di questo schema di condivisione del rischio.

A tal fine i legislatori nazionali intervengono rispetto a tali strumenti prevedendo la possibilità che il *project bond* emesso possa essere dotato di una garanzia da parte del sistema finanziario, ma anche da fondazioni e fondi privati, compresi quelli a partecipazione pubblica. Non solo, ma in taluni casi si ha l'intervento, come nel caso di CAV, di *pool* di Banche.

Altri esempi di strumenti riguardano la fornitura capitale proprio/di rischio o titoli di debito (come prestiti o garanzie agli intermediari che concedono finanziamenti). All'occorrenza, l'UE può fornire sostegno in maniera indiretta, attraverso veicoli di investimento dedicati, specialmente nei casi in cui venga ricercata la partecipazione di investitori privati oltre a quelli pubblici. Gli strumenti finanziari sono particolarmente efficienti in caso di condizioni d'investimento subottimali in aree strategiche, come nel caso di attività o infrastrutture che sono finanziariamente indipendenti, ma che possono non essere capaci di attirare finanziamenti sufficienti dalle fonti di mercato.

Possiamo sul punto ricordare altri strumenti finanziari innovativi che hanno avuto successo:

Il CIP – Strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF). Fa parte degli strumenti finanziari innovativi del programma per l'innovazione e l'imprenditorialità (EIP). Il loro obiettivo generale è quello di migliorare l'accesso ai finanziamenti per l'avviamento e la crescita delle PMI, in modo tale da sostenere gli investimenti di queste aziende nelle attività innovative e ecologiche. Lo strumento è stato pensato a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF), con un bilancio superiore a 600 milioni di EUR e con una parte specificatamente destinata all'eco-innovazione. L'obiettivo è quello di aumentare la concessione di capitale di rischio alle PMI innovative nelle fasi di avviamento (GIF1) e di espansione (GIF2). È gestito dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI) per conto della Commissione UE. Il FEI stipula accordi di investimento con fondi di capitale di rischio a sostegno delle PMI. Il CIP è uno strumento

a lungo termine con cui possono essere effettuati investimenti in fondi di capitale di rischio con una durata fino a dodici anni. La maggior parte del capitale investito in un fondo di capitale di rischio deve essere fornita da investitori orientati al mercato e tutti gli investimenti vengono effettuati alla pari («stesso rischio, stessa ricompensa») con gli investitori privati.

Si hanno anche titoli di debito attraverso meccanismi di finanziamento con ripartizione dei rischi, miranti a sostenere il finanziamento di progetti rischiosi nel campo della ricerca, dello sviluppo e dell'innovazione (RSI) sostenuti da promotori nel settore privato e pubblico che non riescono ad accedere agevolmente ai mercati dei capitali. Lo strumento finanziario innovativo in questo caso è stato sviluppato dalla Commissione Europea insieme dalla BEI, in modo tale da condividere il rischio sui prestiti o sulle garanzie della Banca per quanto concerne i prestiti a favore degli investimenti in RSI in settori tematici prioritari.

Nell'ambito degli strumenti finanziari innovativi a livello UE, sono state predisposte alcune strutture per unire il sostegno al capitale e al debito. Un esempio è lo strumento europeo di micro finanziamento Progress (EPMF), istituito nel 2010, e composto da due parti: 1) uno strumento di garanzia per gli erogatori di micro credito (ad esempio prestiti fino a 25.000 EUR, concessi in particolare a gruppi vulnerabili a rischio di esclusione sociale, allo scopo di creare piccole operazioni commerciali), e 2) un veicolo di investimento strutturato istituito ai sensi del diritto lussemburghese, il fondo europeo Progress di micro finanza, che offre prestiti privilegiati, prestiti subordinati (finanziamenti subordinati ai creditori privilegiati), prestiti con ripartizione del rischio (prestiti privilegiati combinati a partecipazione al rischio nel portafoglio micro crediti) e partecipazioni di capitale a erogatori di micro credito. L'Unione europea ha investito 100 milioni di EUR in questo strumento. Per lo strumento di garanzia è stato stanziato un bilancio di 25 milioni di EUR. Il tasso massimo di garanzia copre il 75% del micro credito sottostante o del portafoglio garanzie, mentre viene concordato un massimale per ciascun portafoglio garantito, in base alle relative perdite cumulative previste. L'EPMF copre al massimo il 20% di ciascun portafoglio garantito. Il fondo europeo Progress di micro finanza conta tra i propri investitori l'UE (rappresentata dalla Commissione), che si fa carico delle prime perdite nette riguardanti le attività del fondo nei limiti del mas-

simile pattuito, e la BEI, mentre il FEI opera in qualità di società di gestione.

Interventi sono previsti anche a sostegno degli strumenti di ingegneria finanziaria. Si tratta di misure di sostegno finanziario dell'Unione Europea fornite per conseguire uno o più obiettivi strategici specifici dell'Unione. Le risorse messe a disposizione dell'Unione Europea con i Fondi Strutturali vengono trasformate in prodotti finanziari quali, ad esempio, prestiti, garanzie, capitale azionario e altri meccanismi di assunzione del rischio, eventualmente associati a supporto tecnico, abbuoni di interesse o abbuoni di commissioni di garanzia nell'ambito della stessa operazione. Lo scopo principale di tali strumenti consiste nel supportare progetti che sono economicamente e finanziariamente sostenibili, quindi quegli interventi in grado di rimborsare le risorse ottenute. Gli Stati membri e le autorità di gestione possono utilizzare parte delle risorse messe a disposizione dal Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR) e dal Fondo sociale europeo (FSE) per sostenere tali strumenti. Le risorse del FESR vengono principalmente utilizzate a sostegno delle imprese e in particolare delle PMI, dello sviluppo urbano e delle attività di risanamento, dell'efficienza energetica e dell'uso di energie rinnovabili nell'edilizia, mentre il FSE viene impiegato per sostenere il lavoro autonomo, le nuove attività e le micro imprese.

Tra i più recenti interventi a livello Europeo in tema di investimenti innovativi vi sono gli *European long-term investment funds* (ELTIF) introdotti con il Regolamento UE 2015/760.

Il regolamento enuncia espressamente nei considerando l'obiettivo «stimolare gli investimenti europei a lungo termine nell'economia reale. Anche gli investimenti a lungo termine in progetti, imprese e infrastrutture di paesi terzi possono apportare capitale agli ELTIF e tornare quindi a vantaggio dell'economia europea». Si puntualizza che, e questa espressione è a nostro avviso importante per quanto avremo modo di dire nel prosieguo del discorso, «(i)l finanziamento a lungo termine costituisce uno strumento fondamentale per incanalare l'economia europea su un percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, in linea con la strategia Europa 2020, di elevata occupazione e competitività, per costruire l'economia del futuro in modo che sia meno esposta ai rischi sistemici e più resiliente. I fondi di investimento europei a lungo termine (*European long-term investment funds* – ELTIF) forniscono finanziamenti di lunga durata a progetti

infrastrutturali di varia natura, a società non quotate ovvero a piccole e medie imprese (PMI) quotate che emettono strumenti rappresentativi di equity o strumenti di debito per i quali non esiste un acquirente facilmente identificabile. Finanziando tali progetti gli ELTIF concorrono al finanziamento dell'economia reale dell'Unione e all'attuazione delle sue politiche [...]. Tali investimenti non dovrebbero pertanto essere vietati».

Si tratta di fondi rivolti a gestori che desiderano fornire investimenti a lungo termine a investitori istituzionali e privati in tutta Europa⁸⁸. A tal fine possono negoziare solo fino a un massimo del 30% del loro capitale in attività diverse dagli investimenti a lungo termine. Sono rivolti a specifici tipi di progetti che richiedono finanziamenti a lungo termine per essere realizzati con successo e che allo stesso tempo hanno difficoltà, anche per i lunghi termini di un ritorno economico, ad ottenere finanziamenti.

Gli ELTIF si rivolgono a particolari tipologie di investimenti alternativi, e in particolare: società non quotate; strumenti di debito per i quali non esiste un acquirente facilmente identificabile; attività reali (aventi un valore intrinseco, come l'oro, il petrolio o le proprietà immobiliari) che richiedono un significativo investimento iniziale; pic-

⁸⁸ Il legislatore europeo precisa nei considerando n. 1 e 2 anche che «gli ELTIF possono offrire un flusso costante di proventi ad amministratori di fondi pensione, imprese di assicurazione, fondazioni, comuni e altri soggetti che presentano periodicamente e ripetutamente passività e cercano rendimenti a lungo termine nell'ambito di strutture ben regolamentate. Pur fornendo meno liquidità rispetto agli investimenti in valori mobiliari, gli ELTIF possono fornire un flusso costante di proventi anche ai singoli investitori che contino sulla regolarità dei flussi di cassa che sono in grado di produrre. Gli ELTIF possono inoltre offrire buone possibilità di apprezzamento del capitale nel tempo per gli investitori che non ricevono un flusso costante di proventi.

È possibile che per progetti quali infrastrutture di trasporto, produzione sostenibile o distribuzione di energia, infrastrutture sociali (alloggi o ospedali) oppure lancio di tecnologie e sistemi nuovi in grado di ridurre l'impiego di risorse e di energia, o ancora per progetti volti a un'ulteriore crescita delle PMI, i fondi scarseggino. Come è emerso dalla crisi finanziaria, alla soluzione del problema della penuria di finanziamenti potrebbe contribuire l'integrazione della fonte bancaria con una gamma più ampia di fonti di finanziamento che sia in grado di assicurare una mobilitazione migliore dei mercati dei capitali. Gli ELTIF possono svolgere un ruolo determinante in questo senso e possono altresì mobilitare capitale attirando investitori di paesi terzi».

cole e medie imprese (PMI) con una capitalizzazione massima di 500 milioni di euro, che sono state ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

La tutela dell'investitore è garantita:

- dal fatto che un ELTIF dovrà ottenere un'autorizzazione che dovrà essere presentata dai gestori del fondo i quali a loro volta devono essere autorizzati ai sensi della direttiva 2011/61/UE.

- dalla responsabilizzazione dei gestori i quali devono assicurare il rispetto del regolamento e sono parimenti responsabili di ogni violazione;

- da norme specifiche d'investimento che in particolare impongono agli ELTIF di investire almeno il 70% del loro capitale in categorie ben definite di attività ammissibili;

- dal fatto che il gestore dell'ELTIF, o qualsiasi altro distributore, dovrebbe assicurare che un investitore al dettaglio (con un portafoglio non superiore a 500 000 euro) non investa in totale un importo superiore al 10% del portafoglio di un investitore in ELTIF;

- dalla condizione per cui un ELTIF dovrebbe essere in grado di offrire agli investitori, a determinate condizioni, la possibilità di riscattare le proprie quote o azioni prima della fine del ciclo di vita del fondo. Tali diritti e le loro caratteristiche principali dovrebbero essere chiaramente predefiniti e comunicati nel regolamento o nei documenti costitutivi dell'ELTIF;

- dal fatto che qualora un ELTIF offerto o collocato agli investitori al dettaglio superi i dieci anni, il gestore o il distributore dovrebbe indicare chiaramente per iscritto che il prodotto potrebbe non essere adatto a un investitore che non può mantenere un investimento a lungo termine o ha bisogno che il suo investimento sia facilmente riscattabile.

La necessità di adottare un regolamento in materia è chiaramente enunciata nei considerando in premessa al regolamento UE 760/2015, nel punto in cui si evidenzia come normative divergenti a livello nazionale avrebbero potuto minare la concorrenzialità del mercato e la tutela degli investitori⁸⁹.

⁸⁹ Nel Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine al considerando 5 si legge che «(i)n assenza di un regolamento che disciplini gli ELTIF, può accadere che a livello nazionale siano adottate misure divergenti, con il rischio di di-

Tra i fondi di investimento con finalità di interesse pubblico ricordiamo gli *European Venture Capital Funds*⁹⁰ e *European Social Entrepreneurship Funds*⁹¹, che rappresentano, con gli ELTIF, fondi alternativi a supporto dell'economia reale e sociale europea. I primi investono a lungo termine esclusivamente in start-up innovative, i secondi investono in infrastrutture, in progetti sociali e in imprese a impatto sociale non aventi come scopo la massimizzazione del profitto.

Nei prossimi capitoli vedremo in che modo i *legal constraints*, fin qui messi in luce, hanno portato ad una contrazione degli investimenti di lungo periodo e hanno nello specifico inciso sulle politiche di investimento dei *Long term investors* istituzionali e dei privati.

Valuteremo come nello specifico hanno interagito queste limitazioni con altri aspetti connotanti il percorso decisionale degli investitori e come (e fino a che punto) gli investimenti innovativi e nuove tendenze regolatorie possono aver inciso, e potranno nel futuro in-

storsioni di concorrenza causate dalle differenze tra le misure previste a tutela degli investimenti. La coesistenza di requisiti nazionali divergenti in materia di composizione del portafoglio, diversificazione e attività ammissibili, in particolare relativamente all'investimento in merci (commodity), crea ostacoli alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi di investimento che si concentrano su imprese non quotate e su attività reali, perché impedisce agli investitori di confrontare agevolmente le diverse proposte di investimento a disposizione. Requisiti nazionali divergenti determinano altresì livelli diversi di tutela degli investitori [...]. Aumentando l'*incertezza del diritto*, tali divergenze possono minare la fiducia degli investitori che stanno vagliando l'ipotesi di investire in tali fondi e ridurne di fatto la libertà di scelta tra diverse possibilità di investimento a lungo termine. Di conseguenza, la base giuridica appropriata per il presente regolamento è l'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, come interpretato dalla giurisprudenza costante della Corte di giustizia dell'Unione europea».

⁹⁰ VentureEU è un'azione prioritaria nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali (CMU) della Commissione e integra altre azioni per rafforzare il capitale di rischio in Europa. Ciò che è in particolare proposto è un'espansione del regolamento sui fondi europei di venture capital (EuVECA) e proposte per affrontare il pregiudizio nel sistema fiscale per favorire il finanziamento azionario rispetto al finanziamento del debito. Vedi ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/ventureeu.

⁹¹ Il regolamento sui fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) - Regulation (EU) No 346/2013 - riguarda schemi di investimento alternativi incentrati sulle imprese sociali. Si tratta di aziende create con l'obiettivo esplicito di avere un impatto sociale positivo e affrontare obiettivi sociali, piuttosto che massimizzare il profitto.

cidere, nel senso di consentire un virtuoso sviluppo degli investimenti di lungo periodo in modo da migliorare la diversificazione del mercato finanziario e contribuire allo sviluppo di politiche di investimento di lungo periodo.

CAPITOLO II

Long Term Investors *istituzionali* e Long Term investments

SOMMARIO: 1. *Long term investors* istituzionali e *short-termism*. – 2. Ordinamento bancario, politiche di investimento, prudenzialità e gestione del rischio di liquidità. – 3. Normativa prudenziale e politiche di investimento delle Compagnie e dei Fondi Pensione. – 4. Politiche di riavvicinamento dei *Longterm investors* ai *Longterm Investments*. – 4.1. Ripensare alle valutazioni del rischio in prospettiva *forward looking*. – 4.2. Adeguare le politiche di investimento alla produzione. L'importanza di gestire il rischio di redditività. – 4.3. Bilanciare il rischio di investimenti di lungo periodo. – 4.4. Basilea IV.

1. Long term investors *istituzionali* e short-terminism

Tra i soggetti caratterizzati da lunghe prospettive di investimento, definiti come investitori istituzionali ovvero gli enti che compiono ingenti investimenti in maniera sistematica e cumulativa, oltre alle Banche, OICR, Imprese di assicurazione, Fondi pensione vi sono i fondi di investimento, istituti di credito o altri operatori finanziari professionali, gli enti pubblici territoriali, le holding finanziarie e anche le holding familiari, ma pure i fondi sovrani, definiti anche come *Frontier Investors* per la loro politica orientata ad investimenti in mercati di frontiera. Questi ultimi sono individuati come un ben consolidato gruppo di investitori istituzionali e importanti partecipanti alla politica monetaria e al sistema finanziario internazionale.

Come evidenziato nel precedente capitolo negli ultimi dieci anni la politica di investimento di questi attori è stata caratterizzata da obiettivi di *short-terminism* ovvero da una vera e propria tendenza all'investimento di breve periodo dovuta in parte alla crisi economica e alla correlata incertezza, in parte ad un impianto normativo che, considerato nel suo complesso, alla luce degli orientamenti interpretativi nella sua applicazione, ha interessato le politiche di investimento indirizzandole verso *Short term investments*. Ci si riferisce ad un'ec-

cessiva attenzione ai risultati a breve termine a scapito degli interessi a lungo termine. Le pressioni sulla *performance* a breve termine per gli investitori possono tradursi in un'eccessiva concentrazione sugli utili trimestrali, con una minore attenzione alla strategia e alla creazione di valore a lungo termine. Le imprese troppo spesso rispondono a queste pressioni riducendo le spese per la ricerca e lo sviluppo e / o rinunciano ad opportunità di investimento con un potenziale positivo a lungo termine. Queste decisioni possono pesare sullo sviluppo di prodotti sostenibili da parte delle aziende o sull'investimento in misure che forniscano strutture operative efficienti, sviluppino il loro capitale umano o gestiscano efficacemente i rischi sociali e ambientali per le loro attività.

Gli intermediari finanziari hanno mostrato un aumento delle prospettive a breve termine negli ultimi anni talvolta pure in contrasto con gli interessi dei titolari delle risorse finanziarie gestite, che spesso richiedono una visione degli investimenti a lungo termine (si pensi, come avremo modo di vedere, agli aderenti ad un fondo pensione). A causa di questo disallineamento degli interessi tra i due gruppi, si possono verificare perdite significative per gli investitori. I costi di transazione aggravano questo problema. Infatti le prospettive a breve termine spesso determinano un elevato turnover del portafoglio, che può portare a costi di transazione elevati, riducendo i rendimenti per gli investitori.

Con riferimento ai Fondi Sovrani (*Sovereign Wealth Fund* - SWF), il Fondo Monetario Internazionale dalla seconda metà del 2007 si è fatto promotore di un progetto per definire un codice di condotta cui i SWFs potranno sottostare su base volontaria.

Il primo maggio 2008 è stato creato un gruppo di lavoro internazionale (IWG, *International working group*), formato dai rappresentanti di 25 Paesi aderenti al FMI⁸³ e co-presieduto da un rappresentante dell'ADIA (*Abu Dhabi Investment Authority*) e dal direttore del *Monetary and Capital Markets Department* del FMI, con il compito di elaborare una serie di principi condivisi (*Generally Accepted Principles and Practices*-GAPP).

Il 14 ottobre 2008, l'*International Working Group* ha reso pubblici i GAPP, o «*Santiago Principles*»: il documento si articola in 24 principi, volti a disciplinare l'architettura legislativa su cui si fondano i SWFs, la loro *governance* e alcuni aspetti relativi alla gestione del rischio degli investimenti. Tale sistema di principi è stato generalmente accettato ed include politiche per:

- aiutare a mantenere una sistema finanziario globale stabile e un libero flusso di capitali e investimento;
- rispettare tutte le normative applicabili;
- investire sulla base dell'economia, rischio finanziario e rischio di rendimento;
- mettere in atto un sistema di *governance* trasparente, sano e prudente che preveda adeguati controlli e gestione dei rischi.

Come è stato fatto notare con particolare riguardo alla trasparenza¹, da sempre vista come un meccanismo virtuoso che porta a perseguire imperativi di moralità e democrazia, ove questa venga ridotta ad un semplice ossequio a miopi *performance* quantificate nel breve periodo, può portare a distorsioni cognitive che perdono di vista le perdite e i mancati guadagni nel lungo periodo.

Questo *short-terminism* risulta ormai pervasivo e guidato da mutamenti strutturali ma anche da distorsioni cognitive determinate non solo dagli scenari economici ma anche da impulsi normativi.

Si tratta di sciogliere, o almeno allentare, i vincoli giuridici che imbrigliano le politiche di lungo termine e creare un nuovo tessuto politico e sociale a favore degli investimenti di lungo periodo.

2. *Ordinamento bancario, politiche di investimento, prudenzialità e gestione del rischio di liquidità*

Come detto la crisi del 2008 ha posto in luce la necessità di intervenire sul sistema dei controlli interni degli attori del mercato finanziario migliorando allo stesso tempo il flusso delle informazioni verso la autorità di controllo secondo un sistema di nuove sinergie

¹ J.S. BACHNER, A.D. DIXON e A.H.B. MONK, *The new frontier investors*, London, Palgrave, 2016, p. 83 ss. osservano come: «We argue that although a commitment to transparency may drive short-termism, non-transparency is equally harmful to long-term investing because transparency provides a mechanism for examining inefficiencies in the investment process and other malfeasance. Unfortunately, this argument alone is too simplistic and realistically naive. At issue is whether the dichotomy between transparency and non-transparency is this strict and rigid. Even resolutely transparent organizations may find reasons for non-transparency (the presence of asymmetric information) in certain instances, particularly those engaged in a competitive market place or those trying to develop structural advantages in non-competitive markets».

tra controllori e controllati fortemente regolamentato e procedimentalizzato.

L'ordinamento bancario risulta innovato da interventi che hanno inciso anche sulle politiche di investimento delle Banche:

- il c.d. «pacchetto CRD IV», che si compone della Direttiva n. 36/2013 e del Regolamento n. 575/2013, i quali formano insieme il nuovo quadro giuridico di disciplina dell'accesso all'attività, il quadro di vigilanza e le norme prudenziali degli enti creditizi e delle imprese di investimento;

- la Direttiva n. 59/2014 (c.d. BRRD), che istituisce un nuovo quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la Direttiva n. 49/2014, avente ad oggetto l'armonizzazione dei meccanismi di finanziamento dei sistemi di garanzia dei depositi, dei livelli di copertura, dei prodotti e depositanti coperti;

- i due Regolamenti che compongono la c.d. Unione Bancaria, cioè il Regolamento n. 1024/2013, che ha istituito il Meccanismo Unico di Vigilanza, ed il Regolamento n. 806/2014, che ha istituito il Meccanismo Unico di gestione delle crisi;

- gli accordi Basilea. Già l'accordo di Basilea 2 ratificato nel 2004 (gli accordi si sono susseguiti e ormai siamo a Basilea 4 non ancora vigente) include una serie di regole aventi lo scopo di assicurare la stabilità patrimoniale delle Banche².

Si tratta di interventi guidati dalla crisi innescata nel 2008 che ha manifestato una inidoneità, come evidenziato da più parti³, dei rego-

² V. *supra* cap. 1 nota 66.

³ Senza pretesa di esautività si rinvia ai contributi di autori che hanno analizzato il tema da differenti prospettive: economiche, sociologiche, di filosofia politica e giuridiche. Si veda J.E. STIGLITZ, *Freefall. Free markets and the Sinking of the Global Economy*, New York, 2010, trad. it., *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, Einaudi, 2010; N. ROUBINI e S. MIHM, *Crisis Economics. A crash of Course on the Future of Finance*, New York, 2010, trad. it., *La crisi non è finita*, Milano, Feltrinelli, 2010; R. POSNER, *A Failure of Capitalism. The crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge, Harvard University Press, 2009, trad. it., *Un fallimento del capitalismo: la crisi finanziaria e la seconda Grande depressione*, Torino, Einaudi, 2011; L. GALLINO, *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Torino, Einaudi, 2011; ID., *Il colpo di Stato di banche e governi. L'attacco alla democrazia in Europa*, Torino, Einaudi, 2013; J. HABERMAS, *Questa Europa è in crisi*, trad. it., Roma-Bari, Laterza, 2012; D. SICLARI, *Crisi dei mercati, vigilanza e regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, p. 45 ss.; A. NIGRO, *Crisi finanziaria:*

latori e dei regolati, in assenza di interventi pubblicistici di controllo, a gestire e compensare comportamenti anomali e devianti degli attori del mercato.

La crisi ha messo in luce, come detto, inefficienze anche dal lato dei regolatori/controllori. Il problema ci pare non sia tanto legato alla fatidica domanda «who controls the regulators?». Si tratta di considerare se una normativa *top down* e una regolazione pubblicistica siano la soluzione oppure se la complessità non necessiti piuttosto di una migliore interazione tra regolati e regolatori in attuazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità.

Vi è forse allora la necessità di attuare politiche preventive, in modo da evitare effetti domino facilmente evocabili in un mercato, come quello finanziario, caratterizzato da forti collegamenti tra i vari attori, piuttosto che sanzioni irrogate una volta che la violazione e il relativo danno si sono realizzati. Dove la prevenzione non è stata efficace, prima che la sanzione punitiva, risulta efficiente l'attuazione di attività riparatorie e ricostitutive dell'ordine violato le quali richiedono la collaborazione del soggetto che ha attuato la violazione stessa in quanto sicuramente più vicino al problema originato.

Non si vuol con questo negare l'efficacia dell'intervento sanzionatorio punitivo, ma solo metterne in dubbio la effettività laddove, come in questo ambito, si veda la funzione del sistema sanzionatorio non tanto nella afflittività dell'intervento dello Stato quanto nella ricostituzione dell'ordine violato. L'intervento punitivo potrebbe intervenire come *extrema ratio*, laddove non vi sia stato o non sia possibile l'intervento riparatorio.

Si parla ancora di possibili conflitti tra due scelte, che parrebbero opposte: regolazione o autoregolazione nella disciplina di interventi preventivi e/o riparatori. Forse questa contrapposizione può dirsi attenuata in un sistema in cui l'autonomia privata sia concepita come

nuove regole per le banche?, in *Dir. banc.*, 2010, I, p. 504; G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, Il Mulino, 2012; G. NAPOLITANO e A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, Bologna, Il Mulino, 2010; V. SANTORO (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. I, Milano, Feltrinelli, 2012; V. SANTORO e E. TONELLI (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, vol. II, Milano, Feltrinelli, 2013; M.P. CHITI, *La crisi del debito sovrano e le sue influenze per la governance europea, i rapporti tra Stati membri, le pubbliche amministrazioni*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2013, p. 1 ss.

ordinata al perseguimento di una funzione sociale che ne legittimi una verifica da parte delle *Authorities* con l'innescarsi di un dialogo migliorativo tra controllore e controllato.

Volendo considerare come l'impianto della regolazione in tema di *governance* possa aver favorito politiche di investimento a breve periodo, ci occuperemo qui del controllo delle Banche quali soggetti oggi regolati dalle citate disposizioni e non delle Banche cooperative, né dei compensi dei dirigenti (esclusi del governo societario *ex art.* 53, comma 1, lett. d), d.lgs. 1.9.1993, n. 385 «Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia» da ora in poi T.U.B.) né dei gruppi bancari.

Sul piano degli aspetti «sostanziali», cioè di «contenuto» delle norme, i tratti caratterizzanti delle nuove discipline parrebbero essere i seguenti:

- tendenza a comporre una omogeneità o addirittura uniformità delle regole e della loro applicazione;
- il rafforzamento e l'affinamento dei requisiti patrimoniali;
- la ridefinizione ed il potenziamento degli assetti della *governance* degli intermediari;
- l'attribuzione agli apparati amministrativi di vigilanza di poteri caratterizzati dall'ampiezza, dalla flessibilità e dalla penetratività, con un forte ruolo assegnato alle sanzioni amministrative.

Con riferimento ai requisiti patrimoniali tali interventi hanno cercato di migliorare l'assetto dei fondi propri delle Banche in particolare, ma più in generale di tutti gli operatori finanziari, considerata la loro esposizione al rischio sovrano⁴.

⁴ Osserva sul punto in particolare A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 184: «La crisi ha fatto emergere la necessità di un miglioramento quantitativo e qualitativo dei fondi propri degli intermediari e specificamente delle banche, anche in connessione con l'eccessiva esposizione di queste ultime al rischio sovrano. Di qui, la particolare attenzione riservata a questo profilo nel processo legislativo di cui ci stiamo occupando. Ad esso infatti, da un lato, è stato dedicato, assicurando con ciò stesso l'uniformità della disciplina, un apposito Regolamento (n. 575/2013), che – recependo i contenuti dell'accordo di Basilea III – contiene un articolatissimo reticolo di regole vuoi sulla composizione dei fondi propri vuoi sui criteri di ponderazione dei diversi rischi (rischio di credito, rischio di mercato, rischio operativo, ecc.); dall'altro sono stati consacrati interi «capitoli» della Direttiva n. 36/2013 (sulla gestione dei rischi, sulle misure di conservazione del capitale, ecc.).

Fra i diversi elementi di interesse che questa disciplina – fortemente «costrittiva»

Gli autori che si sono pronunciati in chiave critica rispetto a tali interventi hanno evidenziato l'incompletezza e la precarietà degli stessi che porta ad un'opera incessante del regolatore. Si parla anche di un ritorno al passato con una normativa che riduce l'imprenditorialità dell'attività bancaria attraverso una nuova e «feroce» pubblicizzazione⁵.

Come detto il sistema creditizio si è fortemente evoluto a seguito dell'accordo di Basilea 2, e il livello di prudenzialità è ancora incrementato in Basilea 3⁶, che ha ribadito la centralità degli strumenti di mitigazione del rischio creditizio da parte degli intermediari riconoscendo una gamma più ampia di strumenti. Accanto alle garanzie reali, personali e ai derivati su credito, si riconosce la possibilità di incidere sul tasso di interesse praticato sui finanziamenti e la richiesta di miglioramenti del rating. L'accordo come noto richiede a ciascuna Banca di accantonare capitale in proporzione ai prestiti concessi in modo da fronteggiare eventuali insolvenze. Ove la Banca abbia attuato una ponderazione del rischio tale da ridurlo a zero non

– prospetta, ne segnalerei almeno due. Il primo è dato dall'introduzione, come nuovo strumento di regolamentazione e di vigilanza, del coefficiente di leva finanziaria. Ricordato che per leva finanziaria si intende il rapporto fra l'esposizione della banca e i fondi propri, l'obiettivo che il legislatore europeo si è posto, sulla base dell'esperienza emersa dalla crisi, è quello di arrivare ad obbligare le banche ad adottare livelli di leva finanziaria adeguati al proprio modello aziendale. Il secondo elemento è dato dalla previsione, nel Regolamento, di analitici obblighi informativi, a carico delle banche e riguardanti sostanzialmente tutti i singoli aspetti rilevanti in materia, dalle politiche di gestione dei rischi al modo in cui sono state rispettate, in concreto, le prescrizioni del Regolamento: questi obblighi informativi – che vanno soddisfatti con cadenza almeno annuale – hanno come destinatari i partecipanti al mercato. Chiaro è – mi sembra – l'obiettivo del legislatore europeo di restaurare, attraverso la trasparenza, la fiducia appunto del mercato (e specificamente degli investitori istituzionali) nella capacità delle banche di governare adeguatamente i rischi».

⁵ *Ibidem*. Sulla rilevanza di interessi pubblicistici nel settore creditizio dal 1929 si vedano in particolare L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, Cedam, 1992, p. 156 ss.; M.S. GIANNINI, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, 1949, p. 105 ss.; ID., *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di S. Romano*, Padova, Cedam, 1939, II, p. 707 ss.; M. NIGRO, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, Giuffrè, 1972; S. AMOROSINO, *Gli ordinamenti sezionali: itinerari di una categoria logica. L'archetipo del settore creditizio*, in *Dir. econ.*, 1995, p. 363 ss.; D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, Cedam, 2007; R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino, 2012; ID., *Banca e attività bancaria nelle direttive comunitarie*, in *Banca impresa società*, 1989, p. 355 ss.

⁶ V. *supra* cap. 1 nota 66.

dovrà pertanto procedere ad accantonamenti. Non ci occuperemo qui dei metodi di ponderazione e dei sistemi di valutazione adottati dalla Banca, quello che ci preme evidenziare è come il sistema introdotto già con Basilea 2, in linea rispetto al precedente accordo di Basilea 1, nella prospettiva di accrescere la stabilità delle Banche, anche alla luce della crisi economica che ha investito l'intero mercato finanziario nel 2007-2008, ha finito per richiamare l'attenzione delle banche sul livello di rischio del soggetto finanziato con conseguenze dal punto di vista dei requisiti richiesti all'atto del finanziamento.

Queste considerazioni si legano alla evoluzione del concetto di moneta. Passando dalla moneta merce alla moneta segno si comincia a pensare che la moneta abbia un ruolo autonomo nell'economia potendo di per sé influenzare motivazioni e decisioni degli operatori economici⁷.

⁷ Gli studi giuridici che si sono interessati della moneta, in specie coloro che si sono occupati della definizione di obbligazione pecuniaria, tendono ad individuare tre accezioni di moneta: moneta di conto (come parametro misuratore di valori), moneta merce (come oggetto di scambio), moneta bancaria o scritturale. Ampia la letteratura al riguardo. Si veda in particolare A. DALMARTELLO, *La prestazione nell'obbligazione di dare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1947, p. 214 ss.

Movendo da tali accezioni del concetto di moneta si sono formati, in sintesi, i seguenti orientamenti:

– moneta come strumento di scambio (G. STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, 1976, p. 747; B. INZITARI, *Le funzioni giuridiche del denaro nella società contemporanea*, in *Riv. dir. civ.*, I, p. 694 ss.);

– moneta come una *ideal unity* (A. NUSSBAUM, *Das Geld in Theorie und Praxis des deutschen und ausländischen Recht*, Tubinga, Mohr, 1925, p. 1 ss.; V. NEWLIN, *Theory of Money*, Oxford, Oxford University Press, 1962; G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento monetario*, Milano, Vallardi, 1924, p. 68 ss.; A. LUMINOSO, *Orientamenti della giurisprudenza in materia di incidenza della svalutazione monetaria sul risarcimento del danno*, in *Dir. giur.*, 1968, p. 145 ss.; A. DI MAJO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX, Milano, 1979, p. 222; N. DI STASO, *Somma di denaro (debito di)*, in *Noviss. Dig. it.*, vol. XVII, Torino, 1980, p. 867; B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato diretto da Galgano*, Padova, Cedam, 1983, p. 18; ID., *Le funzioni giuridiche del denaro nella società contemporanea*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, p. 693 ss.; E. QUADRI, *Principio nominalistico e disciplina dei rapporti monetari*, in *Studi senesi*, 1978, p. 140; ID., *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. Rescigno*, IX, Torino, Utet, 1984; A. MAGAZZU, *Pagamento*, in AA.VV., *Diritto monetario*, in *Dizionario di diritto privato*, a cura di N. Irti e G. Giacobbe, V, Milano, Giuffrè, 1987, p. 537; V. SANTORO, *L'efficacia solutoria dei pagamenti a mezzo di intermediari*, in G. CARRIERO, V. SANTORO, *Il diritto del sistema dei pagamenti*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 80; G. LICCARDO, *Equivalenti del*

La liquidità e il *cash flow*, piuttosto che il livello di patrimonio immobiliare del richiedente il finanziamento o la garanzia, acquistano

denaro nel prezzo, in Domenico Rubino, a cura di P. Perlingieri, S. Polidori, Napoli, Esi, 2009, pp. 514-515; G. CARRIERO, *Scritti di diritto dell'economia*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 172);

– moneta come «strumento di intermediazione di scambi». Sul punto anche chi guarda al denaro nelle vicende circolatorie non può fare a meno di considerare come la disciplina della circolazione delle cose generiche non si attaglia al denaro a cui non sono applicabili varie disposizioni in materia A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Torino, Giappichelli, 1996, p. 6; M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, Esi, 2008, p. 55.

Tali posizioni fanno da sfondo al problema avvertito dalla scienza giuridica in materia di obbligazioni pecuniarie e di moneta.

I problemi e le definizioni sul concetto di moneta avvertite dagli economisti sono invece di altro tipo e più vicine alle considerazioni in oggetto.

Nel descrivere le funzioni della moneta si muove dai suoi diversi aspetti: misura di valore, mezzo di scambio e di pagamento, riserva di valore (Cfr. *Dizionario economico finanziario e contabile*, Napoli, Edizioni Simone, 1992; *Dizionario di Economia Politica*, a cura di C. Napoleoni, Milano, Edizioni di Comunità, 1956). Ne derivano differenti funzioni:

1) moneta come strumento di intermediazione degli scambi: la moneta sarebbe una terza merce che si utilizza nello scambio di altre due merci.

2) moneta come unità di misura di valore: la moneta permette di confrontare il valore di due merci attraverso il loro prezzo espresso nella unità monetaria adottata.

3) fondo di valore: la moneta può essere accumulata nel tempo e, non essendo un bene deperibile, costituisce un accumulo di ricchezza che può essere reinvestito per produrre altra ricchezza.

Nel tempo sono state utilizzate come monete le merci più disparate. Pur nella diversità della materia, esistono caratteristiche necessarie che un bene deve possedere per poter svolgere la funzione monetaria:

a) facile trasferibilità, ovvero la merce usata deve esprimere in piccole unità di peso e volume un alto valore;

b) conservabilità per lungo tempo;

c) divisibilità anche in parti piccole, ma tali che il loro valore complessivo sia sempre uguale a quello unitario;

d) intrinseca omogeneità del bene per cui ogni parte dell'intero ha valore costante;

e) stabilità di valore che le consente di svolgere la sua funzione di misura comune dei valori in momenti diversi di tempo.

Una prima evoluzione della moneta si è avuta nel passaggio dalla moneta merce alla carta-moneta. Pare evidente che i beni che possono svolgere contemporaneamente tutte le suddette funzioni non possono che essere i metalli preziosi e quindi oro e argento i quali però hanno presentato degli inconvenienti: 1) pericolo di conservare alte quantità di monete per effettuare gli scambi, 2) è difficile che la quantità di metallo prezioso a disposizione della società stessa possa crescere con la stessa

centralità nei rating che vengono utilizzati per valutare il merito creditizio.

Il nuovo *framework* regolamentare introdotto da Basilea 3 prevede, seppur in modo differenziato tra le banche e i diversi intermediari vigilati, un maggior presidio del rischio di liquidità rispetto alla precedente regolamentazione. Le principali fonti normative e regolamentari di riferimento sono rappresentate dalla CRR/CRD IV⁸ e dalla Circolare Banca d'Italia n. 288 del 3 aprile 2015. In particolare, nell'ambito della Circolare 288 si fa riferimento alle disposizioni di cui al Titolo III («Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni») per quanto attiene al governo e alla gestione del rischio di liquidità.

intensità mantenendo stabile il valore della moneta. Problema che si presenta con l'intensificarsi degli scambi (Cfr. M. NORTH, *La storia del denaro. Una storia dell'economia e della società europea di oltre mille anni*, trad. di Gozzini Giocosa, Asti, Piemme, 1998; E. DE SIMONE, *Moneta e banche attraverso i secoli*, Milano, Franco Angeli, 2002).

Questi limiti hanno portato alla sostituzione della moneta metallica con un altro tipo di moneta ossia la carta-moneta.

Da questa evoluzione deriva anche un mutamento concettuale: la moneta merce, essenzialmente metallica, ha valore equivalente a quello del metallo prezioso che contiene; la moneta segno, non possiede alcun valore intrinseco, il bene ha utilità solamente in quanto moneta.

La moneta bancaria, rappresentata da assegno bancario, assegni circolari, cambiale commerciale e via dicendo, nel tempo ha affiancato la moneta metallica e quella cartacea.

Potremmo dire che un'ultima evoluzione è quella della moneta elettronica e della moneta virtuale che hanno portato ad ulteriori cambiamenti, che hanno interessato i giuristi. Siamo passati dall'economia dello scambio che può essere descritta nei termini di M-D-M ovvero come produzione finalizzata ad ottenere merce a un'economia capitalistica che può essere descritta come D-M-D' dove D' > D.

Nell'economia dello scambio la moneta è un velo. La realtà economica è data dalle merci.

Con il passaggio dalla moneta merce alla moneta segno si comincia a pensare che la moneta svolga un proprio ruolo nell'economia e che sia in grado di influenzare motivazioni e decisioni nell'economia. La moneta credito è moneta segno perché è il rapporto di debito e credito che comanda, è scambio non mediato da merce; nella moneta credito si aggiunge alla moneta una nuova funzione di riallocazione delle attività di risparmio finalizzata alla riproduzione di denaro dal denaro nel breve periodo secondo la funzione D-D' (V.J. NIEHANS, *The theory of money*, Baltimora-London, The Johns Hopkins University Press, 1978; M. LEWIS e P. MILZEN, *Monetary Economics*, Oxford-New York, Oxford University Press 1995).

⁸ V. *supra* Introduzione nota 12.

Gli intermediari finanziari che raccolgono risparmio presso il pubblico o esercitano in via esclusiva, prevalente o rilevante, l'attività di rilascio di garanzie devono monitorare e detenere costantemente un ammontare di riserve di liquidità adeguato in relazione alla propria esposizione al rischio di liquidità.

Il già ricordato accordo di Basilea 2 ratificato nel 2004 include una serie di regole aventi lo scopo di assicurare la stabilità patrimoniale delle Banche. A partire da tale accordo le Banche hanno dovuto porre maggior attenzione in particolare nel valutare la «qualità» dei loro debitori secondo il concetto di rischio operativo definito come «il rischio di perdite conseguenti a inadeguati processi interni, errori umani, carenze nei sistemi operativi o a causa di eventi esterni». Si ha insomma ad oggetto rischi diversi dal rischio di credito o di insolvenza della controparte e dal tipico rischio di mercato.

Il regime prudenziale, introdotto da Basilea 3 e dal regolamento CRR «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, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (da ora in poi CRR)⁹, si lega ai nuovi principi contabili internazionali. Il criterio di valutazione dei crediti, sia di funzionamento sia di finanziamento, risulta improntato in Italia, secondo la disciplina contenuta nel codice civile all'art. 2426, al «valore presumibile di realizzo» espressione con cui si intende la somma che si ritiene di poter incassare sulla base delle informazioni

⁹ Il 27 giugno 2013 sono stati pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (GUUE) i testi del Regolamento (UE) n. 575/2013 («CRR») e della Direttiva 2013/36/UE («CRD IV») con i quali vengono introdotte nell'Unione europea le regole definite dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel dicembre 2010, con l'intento di promuovere un sistema bancario più solido e resistente agli shock finanziari.

Tali nuovi provvedimenti sostituiscono integralmente la Direttiva 2006/48/CE («CRD»), relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio, e la Direttiva 2006/49/CE («CAD»), relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. Si ha così un nuovo quadro normativo di riferimento nell'Unione europea per banche e imprese di investimento (SIM) dal 1° gennaio 2014. Il nuovo quadro normativo costituisce l'attuazione del progetto definito nel Consiglio europeo del giugno 2009 relativo all'istituzione di un *single rulebook* applicabile alle istituzioni finanziarie del Mercato Unico, ossia di una disciplina unica e di armonizzazione delle normative prudenziali degli Stati membri.

disponibili sulla situazione finanziaria del debitore. Si fa ricorso normalmente a sistemi di rating¹⁰.

Sulla base dei principi contabili nazionali i crediti devono essere classificati sulla base della loro origine, natura del debitore e scadenza. La svalutazione dei crediti per ricondurli al valore di presumibile realizzo viene messa in relazione alle ipotesi di adempimento o di inadempimento del debitore.

Sul punto i bilanci devono essere adeguati ai principi contabili internazionali e in particolare da ultimo all'IRFS9.

L'*International Accounting Standards Board* (IASB), organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali, nel dicembre 1998 ha emanato il Principio Contabile IAS 39 con l'obiettivo di definire i principi per la rilevazione, valutazione e informativa di bilancio degli strumenti finanziari e non finanziari. Varie modifiche nel tempo sono state apportate tenuto conto del continuo mutamento dei mercati e della nascita di nuovi strumenti finanziari. La crisi del 2007 ha portato lo IASB ad emanare lo standard IFRS 9 che ha innovato in particolare in punto di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari e che è entrato in vigore nel 2018.

In via generale viene introdotto un nuovo modello di classificazione e misurazione degli strumenti finanziari e un nuovo criterio di valutazione delle perdite attese e di rilevazione degli strumenti di copertura¹¹.

Non possiamo infine dimenticare l'incidenza di regole prudenziali anche nel governo delle società bancarie.

Indicazioni in Italia vengono dalla Circ. Banca di Italia n. 285/2013, Parte prima IV.1.1 che ha dato attuazione alla già citata Direttiva 2013/36/UE (26 giugno 2013) del Parlamento europeo e del Consiglio: c.d. CRD IV. Le Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia precisano che «efficaci assetti organizzativi e di governo societario costituiscono per tutte le imprese condizione essenziale per il perse-

¹⁰ Per considerazioni generali sul punto V. ANTONELLI e G. LIBERATORE, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, Franco Angeli, 2012, pp. 290-293.

¹¹ Si rinvia a E. ABATE e P. ROSSI, A. VIRGILIO, *IAS/IFRS - US GAAP. Principi contabili italiani. Confronto e differenze*, Milano, Egea, 2010; DELOITTE website, IFRS 9 - Financial Instruments (www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs9); IFRS FOUNDATION (2014) ASB completes reform of financial instruments accounting, press release, 24 July (www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/08/2014-07-24-Comunicato-stampa-IFRS-9.pdf).

guimento degli obiettivi aziendali; per le Banche essi assumono particolare rilievo in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento.

Gli assetti organizzativi e di governo societario delle Banche, oltre a rispondere agli interessi dell'impresa, devono assicurare condizioni di sana e prudente gestione, obiettivo essenziale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza».

Si tratta di principi ordinati a far fronte ai rischi: di liquidità, di contagio per i rapporti interbancari; di limitata attenzione al *risk management*¹².

Due essenzialmente le linee guida considerate dal legislatore europeo e dal regolatore nazionale:

- Occorre tenere distinta la *governance* bancaria da quella ordinaria.
- Vi è un'equivalenza funzionale tra i modelli di *governance*¹³.

In base al considerando n. 55 Direttiva CRD IV infatti: «le definizioni utilizzate nella presente direttiva sono intese a comprendere tutte le strutture vigenti senza raccomandarne alcuna in particolare. Esse sono puramente funzionali a ottenere un risultato preciso a prescindere dal diritto societario nazionale applicabile a un ente in ciascuno stato membro»¹⁴.

¹² P.O. MÜLBERT, *Corporate Governance von Banken*, in ZHR, 2009, p. 1 ss.; S. EMMENEGGER, *Grundsätze guter Unternehmensführung von Banken aus der Sicht des Basler Ausschusses und der FINMA*, in Kl, p. 405 ss.

¹³ C. ANGELICI, *In tema di rapporti fra «amministrazione» e «controllo»*, in *Dialoghi sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, Giappichelli, 2015, p. 146 ss.; M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Torino, Giappichelli, 2014, p. 1075; L. SCHIUMA, *Il sistema monistico: Il consiglio di amministrazione ed il comitato per il controllo sulla gestione*, in M. VIETTI (direzione di), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 505 ss.

¹⁴ La dottrina da questo deduce «nel diritto italiano come nel diritto portoghese – gli unici, in Europa, ad avere tre sistemi di governance: quello c.d. tradizionale, il sistema dualistico con il consiglio di sorveglianza e con il consiglio di gestione, e quello monistico caratterizzato dall'incorporazione nello stesso consiglio di amministrazione di un comitato di controllo sulla gestione –, l'aggiunta di modelli alternativi non è avvenuta per l'obsolescenza, ed essendo, dall'altro, ammesso che «la crisi finanziaria ha dimostrato che presso le banche [con modelli dualistico e monistico] si sono verificati molti errori di comparabile equivalenza, con conseguenze disastrose» (R.E. BREUER, *Die Professionalisierung der Aufsichtsratsarbeit in der Bank*,

Non staremo in questa sede a riprendere le disposizioni della circolare 285 che hanno visto continui aggiornamenti e altri ne vedranno. Ci limitiamo a considerare i principi che stanno alla base dei suoi contenuti e i collegamenti leggibili tra governo societario e prudenzialità.

I processi interni, la cui determinazione è rimessa agli organi societari, determinano il capitale complessivo adeguato in termini sia attuali sia prospettici in modo da poter fronteggiare tutti i rischi rilevanti e da poter valutare l'adeguatezza del governo e della gestione del rischio di liquidità. In questi termini si compone il processo di controllo prudenziale, il c.d. SRP (acronimo di *Supervisory Review Process*) il quale si articola in due fasi tra loro complementari:

- La determinazione dell'adeguatezza del patrimonio, il c.d. ICAAP (acronimo da *Internal Capital Adequacy Requirement Process*).
- La valutazione dell'adeguatezza del sistema di governo e di gestione del rischio di liquidità c.d. ILAAP (acronimo da *Internal Liquidity Adequacy Assessment Process*).

Le Banche a tal fine predispongono, in via di autoregolamentazione, strategie attraverso strumenti e procedure per determinare il capitale che ritengono adeguato, per importo e composizione, alla «copertura permanente di tutti i rischi» ai quali potrebbero essere esposte. Allo stesso tempo devono valutare l'adeguatezza del governo e della gestione del rischio di liquidità.

A tali profili gestori corrispondono specifici obblighi informativi. Le Banche, infatti, sono tenute a garantire un flusso di informazioni relative all'ICAAP e all'ILAAP sia verso la BCE (Banca Centrale Europea) sia verso BI (Banca d'Italia) che consentano a queste di valutare la solidità, l'efficacia, la completezza, la granularità, l'attendibilità, la comparabilità delle misure delle fasi del processo di controllo prudenziale, appunto: la determinazione dell'adeguatezza del patrimonio e la valutazione dell'adeguatezza del governo e della gestione del rischio di liquidità.

Per rischio di liquidità in economia si intende il rischio di perdite affrontate da una società che, per far fronte ai propri impegni di tesoreria, ha necessità di liquidare parte dei propri investimenti a medio termine.

in Kl. J. HOPTU e G. WOHLMANNSTETTER, *Handbuch Corporate Governance von Banken*, München, C.H. Beck, 2011, p. 526)«: così G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 49.

Per le Banche si traduce essenzialmente nell'essere sempre in grado «di far fronte tempestivamente e in modo economico agli obblighi di pagamento nei tempi contrattualmente previsti»¹⁵.

La gestione di tale rischio importerebbe quindi di:

- assicurare sempre una quantomeno adeguata corrispondenza fra i flussi di cassa in entrata e i flussi di cassa in uscita garantendo per tal via la solvibilità tecnica della Banca;

- coordinare l'emissione di strumenti finanziari a breve, media e lunga scadenza;

- ottimizzare il costo del rifinanziamento contenendo quanto più possibile i processi di sostituzione del debito esistente con un nuovo debito, a condizioni diverse.

Come detto sono queste politiche di gestione prudentiale e di contenimento del rischio liquidità che hanno portato le Banche a ripensare alle proprie politiche di investimento allontanandosi dagli LTI.

La gestione del rischio di liquidità è volta a conseguire un tendenziale equilibrio finanziario attraverso interventi tecnici che possano incidere sui flussi finanziari nel tempo. Nel far ciò si terrà in particolare conto:

- della trasformabilità delle scadenze;

- della politica di raccolta della Banca;

- del possibile *funding* attraverso cessione di parte degli attivi della Banca;

- della politica di composizione quali-quantitativa dell'attivo;

- del controllo delle politiche commerciali che possono incidere sull'assorbimento della liquidità;

- del grado di propensione al rischio e delle modalità di controllo del rischio di liquidità.

Il management del rischio liquidità va visto anche nel senso di un mantenimento di un grado di liquidità superiore alla condizione minimale di vincolo che potrebbe generare un effetto limitativo della redditività con riserve in eccesso.

Si osserva come «l'obiettivo della gestione del rischio di liquidità deve quindi essere perseguito ottimizzando il profilo rischio-rendi-

¹⁵ Si rinvia a R. RUOZZI e P. FERRARI, *Il rischio di liquidità nelle banche aspetti economici e profili regolamentari*, 2009, Paper 90 Università di Brescia, www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper90.pdf.

mento attraverso un opportuno bilanciamento fra queste due variabili»¹⁶.

Il rischio di liquidità delle Banche può essere distinto in:

– *funding liquidity risk* relativo a possibili difficoltà per la Banca di far fronte ai deflussi di cassa attesi e inattesi dovuti ai rimborsi di passività.

– *market liquidity* relativo alla possibile difficoltà per la Banca di convertire in moneta attività finanziarie di cui è titolare senza subire una decurtazione del prezzo.

È quest'ultimo il senso di rischio di liquidità che più direttamente coinvolge i LTIs.

A livello di interventi dell'autorità di controllo si individuano essenzialmente due indirizzi: uno qualitativo e uno quantitativo. Gli osservatori notano come la crisi abbia fatto emergere la vulnerabilità di una regolamentazione basata eccessivamente su criteri quantitativi che di per sé non sono sufficienti a mitigare il rischio di liquidità¹⁷.

Il sistema italiano sembra orientato a criteri quali-quantitativi con una forte rilevanza della *governance*. Il timore è che le funzioni, in particolare quella di *risk management*, diano una lettura restrittiva delle politiche prudenziali, introdotte rispetto alla gestione del rischio, che non tenga sufficientemente conto della necessità di bilanciare liquidità e redditività.

3. Normativa prudenziale e politiche di investimento delle Compagnie e dei Fondi Pensione

Tra gli interventi in ambito assicurativo in risposta alla crisi del 2007-2008 vi sono le misure adottate dall'UE nel settore sia per get-

¹⁶ *Ibidem*, p. 3.

See European Systemic Risk Board, Market liquidity and market-making, October 2016, www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20161005_market_liquidity_market_making.en.pdf?797687aead404cddb51d57b0c7dc9604: «Market-makers responding to the qualitative survey perceive that reductions in overall market liquidity, post-crisis regulation, changes in the general market environment and developments in the investor base are causing a reduction in their market-making activities. Banks view the capital and liquidity regulation and increased transparency requirements under the new MiFID II/MiFIR rules in particular as impeding their market-making capacity».

¹⁷ R. RUOZZI e P. FERRARI, *op. cit.*, p. 19.

tare le basi per un sistema assicurativo più resiliente, sia per garantire un'adeguata vigilanza. Il principale intervento è la emanazione della direttiva Solvibilità II, ossia la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, sull'avvio e l'esercizio dell'attività di assicurazione e di riassicurazione.

Lungo è stato il processo che ha portato alla direttiva 138, che riteniamo utile ricordare anche per evidenziare le dinamiche che hanno condotto all'attuale sistema normativo. Nel 2000 la Commissione ha deciso di avviare una revisione fondamentale della regolamentazione delle assicurazioni e nel 2003 ha costituito un comitato di rappresentanti ad alto livello delle autorità pubbliche nazionali nel settore della vigilanza in materia di assicurazione, riassicurazione e pensioni aziendali e professionali: il Comitato delle assicurazioni europee e Supervisorie delle pensioni aziendali (CEIPOS) che avrebbe dovuto «consigliare la Commissione, in particolare per quanto riguarda la preparazione di progetti di misure di attuazione nel settore dell'assicurazione, della riassicurazione e delle pensioni professionali [...] contribuire alla coerente attuazione delle direttive comunitarie e alla convergenza delle prassi di vigilanza degli Stati membri in tutta la Comunità» (art. 2 *EU Commission Decision 2004/6/EC of 5 November 2003 establishing the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*, OJ 2004, L 3/30). Nell'adempimento di tali obblighi, il CEIOPS ha dovuto mantenere stretti legami operativi sia con la Commissione che con il Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPC), un organo consultivo della Commissione composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza e di regolamentazione delle assicurazioni dei paesi dell'UE, il cui compito è quello di assistere la Commissione nell'adozione delle misure di attuazione delle direttive UE nel settore delle assicurazioni. Negli anni seguenti, la Commissione ha chiesto al CEIOPS di condurre ampie consultazioni e studi di impatto di valutazione quantitativa su diversi scenari normativi. Nel 2007 il risultato di queste attività si è condensato nella proposta di direttiva nota come Solvency II.

La direttiva segna un cambiamento fondamentale nei requisiti di adeguatezza patrimoniale, gestione del rischio e requisiti di informativa al fine di: proteggere gli assicurati e i consumatori europei; mantenere il quadro europeo in linea con gli ultimi sviluppi in materia di assicurazioni, gestione del rischio, tecniche finanziarie, relazioni fi-

nanziarie internazionali e norme prudenziali; razionalizzare il modo in cui i gruppi sono controllati e garantire una maggiore cooperazione tra le autorità di vigilanza, in particolare per quanto riguarda i gruppi assicurativi multinazionali¹⁸.

A tal fine, e analogamente a quanto i quadri normativi proposti da Basilea II e Basilea III hanno mirato a fare nel settore bancario, la direttiva pone le basi per un sistema assicurativo maggiormente prudenziale e stabilisce requisiti di solvibilità più completi di quelli del precedente sistema. Come in Basilea, la direttiva vede tre pilastri centrali: risorse finanziarie adeguate (pilastro 1); un adeguato sistema di *governance* (compresa la gestione dei rischi) e un'efficace supervisione degli assicuratori (pilastro 2); informativa al pubblico e rendicontazione normativa (pilastro 3)¹⁹.

¹⁸ Ampia la letteratura internazionale: P. MONACO, *Harmonizing insurance supervision in europe: the italian experience in a comparative perspective*, in *Diritto del comm. Internazionale*, 2018, p. 457; O.J. ERDÉLYI, *Twin Peaks for Europe: Rethinking the Group Support Regime Under Solvency II*, Cham, 2016, p. 27 ss.; MICHAEL J.H. SMITH, *Solvency II: The Ambitious Modernization of the Prudential Regulation of Insurers and Reinsurers Across the European Union (EU)*, in 16 *Connecticut Insurance L. J.*, 357, 2010, p. 359 ss.; T. FAROULT, *Solvabilité II: vers un monde plus sûr?*, in *Revue Banque*, n. 735, 2011, p. 48; T. FAROULT, *Solvabilité II: les points d'interrogation*, in *Revue Banque*, 2011, n. 736, p. 40; A. SANDSTRÖM, *Handbook of Solvency for Actuaries and Risk Managers. Theory and Practice*, Boca Raton (FL): Chapman&Hall, 2011, p. 625; M. TORRE-ENCISO e R. HERNANDEZ BARROS, *Solvency II, the European Insurance Regulation Based on Risks*, in *Revista Universitaria Europea*, 2010, p. 119; Á. NAGY, S. PETE, A. BENYOVSZKI, T.P. PETRU e L.Z. GYÖRFY, *The de Larosière Report Regarding the new Structure of European System of Financial Supervision*, in 17 *Theoretical and Applied Economics*, 2010, pp. 5-20; R. DOFF, *A Critical Analysis of the Solvency II Proposals*, in 33 *The Geneva Papers*, 2008, p. 193; R. DOFF, *Risk Management for Insurers: Risk Control, Economic Capital, and Solvency II*, London: Risks Books, 2007; M. ELING, H. SCHMEISER e J.T. SCHMIT, *The Solvency II Process: Overview and Critical Analysis*, in 10 *Risk Management and Insurance Review*, 2007, pp. 69-85.

¹⁹ Tutti e tre i pilastri devono essere attuati attraverso un processo legislativo che si muove seguendo le linee della cosiddetta procedura Lamfalussy, come delineata nel 2001 dalla relazione Lamfalussy per il processo legislativo nel settore finanziario. Cfr *Report of the Committee of Wise Men on Regulation of European Securities Markets*, 15 February 2001, ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.

Come è noto, il processo Lamfalussy è concepito come comprendente quattro livelli distinti: atti di struttura (livello 1); atti delegati e di esecuzione (livello 2); linee guida e raccomandazioni (livello 3); supervisione nazionale (livello 4). Secondo questa struttura, al livello 1 le «scelte politiche di base» dovrebbero essere «tradotte

In tale logica di una accresciuta prudenzialità del settore, come noto *Solvency* ha avuto un importante impatto sui compiti degli organi di governo. Il consiglio di amministrazione viene chiamato ad una gestione qualitativa con compiti e responsabilità ampliati per il cui svolgimento sarà necessario che i membri dell'organo amministrativo siano inseriti effettivamente nella vita della compagnia e che siano selezionati, ora più di prima, tenuto conto delle loro approfondite competenze professionali. Dovranno infatti avere la capacità di una visione prospettica e un controllo dei rischi ivi compresi quelli che derivano dalla non conformità a norme, garantendo il perseguimento dell'obiettivo della salvaguardia del patrimonio anche in un'ottica di medio-lungo periodo.

A fondamento di ciò vi è l'interazione tra gli organi esercenti funzioni di controllo e gestione del rischio (oltre al consiglio di amministrazione, la funzione *Internal Audit*, la funzione *Risk Management*, la funzione *Compliance* e procedure) e la funzione attuariale. A seguito dell'abrogazione della figura dell'attuario incaricato, il compito di redigere la relazione tecnica al bilancio e la relazione sul rendimento prevedibile è stato attribuito alla funzione attuariale che segnala fatti di rilievo al consiglio di amministrazione ed all'organo di controllo che, ove ne ricorrano i presupposti, li comunica all'IVASS.

Ancor più di prima è vera l'affermazione della dottrina relativa al fatto che «la *corporate governance* nel diritto societario assicurativo costituisce la preconditione per un corretto esercizio dell'attività as-

in norme quadro ampie ma sufficientemente precise» – questa è, nel nostro caso, la direttiva quadro Solvibilità II. Al livello 2, la Commissione europea, assistita da comitati speciali di esperti nel settore, dovrebbe adottare misure tecniche più dettagliate. Alla luce di ciò, la direttiva quadro è completata dal regolamento delegato 2016/467, relativo al calcolo dei requisiti patrimoniali regolamentari per diverse categorie di attività detenute da imprese di assicurazione e di riassicurazione. Gli stessi comitati speciali sono inoltre incaricati di adottare misure di «livello 3» (come raccomandazioni di interpretazione, linee guida e standard comuni), al fine di salvaguardare la coerenza nell'attuazione quotidiana delle regole «livelli 1» e «livello 2». È il caso dell'insieme dei regolamenti di esecuzione di Solvibilità II, che applicano le norme tecniche relative alle procedure di approvazione prudenziale. Infine, il «livello 4» riguarda la fase di esecuzione, in cui gli Stati membri sono incaricati di tradurre a livello nazionale le norme dagli altri tre livelli, mentre la Commissione europea deve controllare la tempestività e la correttezza dei processi nazionali di attuazione.

Si veda sul punto P. MONACO, *op. loc. citt.*

sicurativa»²⁰. Del resto il sistema dei controlli interni trova una collocazione centrale nell'ambito del secondo pilastro di *Solvency II*, all'interno delle disposizioni dedicate ai controlli e alla *governance*.

Centrale sul punto era il regolamento 20/2008 IVASS come modificato e integrato dal provvedimento IVASS dell'8 novembre 2012 n. 3020 e dal provvedimento IVASS del 15 aprile 2014 n. 17. Si tratta di un provvedimento che precisa le responsabilità di vertice dell'organo amministrativo prevedendo appunto che «L'organo amministrativo ha la *responsabilità ultima* dei sistemi dei controlli interni e di gestione dei rischi dei quali assicura la costante completezza, funzionalità ed efficacia, anche con riferimento alle attività esternalizzate. L'organo amministrativo assicura che il sistema di gestione dei rischi consenta l'identificazione, la valutazione anche prospettica e il controllo dei rischi, ivi compresi quelli derivanti dalla non conformità alle norme, garantendo l'obiettivo della salvaguardia del patrimonio, anche in un'ottica di medio-lungo periodo».

Al secondo comma vengono specificati in modo analitico i compiti «di indirizzo strategico e organizzativo» di cui all'art. 2381 c.c.²¹. Il regolamento 20 è stato abrogato a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018. Il nuovo impianto normativo, salvaguardando quanto già anticipato dalle Lettere al mercato del 15 aprile 2014 e 28 luglio 2015, nonché la struttura e l'impianto del Regolamento n. 20/2008 – già aggiornato alla logica *Solvency II* delle linee guida preparatorie – assicura un rafforzamento dei requisiti qualitativi di gestione che, unitamente ai requisiti prudenziali di tipo quantitativo, rappresentano i presidi a salvaguardia della stabilità delle imprese e dei gruppi.

Con l'espressione «responsabilità ultima» si vuole indicare²², che, pur essendoci degli uffici e delle funzioni preposte espressamente alla *compliance*, all'osservanza delle norme di legge e regolamentari, non

²⁰ Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, p. 399.

²¹ In tal senso P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, I, p. 193; S. FEBBI e D. BOBBO, *L'evoluzione del sistema dei controlli interni delle imprese di assicurazione nel recepimento di Solvency II*, in *Diritto bancario*, 2016, p. 3.

²² Cfr. L. FARENGA, *La riforma del codice delle assicurazioni di cui al d.lgs. 74/2015: una prima lettura interpretativa*, in *Quaderno IVASS*, n. 5, Roma, 2016, p. 24.

si può escludere la responsabilità anche del consiglio di amministrazione che ha la diretta supervisione sugli altri organi e sulle funzioni di controllo.

Del resto anche in altri ambiti l'espressione «responsabilità ultima» è stata utilizzata con tale significato per indicare che il soggetto che svolge la funzione di allocare compiti e responsabilità su specifici organi sociali, non si esime dalla supervisione di tali organi e risponde con essi a titolo di responsabile.

Il testo dell'art. 30 Codice delle Assicurazioni private (d.lgs. 209/2005 da ora in poi CAP) è stato riscritto dal d.lgs. 74/2015²³ e deve essere

²³ La norma ivi contenuta prevede: «1. L'impresa si dota di un efficace sistema di governo societario che consenta una gestione sana e prudente dell'attività. Il sistema di governo societario è proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'impresa.

2. Il sistema di governo societario di cui al comma 1 comprende almeno:

a) l'istituzione di un'adeguata e trasparente struttura organizzativa, con una chiara ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi dell'impresa;

b) l'organizzazione di un efficace sistema di trasmissione delle informazioni;

c) il possesso da parte di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e di coloro che svolgono funzioni fondamentali dei requisiti di cui all'articolo 76;

d) la predisposizione di meccanismi idonei a garantire il rispetto delle disposizioni di cui al presente Capo;

e) l'istituzione della funzione di revisione interna, della funzione di verifica della conformità, della funzione di gestione dei rischi e della funzione attuariale. Tali funzioni sono fondamentali e di conseguenza sono considerate funzioni essenziali o importanti.

3. Il sistema di governo societario è sottoposto ad una revisione interna periodica almeno annuale.

4. L'impresa adotta misure ragionevoli idonee a garantire la continuità e la regolarità dell'attività esercitata, inclusa l'elaborazione di piani di emergenza. A tal fine, l'impresa utilizza adeguati e proporzionati sistemi, risorse e procedure interne.

5. L'impresa adotta politiche scritte con riferimento quanto meno al sistema di gestione dei rischi, al sistema di controllo interno, alla revisione interna e, ove rilevante, all'esternalizzazione, nonché una politica per l'adeguatezza nel continuo delle informazioni fornite al supervisore ai sensi dell'articolo 47-quater e per le informazioni contenute nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria di cui agli articoli 47-septies, 47-octies e 47-novies e garantisce che ad esse sia data attuazione.

6. Le politiche di cui al comma 5 sono approvate preventivamente dal consiglio di amministrazione. Il consiglio di amministrazione riesamina le politiche almeno una volta l'anno in concomitanza con la revisione di cui al comma 3 e, in ogni caso,

collocato nell'ambito dell'attuazione della direttiva Solvency II e della correlata gestione dei rischi di impresa assicurativa perseguendo l'obiettivo di realizzazione di un regime prudenziale che tenga conto dei rischi assunti. A questi, e non più solo al patrimonio dell'impresa assicurativa, si rapporta la solvibilità ovvero ai rischi di sottoscrizione, ai rischi di mercato, ai rischi di credito, rischi operativi, di liquidità, rischi di concentrazione²⁴.

Solvency II mira ad aggiornare la regolamentazione prudenziale delle assicurazioni europee imponendo alle compagnie di mantenere un margine di risorse patrimoniali supplementari a garanzia della propria attività.

Con Solvency I l'ammontare di capitale regolamentare era determinato in cifra fissa in percentuale delle riserve matematiche e dei capitali sotto rischio nei rami vita, in percentuali dei premi annui o dell'onere medio dei sinistri nei rami danni.

Solvency II, pur seguendo lo stesso approccio, prevede margini di protezione patrimoniale non più calcolati in misura fissa ma destinati a cambiare in relazione agli effettivi rischi dell'impresa, a quelli assicurativi veri e propri e a quelli del portafoglio d'investimento. In questo senso si parla infatti di un sistema *risk-oriented*. Il meccanismo è stato costruito secondo un modello che assegna una probabilità agli eventi che possono accadere e che possono incidere sulla volatilità degli strumenti finanziari e/o sulla rischiosità del portafoglio assicurativo.

Mentre nel sistema Solvency I il margine richiesto era determinato sulla base di elementi economico/patrimoniali in gran parte desumibili dal bilancio, in Solvency II il margine richiesto è determinato in base al capitale tenuto conto di come questo risulta assorbito dai rischi complessivi ai quali l'impresa/il gruppo sono esposti, rischi che vengono aggregati in base a diversi criteri. Assumono così rilievo elementi quali/quantitativi come la necessaria maggiorazione del capitale per carenze nella *governance* rilevate.

Il previgente articolo 30 si limitava a sancire in tema di sistema di governo che «1. L'impresa di assicurazione autorizzata all'esercizio

apporta le modifiche necessarie in caso di variazioni significative del sistema di governo societario.

7. L'IVASS detta con regolamento disposizioni di dettaglio in materia di sistema di governo societario di cui alla presente Sezione».

²⁴ Cfr. P. MONTALENTI, *op. loc. cit.*; S. FEBBI, D. BOBBO, *op. loc. cit.*

dei rami vita o dei rami danni opera con un'adeguata organizzazione amministrativa e contabile e con un adeguato sistema di controllo interno. 2. Il sistema di controllo interno prevede procedure atte a far sì che i sistemi di monitoraggio dei rischi siano correttamente integrati dell'organizzazione aziendale e che siano prese le misure necessarie a garantire la coerenza dei sistemi posti in essere al fine di consentire la quantificazione e il controllo dei rischi. 3. L'impresa che esercita l'attività assicurativa nel ramo assistenza soddisfa i requisiti di professionalità del personale e rispetta le caratteristiche tecniche delle attrezzature determinate dall'IVASS con regolamento». Già con riferimento al passato contesto normativo la finalità perseguita dal legislatore era ravvisabile nell'intento di garantire la solvibilità dell'impresa, attraverso l'imposizione di un sistema volto ad una sana e prudente gestione, e la trasparenza dell'operato nei confronti dell'autorità di controllo e degli utenti, avuto riguardo ai rilevanti interessi pubblicistici coinvolti.

I requisiti della sana e prudente gestione, più volte richiamati nell'intero codice, indicano la necessità di una gestione che possa garantire la solvibilità dell'impresa mediante il rispetto delle tecniche assicurative, un efficiente *management* del patrimonio ed adeguate procedure di controllo interno e di gestione dei rischi in modo da conferire maggiore sicurezza agli assicurati e garantire al contempo una gestione più efficace dell'impresa anche in una logica di ottenimento di un più elevato grado di competitività tra imprese. I requisiti di Solvibilità II e del regolamento delegato n. 2015/35 coprono in maniera estesa alcuni dei principali aspetti del principio della persona prudente, come la gestione delle attività e passività, gli investimenti in strumenti derivati, la gestione del rischio di liquidità e la gestione del rischio di concentrazione.

Si prevede a tal fine che la struttura organizzativa risulti improntata ai principi di chiarezza e trasparenza con una ripartizione e un'appropriate separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi dell'impresa. Particolare attenzione viene data all'organizzazione di un efficace sistema di flusso di informazioni.

Si individuano poi alcune funzioni centrali: la funzione di revisione interna, la funzione di verifica della conformità, la funzione di gestione dei rischi e la funzione attuariale. Il sistema di governo societario è sottoposto ad una revisione interna periodica almeno annuale.

L'impresa adotta regolamenti con riferimento quanto meno al sistema di gestione dei rischi, al sistema di controllo interno, alla revisione interna e, ove rilevante, all'esternalizzazione, nonché una politica per l'adeguatezza nel continuo delle informazioni fornite al supervisore ai sensi dell'articolo 47-*quater* e per le informazioni contenute nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria di cui agli articoli 47-*septies*, 47-*octies* e 47-*novies* e garantisce che ad esse sia data attuazione.

Tali regolamenti sono approvati preventivamente dal consiglio di amministrazione che sarà tenuto a riesaminarli almeno una volta l'anno.

Nella determinazione degli obiettivi di sana e prudente gestione diviene importante la lettura di alcuni regolamenti IVASS emanati in attuazione del CAP e delle linee guida EIOPA (*European Insurance and Occupational Pension Funds* da ora in poi EIOPA). In particolare il regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016, recante disposizioni in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, contiene: disposizioni in materia di investimenti conformemente al principio della persona prudente; la disciplina degli attivi a copertura delle riserve tecniche, con particolare riferimento ai finanziamenti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese; disposizioni per la formazione e la tenuta del registro degli attivi a copertura delle riserve tecniche; disposizioni concernenti il principio della persona prudente ai fini della vigilanza sul gruppo.

Con tale testo regolamentare, inoltre, vengono recepite le Linee Guida emanate da EIOPA in materia di applicazione del *prudent person principle*, le quali completano il quadro normativo che su tale aspetto viene definito:

– dall'articolo 132 della Direttiva n. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (di seguito «direttiva»), recepito dagli artt. 37-*ter* e 38 del Codice;

– dagli artt. 256, 258, 260, 261, 308, 376 del Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione europea (di seguito «Atti delegati»), che integra la direttiva.

Sulla base di tale impianto normativo, le imprese di assicurazione e di riassicurazione sono chiamate ad identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, garantendo la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel

suo complesso, e localizzando le attività secondo criteri che ne assicurino la disponibilità.

Al fine di garantire il rispetto del principio della persona prudente nella gestione degli investimenti, le imprese definiscono proprie politiche di investimento, di gestione delle attività e delle passività e di gestione del rischio di liquidità coerenti con la natura, la portata e la complessità dell'attività aziendale svolta. L'organo amministrativo approva le suddette politiche adottando una specifica delibera quadro che deve essere rivista almeno una volta l'anno.

Il monitoraggio operato dall'impresa sulla propria area patrimoniale e finanziaria è caratterizzato da un significativo rafforzamento del sistema dei controlli interni, le cui specificità vengono integrate con l'implementazione di quanto previsto dagli Atti delegati in tema di gestione del rischio di investimento, e di quanto disciplinato dalle predette Linee Guida EIOPA (con particolare riferimento alle GL 27 e 29), nonché dai correlati *explanatory text* (specie con riguardo al *prudent person principle*).

Negli orientamenti EIOPA sul sistema di *governance* (EIOPA-BoS-14/253 IT) si dice espressamente che i requisiti relativi al sistema di *governance* mirano a predisporre una sana e prudente gestione delle attività delle imprese senza limitare indebitamente a queste ultime la scelta della propria struttura organizzativa, purché abbiano operato un'adeguata separazione dei doveri.

In linea con quanto previsto nel vigente art. 30 CAP sono considerate funzioni fondamentali e, di conseguenza, anche funzioni importanti o essenziali, almeno quattro funzioni incluse nel sistema di *governance*, vale a dire la gestione dei rischi, la verifica della conformità, la funzione attuariale e la funzione di audit interno. Inoltre, sono considerate rivestire funzioni fondamentali le persone che esercitano funzioni di importanza specifica per l'impresa, alla luce della sua attività e organizzazione. I requisiti di competenza e onorabilità si applicano a tutte le persone che dirigono effettivamente l'impresa o esercitano altre funzioni fondamentali onde garantire che tutte le persone che esercitano funzioni rilevanti nell'impresa siano adeguatamente qualificate.

Gli orientamenti sulla gestione dei rischi si basano sul principio secondo cui un adeguato sistema di gestione dei rischi richiede un insieme efficace ed efficiente di misure integrate che devono inserirsi adeguatamente nell'organizzazione e nell'attività operativa dell'im-

presa. Non esiste pertanto un unico sistema di gestione dei rischi che sia valido per tutte le imprese, ma il sistema deve essere modulato in funzione della singola impresa.

Ai nostri fini di particolare rilevanza è l'art. 30-*bis*, introdotto dal d.lgs. 74 del 2015, che impone all'impresa di dotarsi di un efficace sistema di gestione dei rischi che comprende le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessari per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi a livello individuale ed aggregato, ai quali l'impresa è o potrebbe essere esposta, nonché le interdipendenze tra i rischi. A tal fine, come disposto dal comma 3 dell'art. 30-*bis*, occorre considerare essenzialmente le seguenti aree:

- a) sottoscrizione e costituzione di riserve tecniche;
- b) gestione integrata delle attività e delle passività (*asset-liability management*);
- c) investimenti, in particolare strumenti finanziari derivati e impegni simili;
- d) gestione dei rischi di liquidità e di concentrazione;
- e) gestione dei rischi operativi;
- f) riassicurazione e altre tecniche di mitigazione del rischio.

Con riferimento all'art. 30-*bis* si osserva come in esso sia posta attenzione alle strategie, ai processi e alle procedure di segnalazione necessari per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi, cui l'impresa può essere esposta, sia a livello individuale che a livello aggregato considerando anche le interdipendenze tra i rischi.

Pertanto ai fini della sottoscrizione e costituzione delle riserve tecniche l'impresa deve procedere alla redazione di una relazione in cui per ciascuna nuova tariffa, opera valutazioni dei rischi assicurabili, delle ipotesi poste a base del calcolo dei premi, della redditività attesa e dell'equilibrio tariffario atteso. Detta relazione dovrà essere trasmessa alla società di revisione, all'organo di controllo e all'IVASS, su richiesta di quest'ultimo. In pratica la norma in esame richiede alle imprese di effettuare un'analisi del rischio di tariffazione laddove il principio ordinante dovrebbe essere quello di proporzionalità tenuto conto delle dinamiche dell'attività di impresa e dell'esposizione al rischio della stessa.

In relazione a tale norma assumono rilevanza alcuni regolamenti adottati da IVASS. Da ultimo l'Autorità è intervenuta con il già ri-

cordato Regolamento 38/2018 che detta la disciplina del sistema di governo societario dell'impresa e del gruppo, in attuazione degli articoli da 29-*bis* a 30-*septies* e 215-*bis* del decreto legislativo n. 209/2005 recante il Codice delle assicurazioni private (di sèguito «Codice») così come novellato dal decreto legislativo n. 74/2015, di attuazione della direttiva 2009/138/CE (c.d. Solvency II) e degli articoli 258-275 del Regolamento delegato (UE) 35/2015 (di sèguito «Atti delegati»).

Le disposizioni regolamentari implementano le Linee Guida emanate da EIOPA sul sistema di governo societario, riprendendo allo stesso tempo le previsioni del previgente regolamento del 2008 in quanto compatibili con il nuovo quadro normativo primario. Il riferimento è al Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione, del Regolamento ISVAP n. 39 del 9 giugno 2011 relativo alle politiche di remunerazione, nonché della Circolare ISVAP n. 574/2005 in materia di riassicurazione passiva che sono stati, appunto, abrogati.

Le previsioni contenute nel presente Regolamento vanno lette congiuntamente alla Lettera al mercato del 5 luglio 2018 con cui l'Istituto propone una declinazione del principio di proporzionalità, in linea con l'impianto Solvency II, per cui le disposizioni prudenziali devono essere applicabili in ragione del profilo di rischiosità dell'impresa determinato dalla natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività²⁵.

²⁵ Sempre nella relazione al Regolamento IVASS *de quo* il principio di proporzionalità viene inteso nell'applicazione alla normativa di settore: «(c)ontestualmente all'adozione del presente Regolamento viene resa nota al mercato una prima, concreta declinazione del principio di proporzionalità, al fine di assicurare l'opportuna coerenza con l'impianto Solvency II, che prevede che le disposizioni prudenziali siano applicabili in ragione del profilo di rischiosità dell'impresa determinato dalla natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività. L'approccio sèguito in tale ambito è stato quello di attribuire in via generale al testo del Regolamento le disposizioni prescrittive e cogenti della disciplina, affidando alla Lettera al mercato del 5 luglio 2018 (cui si rinvia per le previsioni di dettaglio) l'illustrazione delle attese dell'Istituto in tema di applicazione operativa di governance proporzionata. Nella Lettera, il sistema di governo societario viene dettagliato in tre "modelli": rafforzato, ordinario, semplificato, a seconda del ricorrere di specificati parametri quali-quantitativi di tipo "presuntivo". A fronte della qualificazione in una delle tre categorie, la Lettera indica al mercato i presidi di governo societario da predisporre in mate-

Da notare come, per quanto concerne la politica sugli investimenti, particolari cautele siano previste con riferimento alle esternalizzazioni. Negli artt. 62 e 63 sono sottoposte a particolari cautele le esternalizzazioni di funzioni o attività essenziali o importanti, intendendosi tali quelle «la cui mancata o anomala esecuzione comprometterebbe gravemente la capacità dell'impresa di continuare a conformarsi alle condizioni richieste per la conservazione dell'autorizzazione all'esercizio oppure comprometterebbe gravemente i suoi risultati finanziari, la sua stabilità o la continuità e qualità dei servizi verso gli assicurati». Così testualmente si esprime la Relazione al regolamento che nell'esemplificazione si richiama alla progettazione dei prodotti assicurativi con la relativa definizione delle tariffe, appunto alla gestione degli investimenti oltre che alla gestione dei sinistri, alla gestione dei reclami, alla prestazione regolare e costante di supporto di natura contabile, alla prestazione dei servizi di *Information and Telecommunication Technology* (ICT) e al processo *Own Risk Solvency Assessment* (ORSA), di cui ci occuperemo a breve. In tali casi l'impresa è tenuta ad individuare al proprio interno uno o più responsabili delle attività di controllo sulle funzioni o attività essenziali o importanti esternalizzate e ne formalizza compiti e responsabilità (articolo 62, comma 5).

Ricordiamo i regolamenti che avevano già in parte recepito le linee guida EIOPA:

- il Regolamento 14/2015 concernente il rischio di base ai fini della determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità recepisce le Linee guida EIOPA sul rischio di base che intendono completare il quadro normativo. Le linee guida EIOPA forniscono criteri atti a supportare le imprese nell'identificazione dei casi in cui il

ria di deleghe operative del presidente dell'organo amministrativo, di organizzazione ed esternalizzazione delle funzioni fondamentali, di struttura delle remunerazioni degli esponenti aziendali, dei titolari delle funzioni fondamentali e degli altri *risk taker*. Sono previste semplificazioni per le imprese appartenenti ad un gruppo e iscritte al relativo Albo tenuto dall'IVASS. La Lettera al mercato chiede alle imprese di attuare un processo di autovalutazione, oggetto di informativa al Supervisore e al pubblico. Nei casi in cui tale autovalutazione vada a sfociare in una visione aziendale diversa da quella indicata da IVASS circa la configurazione ottimale dei vari presidi di governance, la riconciliazione delle posizioni del supervisore e del vigilato è affidata all'ordinario processo di dialogo e confronto nell'ambito del ciclo di vigilanza (*Supervisory Review Process*)».

rischio debba essere considerato significativo ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità.

– il Regolamento 15/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sull'applicazione del modulo di rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita.

– il Regolamento 16/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sul trattamento delle esposizioni al rischio di mercato e di inadempimento della controparte che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito²⁶.

– il Regolamento 18/2016 contiene disposizioni che mirano a specificare i principi generali, le regole applicative e le metodologie da adottare ai fini del calcolo delle riserve tecniche e della relativa convalida²⁷.

Il quadro normativo che si compone così riprende gli orientamenti EIOPA sulla valutazione interna del rischio e della solvibilità (EIOPA-BoS-14/259 IT) con cui si introduce il principio metodologico della visione prospettica del rischio. Al punto 1.4 EIOPA esplica i contenuti di tale orientamento precisando che «dal momento che la valutazione del fabbisogno di solvibilità globale rappresenta il punto di vista dell'impresa per quanto concerne il proprio profilo di rischio, il capitale e gli altri mezzi necessari per far fronte a tali rischi, l'impresa dovrebbe decidere autonomamente come svolgere questa valutazione data la natura, la portata e la complessità dei rischi inerenti alla propria attività». Il fabbisogno ai fini della solvibilità dovrebbe inoltre essere considerato in una visione globale. L'impresa dovrebbe fornire una quantificazione del fabbisogno di capitale e una descri-

²⁶ Il regolamento 16/2015 recepisce le Linee guida EIOPA sul trattamento delle esposizioni al rischio di mercato e di inadempimento della controparte che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito. Sulla base di tale impianto normativo, l'impresa determina il Requisito Patrimoniale di Solvibilità tenendo conto, *inter alia*, del rischio di mercato, derivante dal livello o dalla volatilità dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari, e del rischio di inadempimento della controparte, che riflette possibili perdite dovute all'inadempimento o al deterioramento del merito di credito dei debitori dell'impresa.

²⁷ Il regolamento 18/2016 contiene disposizioni che mirano a specificare i principi generali, le regole applicative e le metodologie da adottare ai fini del calcolo delle riserve tecniche e della relativa convalida. È, altresì, disciplinato il ruolo della funzione attuariale nell'ambito processo di revisione e di convalida della qualità dei dati da utilizzare nella valutazione delle riserve tecniche nonché le attività da svolgere nei casi di carenze significative dei dati stessi.

zione di altri mezzi necessari per far fronte a tutti i rischi sostanziali, anche se non quantificabili. Ai fini di una valutazione del fabbisogno di solvibilità globale, se necessario l'impresa dovrebbe sottoporre i rischi sostanziali individuati a una serie sufficientemente ampia di prove di stress o analisi di scenari. L'*Own Risk Solvency Assessment* e le conoscenze con esso acquisite dovrebbero essere utilizzate dall'impresa per: a) la gestione del capitale; b) la pianificazione dell'attività; c) lo sviluppo e la progettazione dei prodotti.

Il Regolamento IVASS 32/2016, emanato in attuazione dell'articolo 30, comma 7, 30-ter e 215-ter CAP, in tema di governo societario, ivi inclusa la valutazione interna del rischio e della solvibilità (ORSA), prevede che le imprese di assicurazione e di riassicurazione debbano valutare i rischi cui sono esposte in un'ottica attuale e prospettica, almeno con cadenza annuale, ovvero ogni volta che si presentano circostanze che potrebbero modificare il proprio profilo di rischio. L'ORSA valuta il fabbisogno complessivo di solvibilità e la capacità dell'impresa di soddisfare, nel continuo, i requisiti obbligatori di capitale e i requisiti inerenti le riserve tecniche propri del nuovo regime di solvibilità (Solvency II), approfondendo altresì gli scostamenti, rispetto all'ORSA, delle ipotesi sottese al calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità (SCR). Le imprese devono pertanto definire processi adeguati e procedure commisurate alla struttura organizzativa e al sistema di gestione dei rischi che tiene conto della natura, della portata e della complessità dei rischi inerenti all'attività svolta²⁸.

²⁸ L'art. 4 del regolamento contiene i principi cui la valutazione deve ispirarsi: «1. In conformità a quanto previsto dall'articolo 30-ter del Codice, l'impresa effettua l'ORSA, in un'ottica attuale e prospettica:

a. almeno con cadenza annuale (cd. regular ORSA) con riferimento alla chiusura dell'esercizio (31 dicembre); b. e, comunque, ogni volta (cd. non-regular ORSA) che si presentano circostanze che potrebbero modificare in modo significativo il proprio profilo di rischio.

2. Ai fini della valutazione di cui al comma 1, elabora processi e procedure con tecniche appropriate e adeguate, commisurate alla struttura organizzativa e al sistema di gestione del rischio della stessa, tenuto conto della natura, della portata e della complessità dei rischi inerenti all'attività svolta.

3. Nell'ORSA, l'impresa considera tutti i rischi inerenti alla propria attività individuando quelli significativi, intendendo per tali i rischi le cui conseguenze possono minare la solvibilità dell'impresa o costituire un serio ostacolo alla realizzazione degli obiettivi aziendali, e determina le corrispondenti esigenze di capitale. Ove

Sempre in tema di gestione dei rischi dobbiamo ricordare l'art. 30 *ter* relativo al rischio solvibilità che nell'impresa di assicurazione assume una rilevanza particolare caratterizzata dall'inversione del ciclo produttivo propria dell'impresa di assicurazione. L'attività assicurativa è un processo produttivo che muove da due materie prime (i rischi e la moneta) per dar vita a due tipologie di prodotti (garanzie e investimenti finanziari). Caratteristica di tale processo sarebbe la sua inversione riferibile ad una caratteristica dei flussi finanziari per cui

possibile, l'impresa considera le interrelazioni tra i rischi, valutandoli sia singolarmente sia su base aggregata.

4. I processi di valutazione dei rischi di cui al comma 2 sono rivisti su base continuativa, per tenere conto sia delle intervenute modifiche nella natura, nella portata e nella complessità dell'attività dell'impresa e nel contesto di mercato, sia dell'insorgenza di nuovi rischi o del cambiamento di quelli esistenti. Particolare attenzione è posta alla valutazione dei rischi nascenti dall'offerta di nuovi prodotti o dall'ingresso in nuovi mercati.

5. La procedura di censimento dei rischi, le metodologie di valutazione e misurazione dei rischi nonché i relativi risultati sono adeguatamente tracciati e documentati.

6. La documentazione dell'ORSA è costituita quantomeno da: a) la politica di cui all'articolo 5; b) il mantenimento di evidenze che consentano la ricostruzione del processo seguito per ciascuna valutazione, assicurando la tracciabilità dei giudizi e delle informazioni su cui questi si fondano. Il contenuto minimale di dette evidenze è riassunto nell'allegato 2 del presente Regolamento; c) una informativa interna, il cui livello di dettaglio è definito dall'impresa;

d) una relazione ORSA per il supervisore di cui all'articolo 306 degli Atti delegati.

7. In coerenza con l'integrazione della valutazione del rischio e della solvibilità nella strategia operativa dell'impresa, di cui all'articolo 30-*ter*, comma 1, del Codice, l'impresa valuta le proprie strategie alla luce dei risultati ottenuti a seguito della valutazione dei rischi e della solvibilità e delle conoscenze acquisite durante il processo di questa valutazione almeno per quanto concerne: a) la gestione del capitale; b) il business plan; c) lo sviluppo e la progettazione dei prodotti.

8. Qualora l'impresa ritenga di considerare per l'ORSA una data di riferimento diversa da quella di cui al comma 1, lettera a, deve darne comunicazione all'IVASS almeno 60 giorni prima della menzionata data di riferimento, motivando tale scelta ed evidenziando che quest'ultima non rechi un cambiamento significativo al profilo di rischio dell'impresa. L'IVASS comunica all'impresa l'esistenza di eventuali motivi ostativi entro 30 giorni dal ricevimento della comunicazione.

9. La data di riferimento individuata con le modalità di cui al comma 8 si presuppone valida fino a diversa comunicazione da parte dell'impresa, ferma restando l'esigenza di una valutazione annuale in ordine alla persistenza delle motivazioni alla base della scelta operata e fatte salve diverse determinazioni dell'IVASS».

i ricavi precedono i costi, a fronte di debiti condizionali nei confronti degli assicurati²⁹.

È funzionale a tale inversione del ciclo produttivo l'accantonamento in poste passive del bilancio, c.d. riserve tecniche, di quella parte dei premi che, sulla base di calcoli attuariali, si individua come necessaria al fine di far fronte agli impegni assunti con gli assicurati.

Il Reg. 14/2015, concernente il rischio di base ai fini della determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità, recepisce le Linee guida EIOPA sul rischio di base che intendono completare il quadro normativo che su tali aspetti viene definito:

- dall'articolo 45-ter, comma 6, del Codice, che recepisce l'articolo 101, paragrafo 5, della direttiva 2009/138/CE (di seguito «direttiva»);
- dagli articoli 86, 179, comma 3, e 210 del Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva n. 2009/138/CE (di seguito «Atti delegati»).

Sulla base di tale impianto normativo, nella determinazione del requisito patrimoniale di solvibilità, le imprese potranno tenere conto dell'effetto delle tecniche di attenuazione del rischio, purché i rischi da esse derivanti siano adeguatamente presi in considerazione nell'ambito del requisito patrimoniale.

Le linee guida EIOPA forniscono criteri atti a supportare le imprese nell'identificazione dei casi in cui il rischio di base generato dalle tecniche di attenuazione debba essere considerato significativo ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità calcolato con la formula standard, con riferimento sia alle tecniche di attenuazione del rischio finanziario sia a quelle che utilizzano contratti di riassicurazione o società veicolo.

Collegata a tali aspetti gestionali vi è la particolare rilevanza che la funzione attuariale viene ad avere nella gestione dei rischi nell'impresa di assicurazione.

La norma, di cui all'art. 30 *sexies* CAP, introdotta dal d.lgs. 74/2015, prevede l'obbligo per l'impresa di istituire una funzione attuariale che coordini il calcolo delle riserve tecniche, garantisca l'adeguatezza delle metodologie e dei modelli impiegati per il calcolo delle riserve, informi il consiglio di amministrazione.

In base agli orientamenti sul sistema di *governance* di EIOPA

²⁹ A. BELLUCCI, *Le imprese di assicurazione. Profili gestionali, organizzativi e contabili*, Torino, Giappichelli, 2004.

(EIOPA-BoS-14/253), poiché la finalità di avvalersi della funzione attuariale è quella di fornire una misura di garanzia della qualità mediante la consulenza tecnica attuariale di un esperto, è particolarmente importante che questa provveda ad elaborare orientamenti tecnici specifici sui compiti, sulle responsabilità e su altri aspetti legati alla funzione attuariale. Attualmente, la carica del «attuario responsabile/designato» è prevista in alcuni Stati membri. Poiché il c.d. attuario responsabile/designato è una figura non contemplata da Solvibilità II, spetta alle autorità di vigilanza interessate decidere se mantenere o meno la carica di «attuario responsabile/designato» e in che modo questa si rapporta alla funzione attuariale.

In linea con tali intendimenti in materia di governo dei rischi secondo una visione prospettica e prudentiale, si pone anche il decreto legislativo 13 dicembre 2018, n. 147, di attuazione della Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali - EPAP (c.d. direttiva IORP II). Il decreto ha novellato la legge 252 del 2006 sulla previdenza complementare con particolare riferimento agli aspetti di *governance*³⁰.

La direttiva trova il suo principale obiettivo nella necessità per gli EPAP di «garantire l'equilibrio intergenerazionale degli schemi pensionistici aziendali o professionali, mirando a un'equa ripartizione dei rischi e dei benefici tra le generazioni nelle prestazioni pensionistiche aziendali e professionali» (considerando 7).

La direttiva muove pure dalla necessità di coniugare mercato finanziario e tutela previdenziale: «gli EPAP sono enti pensionistici con un fine sociale che forniscono servizi finanziari. Essi sono responsabili dell'erogazione di prestazioni pensionistiche aziendali o professionali e di conseguenza dovrebbero soddisfare determinati requisiti prudenziali minimi per quanto concerne le loro attività e le condizioni per il funzionamento, tenendo conto delle regole e tradizioni nazionali. Tuttavia, tali enti non dovrebbero essere considerati dei semplici prestatori di servizi finanziari. La loro funzione sociale e il rap-

³⁰ Evidente l'avvicinamento della previdenza complementare alla regolazione del mercato finanziario. Si veda sul punto S. AMOROSINO, *Il «contesto» sistemico dei rapporti tra previdenza complementare ed assicurazioni*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, in P. CORRIAS e G. RACUGNO (a cura di), *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 123.

porto trilaterale tra lavoratore, datore di lavoro ed EPAP dovrebbero essere adeguatamente riconosciuti e sostenuti come principi guida della presente direttiva» (considerando 32). Del resto già la Direttiva CE 3 giugno 2003, n. 2003/41/CE – relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, dalla quale ha preso le mosse il d.lgs. 252/2005, inizia considerando come «un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di fondamentale importanza per la crescita economica e per la creazione di posti di lavoro nella Comunità»³¹. Le forme pensionistiche, infatti sono attuate attraverso

³¹ Il riferimento al mercato finanziario importa poi il richiamo a logiche concorrenziali che hanno trovato riconoscimento in ambito previdenziale anche a livello comunitario in pronunce della Corte di Giustizia che hanno dato applicazione agli art. 81 ss. del Trattato delle comunità europee dimostrando una «concezione onnivora del diritto della concorrenza»: così M. CINELLI e S. GIUBBONI, *Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare: l'esperienza italiana in prospettiva europea*, in *Solidarietà, mercato e concorrenza nel welfare italiano. Profili di diritto interno e comunitario*, a cura di S. Sciarra, Bologna, Il Mulino, 2007, p. 238. Il riferimento è alla sentenza C-244/94, *Fédération française des sociétés d'assurance, Société Paternelle-Vie, Union des assurances de Paris-Vie, Caisse d'assurance et de prévoyance mutuelle des agriculteurs V. Ministère de l'Agriculture et de la Pêche*. La controversia aveva ad oggetto il caso di un ente che, senza perseguire scopo di lucro, gestiva un regime di assicurazione per la vecchiaia destinato ad integrare un regime di base obbligatorio, istituito per legge a titolo facoltativo, e che operava, nel rispetto delle norme stabilite dalle autorità amministrative, in particolare per quanto riguarda le condizioni di adesione, i contributi e le prestazioni, secondo il principio della capitalizzazione. La corte afferma che tale ente deve essere considerato a tutti gli effetti un'impresa ai sensi degli artt. 85 e seguenti del Trattato. Infatti, un ente del genere, anche se non persegue uno scopo di lucro e il regime da esso gestito comporta alcuni elementi ispirati al principio della solidarietà, che hanno una portata limitata e non sono paragonabili a quelli che caratterizzano i regimi previdenziali obbligatori, esercita un'attività economica in concorrenza con le società di assicurazione sulla vita. V. *amplius* sul punto S. GIUBBONI, *I monopoli previdenziali tra diritto comunitario della concorrenza e principi solidaristici della Costituzione. Convergenze "pratiche" e conflitti "teorici"*, in *Argomenti dir. lav.*, 2000, p. 685; P. CORRIAS, *Convenzioni di gestione in regime di contribuzione definita e finalità previdenziali*, in P. CORRIAS e G. RACUGNO (a cura di), *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, cit., p. 1 ss. Sulla importanza di interventi comunitari in materia G. LEONE, *La previdenza complementare in una prospettiva comunitaria e comparata*, in AA.Vv., *Sicurezza sociale e previdenza complementare in Europa*, Bari, Cacucci, 2009, p. 203 ss.; P. LOI, *Fonti e disciplina della previdenza complementare nel diritto comunitario*, in A. TURSI (a cura di), *La previdenza complementare in Europa*, II, *Le fonti normative e negoziali in Europa*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 4; P. BOZZAO, *Le previdenza pensionistica complementare in Europa: analisi compa-*

la costituzione di fondi pensione il cui portafoglio sarà composto da prodotti finanziari ed in particolare da valori mobiliari come risulta dal contenuto dell'art. 6 del decreto 252. Non solo, ma la norma in esame prevede che l'attività gestoria sia svolta da soggetti della c.d. *financial industry* ovvero le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare e le imprese di assicurazione [ora art. 6 comma 1 lett. a) - c *bis*]).

Il sistema pensionistico, attraverso la riforma della previdenza complementare già secondo il previgente impianto normativo, vedeva una finanziarizzazione con un tentativo di coniugare solidarietà e mercati finanziari laddove il concetto di finanziarietà degli investimenti dei fondi viene colto nel fatto che essi siano compiuti attraverso forme «rivolte, direttamente o indirettamente, al finanziamento delle imprese, [...] anche se il loro rendimento deriva dalla negoziazione o dall'investimento in strumenti finanziari; od anche quando il loro rendimento è solo collegato alla fluttuazione dei valori»³².

rata, in R. PESSI (a cura di), *Il sistema previdenziale europea*, Padova, Cedam, 1997, p. 126; V. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione della previdenza complementare. Nel diritto interno e nella prospettiva comparatistica*, Napoli, Esi, 2018, p. 90 ss.

Già il d.lgs. 124/1993 aveva disciplinato la materia della previdenza complementare, incardinandola nel sistema pensionistico generale, e, prima di tale decreto, erano pur presenti nel mercato forme di pensioni integrative anche se prive di un riconoscimento formale all'interno della previdenza italiana Cfr. U. ROMAGNOLI, *Natura giuridica dei fondi di previdenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 858; M. CINELLI, *Appunti per un dibattito sulla previdenza integrativa*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1986, I, p. 888 ss.; P. SANDULLI, *Riforma pensionistica e previdenza integrativa*, *ivi*, 1991, p. 256 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Fondi pensione: responsabilità e garanzie*, in *Assicurazioni*, 1994, I, p. 231; G. MARTINA, *La previdenza integrativa*, in PATRONI GRIFFI e RICOLFI (a cura di), *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, Milano, Giuffrè, 1997, p. 126; M. BESSONE, *Fondi pensione e mercato finanziario. Le attività di investimento, le garanzie di tutela del risparmio con finalità previdenziale*, in *Diritto del lavoro* commentario diretto da F. Carinci, vol. IV, *La previdenza complementare*, a cura di M. Bessone e F. Carinci, Torino, Utet, 2004, p. 340 ss.; R. VIANELLO, *Previdenza complementare e autonomia collettiva*, Padova, Cedam, 2005.

Sull'idea che la previdenza abbia una funzione di secondo pilastro del sistema pensionistico si veda in particolare M. CINELLI, *Diritto della previdenza sociale*, Torino, Giappichelli, 2007, 7ª ed., p. 561; A. PANDOLFO, *Prime osservazioni sulla nuova legge della previdenza complementare, a mò di (parziale) commento del d.lgs 252/2005*, in *Prev. ass. pubbl. priv.*, 2006, p. 145; R. CASILLO, *Le novità introdotte sulla previdenza complementare*, in *Il diritto del mercato del lavoro*, 2005, p. 697 ss.

³² Così N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2000, p. 100.

Gran parte della direttiva è così incentrata sui profili delle politiche di investimento degli EPAP, che sono investitori a lunghissimo termine in quanto le poste attive detenute dagli EPAP non possono essere utilizzate per scopi diversi dall'erogazione di prestazioni pensionistiche. Non solo, ma al fine di proteggere adeguatamente i diritti degli aderenti e dei beneficiari, gli EPAP dovrebbero poter scegliere un'allocazione delle attività che sia adeguata alla specifica natura e durata delle loro passività e quindi la loro politica di investimento dovrebbe essere orientata ai LTIs senza dimenticare la prudenzialità delle scelte di allocazione delle risorse finanziarie. Occorre a tal fine «un'efficace vigilanza e regole di investimento fondate su un approccio che consenta agli EPAP di operare con una flessibilità sufficiente per scegliere la politica di investimento più sicura ed efficiente, e che li obblighi ad agire con prudenza. Il rispetto del principio della “persona prudente” esige pertanto una politica di investimento adeguata alla struttura dell'affiliazione al singolo EPAP» (considerando 45).

Si sottolinea comunque nei considerando 46 e seguenti la necessità di garantire che gli enti dispongano di un livello adeguato di libertà d'investimento dal momento che si tratta di investitori a lunghissimo termine con un basso rischio di liquidità. Oggetto di investimento privilegiato sarebbero quindi azioni e altri strumenti che sono dotati di un profilo economico a lungo termine.

In linea con gli accordi di Basilea e Solvency, il rischio di liquidità è gestito piuttosto su un piano di tipo qualitativo.

In base al considerando 52 «Alcuni rischi non possono essere ridotti mediante requisiti quantitativi riflessi nelle riserve tecniche e nei requisiti di finanziamento, ma possono essere affrontati adeguatamente solo mediante requisiti di *governance*. Per l'adeguata gestione del rischio e la protezione degli aderenti e dei beneficiari è pertanto fondamentale garantire un sistema efficace di governo. Tali sistemi dovrebbero essere proporzionati alla dimensione, alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'EPAP». Per questo gli EPAP dovrebbero disporre di una capacità adeguata per avere una funzione di gestione del rischio, una funzione di audit interno e, ove previsto, una funzione attuariale.

Particolari sono gli obiettivi della gestione degli EPAP che vedranno una redditività degli investimenti proiettata agli obiettivi previdenziali. In base al considerando 57 «è fondamentale che gli EPAP

migliorino la propria gestione del rischio, tenendo conto dell'obiettivo di garantire un'equa ripartizione dei rischi e dei benefici tra le generazioni negli schemi pensionistici aziendali e professionali, affinché le potenziali vulnerabilità relative alla sostenibilità degli schemi pensionistici possano essere adeguatamente comprese e discusse con le autorità competenti. Nell'ambito del proprio sistema di gestione del rischio, gli EPAP dovrebbero elaborare una valutazione dei rischi per le proprie attività in materia di pensioni. La valutazione dei rischi dovrebbe inoltre essere messa a disposizione delle autorità competenti e dovrebbe, se del caso, includere, tra l'altro, i rischi connessi ai cambiamenti climatici, all'impiego delle risorse, all'ambiente, i rischi sociali e i rischi connessi al deprezzamento degli attivi dovuto a modifiche normative ("attivi non recuperabili")».

Nella gestione del rischio di liquidità e di redditività occorrerà tenere conto di particolari fattori impattanti sulle prospettive previdenziali delle politiche di investimento ovvero i fattori ambientali, sociali e di *governance* di cui ai principi d'investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite³³. La direttiva sottolinea la necessità che sia messo in evidenza dagli EPAP «se tali fattori sono presi in considerazione nelle decisioni d'investimento e in che modo essi fanno parte del loro sistema di gestione dei rischi. La pertinenza e la rilevanza dei fattori ambientali, sociali e di governo per gli investimenti di uno schema e il modo in cui sono presi in considerazione dovrebbero rientrare tra le informazioni fornite dall'EPAP ai sensi della presente direttiva. Ciò non impedisce all'EPAP di adempiere all'obbligo, precisando in tali informazioni che i fattori ambientali, sociali e di *governance* non sono presi in considerazione nella sua politica d'investimento o che i costi di un sistema di controllo della pertinenza e rilevanza di tali fattori e il modo in cui sono presi in considerazione sono sproporzionati rispetto alla dimensione, alla natura, alla portata, e alla complessità delle sue attività» (considerando 58).

Data la centralità delle politiche di investimento ai fini della sostenibilità degli impegni presi, la Direttiva richiede che agli EPAP sia imposta dai legislatori nazionali la redazione almeno ogni tre anni di

³³ www.unpri.org/download?ac=1540. Si tratta di principi che evidenziano la rilevanza finanziaria delle tematiche ambientali, sociali e di buon governo aziendale (ESG), fornendo un quadro di riferimento per gli investitori, al fine di contribuire allo sviluppo di un sistema finanziario più stabile e sostenibile.

un documento illustrante i principi della loro politica di investimento il quale dovrebbe essere messo a disposizione dell'autorità competente e, su richiesta, anche degli aderenti e dei beneficiari di ogni schema pensionistico. Il decreto 147 interviene in maniera incisiva sulla *governance* dei fondi pensione. L'art. 4-*bis*, del testo novellato del decreto 252, infatti prevede che i fondi pensione aventi soggettività giuridica, si devono dotare di «un sistema efficace di governo che assicuri una gestione sana e prudente della loro attività».

Tale sistema prevede una struttura organizzativa trasparente e adeguata, con una chiara attribuzione e un'appropriata separazione delle responsabilità e un sistema efficace per garantire la trasmissione delle informazioni:

1. l'organo direttivo o di vigilanza di un EPAP sarà sottoposto al già richiamato principio di responsabilità ultima;
2. gli EPAP devono dotarsi di un sistema efficace di *governance*, che consenta una gestione sana e prudente delle loro attività;
3. gli EPAP stabiliscono e applicano politiche scritte in relazione alla gestione del rischio, all'audit interno e, laddove rilevante, alle attività attuariali ed esternalizzate. Secondo le indicazioni della direttiva tali politiche scritte sono soggette all'approvazione preventiva dell'organo direttivo o di vigilanza dell'EPAP e sono riesaminate almeno ogni tre anni;
4. gli EPAP devono disporre di un sistema di controllo interno (audit) efficace.

Coloro che gestiscono gli EPAP devono soddisfare determinati requisiti di competenza e onorabilità; bisognerà porre particolare attenzione alle politiche di remunerazione di tutte le persone che gestiscono effettivamente l'EPAP e che svolgono «funzioni fondamentali» nonché verso le altre categorie di personale le cui attività professionali hanno un impatto rilevante sul profilo di rischio dell'EPAP.

Le «funzioni fondamentali» dovranno essere strutturate (ove non già presenti) da ogni EPAP, salvo che ragioni di proporzionalità ne escludano l'esigenza, come segue:

1. La funzione di Audit. Secondo la direttiva, questa funzione ha il compito, tra l'altro di valutare l'adeguatezza del sistema e del funzionamento dell'EPAP e di sovraintendere «l'efficacia del sistema di controllo interno e di altri elementi del sistema di *governance*, comprese [...] le attività esternalizzate».

2. La funzione di risk management. Questa è la funzione più interessata dalla gestione del rischio liquidità e correlata alle scelte in tema di politiche di investimento. In base all'art. 5 *ter* del decreto «Un efficace sistema di gestione dei rischi prevede la definizione delle strategie, dei processi e delle procedure di segnalazione necessarie a individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare periodicamente all'organo individuato dall'ordinamento interno i rischi a livello individuale ed aggregato ai quali il fondo è o potrebbe essere esposto, nonché le relative interdipendenze».

Le aree di intervento della funzione sono in particolare:

- a) gestione delle attività e delle passività;
- b) investimenti, in particolare in derivati, cartolarizzazioni e impegni simili;
- c) gestione dei rischi di liquidità e di concentrazione;
- d) gestione dei rischi operativi;
- e) gestione dei rischi correlati alle riserve;
- f) assicurazione e altre tecniche di mitigazione del rischio;
- g) rischi ambientali, sociali e di governo societario connessi al portafoglio di investimenti e alla relativa gestione.

Con riferimento alla valutazione interna del rischio l'art. 5 *nonies*, comma 2 chiaramente rinvia alla disciplina in materia prevista per le imprese di assicurazione: «La valutazione interna del rischio comprende: a) una descrizione del modo in cui la valutazione dei rischi è integrata nel processo gestionale e nei processi decisionali del fondo pensione; b) una valutazione dell'efficacia del sistema di gestione dei rischi; c) una descrizione del modo in cui il fondo pensione previene i conflitti d'interesse con l'impresa promotrice, qualora il fondo pensione esternalizzi funzioni fondamentali all'impresa promotrice in conformità a quanto previsto dall'articolo 5-*bis*, comma 3, secondo periodo; d) una valutazione del fabbisogno finanziario complessivo del fondo, ivi inclusa una descrizione dell'eventuale piano di intervento adottato; e) una valutazione dei rischi per gli aderenti e i beneficiari in merito all'erogazione delle loro prestazioni pensionistiche e all'efficacia di un'eventuale azione correttiva tenendo conto di tutti gli strumenti previsti dall'articolo 7-*bis* e relativa disciplina di attuazione; f) una valutazione qualitativa dei meccanismi di protezione delle prestazioni pensionistiche, tra cui, a seconda dei casi, garanzie, impegni e qualsiasi altro tipo di sostegno finanziario da parte dell'impresa promotrice, l'assicurazione o la riassicurazione da parte di

un'impresa disciplinata dalla direttiva 2009/138/CE, a favore del fondo pensione o degli aderenti e dei beneficiari; g) una valutazione qualitativa dei rischi operativi; h) una valutazione dei rischi ambientali, compresi i cambiamenti climatici, dei rischi sociali e dei rischi connessi al deprezzamento degli attivi in conseguenza di modifiche normative».

3. La funzione attuariale interviene, qualora l'EPAP copra rischi biometrici o operi secondo logiche *defined benefit*, garantendo prestazioni pensionistiche o un livello minimo futuro delle stesse. In base all'art. 5 *quinquies* «(i fondi pensione) aventi soggettività giuridica, che direttamente coprono rischi biometrici o garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello di prestazioni nominano almeno una persona indipendente, interna o esterna, titolare della funzione attuariale che in modo efficace:

- a) coordina e supervisiona il calcolo delle riserve tecniche;
- b) verifica l'adeguatezza delle metodologie e dei modelli sottostanti utilizzati per il calcolo delle riserve tecniche e le ipotesi fatte a tal fine;
- c) verifica la sufficienza e la qualità dei dati utilizzati nel calcolo delle riserve tecniche;
- d) confronta le ipotesi sottese al calcolo delle riserve tecniche con i dati desunti dall'esperienza;
- e) attesta l'affidabilità e l'adeguatezza del calcolo delle riserve tecniche;
- f) formula un parere sulla politica assicurativa di sottoscrizione globale, nel caso in cui il fondo pensione disponga di tale politica;
- g) formula un parere sull'adeguatezza degli accordi di assicurazione nel caso in cui il fondo pensione disponga di tali accordi;
- h) contribuisce all'attuazione efficace del sistema di gestione dei rischi».

Le diverse attività possono essere riunite sotto il cappello di un'unica funzione, tranne per quella di audit che deve rimanere totalmente indipendente.

Viene così innovato il previgente sistema di governo. L'art. 5 del d.lgs. 252 si limitava a disegnare un sistema di *governance* molto semplice composto da organi gestori e di controllo, differenziato per le diverse forme di previdenza complementare. Questa differenziazione è rimasta nel nuovo assetto che non ha abrogato né modificato l'art. 5, comma 1.

Per le forme pensionistiche complementari, diverse da quelle attuate mediante fondi aperti gestiti da SIM o da SGR (art. 12) o da quelle individuali (art. 13), gli organi di amministrazione e controllo sono composti in base al criterio della partecipazione paritetica tra rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro.

Le forme pensionistiche di cui agli artt. 12 e 13 possono dotarsi di organismi di sorveglianza nei modi di cui sopra oppure possono prevedere l'istituzione di un organismo di sorveglianza composto da almeno due membri designati, inizialmente, dal fondo stesso.

Rimane la nomina di un responsabile come nel passato regime, per le forme pensionistiche di cui agli artt. 12 e 13 si prevede però che:

– Le forme pensionistiche complementari di cui all'art. 5, comma 1 nominano un direttore generale, il quale cura «l'efficiente gestione dell'attività corrente della forma, attraverso l'organizzazione dei processi di lavoro e l'utilizzo delle risorse umane e strumentali disponibili, e a realizzare l'attuazione delle decisioni dell'organo di amministrazione. Il direttore generale supporta l'organo di amministrazione nell'assunzione delle scelte di politica gestionale, fornendo allo stesso le necessarie proposte, analisi e valutazioni in coerenza con il quadro normativo di riferimento. Tenuto conto della dimensione, natura, portata e complessità delle attività della forma l'incarico di direttore generale può essere conferito ad uno dei componenti dell'organo di amministrazione in possesso dei prescritti requisiti».

– Le società istitutrici delle forme di cui agli articoli 12 e 13 nominano un responsabile della forma pensionistica che svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente, riportando direttamente all'organo amministrativo della società relativamente ai risultati dell'attività svolta. Ai fini del rispetto di tale autonomia l'incarico di responsabile della forma pensionistica non può essere in ogni caso conferito ad uno degli amministratori della società ed è incompatibile con lo svolgimento di attività di lavoro subordinato o di prestazione d'opera continuativa, presso le società istitutrici delle predette forme ovvero presso le società da queste controllate o che le controllano.

Il responsabile svolge una funzione fondamentale di garantire la maggiore tutela degli aderenti e dei beneficiari. A tale fine verifica che la gestione della stessa sia svolta nel loro esclusivo interesse, nonché in conformità alla normativa vigente e delle previsioni stabilite nei regolamenti e nei contratti. In particolare vigila su:

a) la gestione finanziaria della forma pensionistica complementare, anche controllando il rispetto della normativa e delle regole interne della stessa circa i limiti di investimento; b) la gestione amministrativa della forma, in particolare controllando la separatezza amministrativa e contabile delle operazioni poste in essere per conto della forma pensionistica e del patrimonio della stessa rispetto a quanto afferente alle altre attività della società e la regolare tenuta dei libri e delle scritture contabili riguardanti la forma pensionistica; c) le misure di trasparenza adottate nei confronti degli aderenti e beneficiari; d) l'adeguatezza della procedura di gestione dei reclami; e) la tempestiva e corretta erogazione delle prestazioni; f) le situazioni in conflitto di interesse; g) il rispetto delle buone pratiche e dei principi di corretta amministrazione.

4. *Politiche di riavvicinamento dei Longterm investors ai Longterm Investments*

Come detto, gli interventi nel sistema normativo del settore finanziario hanno contribuito ad allontanare gli investitori istituzionali di lungo periodo dai LTIs creando peraltro uno iato rispetto alle politiche sugli investimenti innovativi, fortemente promossi a livello comunitario ed emblema della collaborazione tra pubblico e privato nel perseguimento di interessi generali³⁴.

Il partenariato pubblico-privato vede centrale l'idea che il rischio di realizzazione sia a carico del privato come evidente nella normativa italiana sulla finanza di progetto di cui al codice dei contratti pubblici.

Come notato dalla dottrina³⁵, già la disposizione di cui all'art. 3, comma 15 *ter* del d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163 richiama l'allocatione dei rischi nel rispetto delle prescrizioni e degli indirizzi comunitari.

La centralità del rischio è stata ulteriormente affinata nella direttiva 2014/23/UE in materia di concessioni e dalla nuova disciplina nazionale sui contratti pubblici contenuta nel d.lgs. 18 aprile 2016, n.

³⁴ V. *supra* cap. 1 par. 7.

³⁵ G. CARTEI, *Rischio e disciplina negoziale nei contratti di concessione e di partenariato pubblico-privato*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2018, p. 599; G. FIDONE, *Il partenariato pubblico-privato*, in *L'intervento pubblico nell'economia*, a cura di M. Carfagno e F. Mangaro, Firenze, FUP, 2016, p. 393.

50, in cui il concetto di rischio è presente sia in materia di concessione, sia in quella dei contratti di partenariato pubblico-privato, «tanto da plasmare oggetto, contenuto e sorte del rapporto contrattuale [...] rischio che se, in linea di principio, può essere quantitativamente ridotto, non può mai affievolire ad un'alea irrisoria o simbolica, pena altrimenti la qualifica del contratto come appalto»³⁶.

Il rischio assunto dal privato in contratto con la Pubblica amministrazione per la realizzazione e gestione dell'opera oggetto del finanziamento ricade quindi sugli investitori connotando il relativo investimento di una peculiare aleatorietà nei risultati. Si tratta di aspetti di cui gli investitori istituzionali dovranno tener conto nelle proprie politiche di investimento anche alla luce della normativa di governo societario analizzata nei precedenti paragrafi.

Questo aspetto crea una frizione tra le normative prudenziali, volte nella sostanza a togliere il rischio di impresa dalle imprese (se il bisticcio di parole ci è consentito) bancarie e assicurative, e la promozione di investimenti di finanza innovativa rivolti nello specifico ad investitori istituzionali.

Al momento la prospettiva aperta dalla finanza innovativa non risulta pertanto la strada più facilmente percorribile in una logica di crescita degli investimenti a lungo termine. Altre sono le strade che andiamo a proporre.

4.1. Ripensare alle valutazioni del rischio in prospettiva *forward looking*

Come detto le nuove regole di gestione del rischio richiedono una

³⁶ L'espressione è di G. CARTEI, *op. loc. cit.* L'osservazione riguarda non solo la normativa italiana. Cfr. A. BARONE e U. BASSI, *La comunicazione interpretativa sulle concessioni nel diritto comunitario: spunti ricostruttivi; tra i primi commentatori a segnalare l'importanza del rischio nel rapporto concessorio*, in *Foro. it.*, 2000, IV, c. 400; C. FOUASSIER, *Vers un véritable droit communautaire des concessions?*, in *Rev. trim. dir. eur.*, 2000, p. 684; C.H. BOVIS, *Risk and Public-Private Partnership*, in *European Procurement & Public Private Law Review*, 2012, p. 44 ss.; L. RICHER, *La concession de service en droit communautaire: hiérarchie des critères ou critère unique?*, in *Tierres du droit: Melanges en l'honneur d'Yves Jegouzo*, Paris, Dalloz, 2009, p. 111 ss.; A.C.L. DAVIES, *Public-private partnerships in English law*, in *Nuove forme e nuove discipline del partenariato pubblico-privato*, a cura di A. Fioritto, Torino, Giappichelli, 2017, p. 390.

visione prospettica che garantisca il perseguimento dell'obiettivo della salvaguardia del patrimonio anche in un'ottica di medio-lungo periodo.

Al riguardo occorre considerare gli studi compiuti in merito al concetto di valutazione *forward looking* rispetto agli investimenti di lungo periodo.

Gli studi esistenti spesso si basano su un'idea razionale del processo decisionale che non aiuta a spiegare perché i responsabili delle decisioni tendono ad anticipare il futuro. Inoltre, gli studi esistenti non forniscono una definizione chiara di ciò che è considerato «forward looking» traducibile in italiano come «lungimirante». Occorre quindi in primo luogo spiegare per quali ragioni e in base a quali criteri vengono adottate decisioni di investimento «lungimiranti».

Una decisione può dirsi *forward looking* quando include sviluppi futuri anticipati o esigenze future. La letteratura economica introduce una definizione elaborata di una decisione di investimento «lungimirante» che consiste in tre criteri: una definizione del problema che include un orizzonte temporale lungo e sviluppi futuri³⁷, una soluzione che è adeguatamente flessibile per far fronte alla incertezza del futuro³⁸, e una giustificazione che si basa su obiettivi a lungo termine³⁹ o possibili scenari futuri.

In primo luogo compiere decisioni «lungimiranti» significa anche che i decisori adottano orizzonti temporali a lungo termine per comprendere e inquadrare il problema. Ciò che costituisce il «lungo termine» può differire fortemente da attore ad attore della decisione e dipende dal problema in questione.

In secondo luogo una decisione *forward looking* deve avere la ca-

³⁷ A. SEGRAVE, M. VAN DER ZOUWEN e W. VAN VIERSEN, *Water planning: from what time perspective?*, in *Technol. Forecast. Soc. Chang.*, 86 (2014), pp. 157-167, 10.1016/j.techfore.2013.08.019: «the time horizons considered in planning influence what problems are perceived, what questions are asked, and what solutions are sought».

³⁸ V. S. NAIR, M. HOWLETT, *Dealing with the likelihood of failure over the long-term: adaptive policy design under uncertainty* *Policy Design and Governance Failures Conference*, Lee Kuan Yew School of Public Policy, Singapore, National University of Singapore, 2014, pp. 20-21.

³⁹ A.M. JACOBS, *Governing for the Long Term*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011. L'autore indaga sulle condizioni in base alle quali i governi eletti investono in benefici sociali a lungo termine a costi sociali a breve termine. Per quanto il suo libro non sia relativo agli investitori del mercato finanziario, è rilevante ai nostri fini il collegamento che viene fatto tra gli obiettivi e tempo.

pacità di rimanere funzionalmente efficace durante la vita tecnica in cui deve operare, anche in scenari estremi. Le azioni che possono essere menzionate nelle decisioni per garantire la loro flessibilità includono attività per monitorare le sfide e le azioni future in vista di decisioni future per adeguare alla realtà sopravvenuta la soluzione scelta.

Nella valutazione di un investimento innovativo la prospettiva *forward looking* potrà risultare difficile e disincentivante per i potenziali investitori considerata: l'elevata rischiosità sia operativa che finanziaria e la limitatezza di *track record*. Da qui un ulteriore limite all'uso della finanza innovativa come strumento per rivitalizzare gli investimenti di lungo periodo.

Occorre un affinamento e una sempre maggiore sofisticazione dei modelli di valutazione del rischio, con un'ottica *forward looking*, che consenta di indirizzare più accuratamente gli investimenti in innovazione tenuto conto della tutela dell'idea, della crescita del business e della moltiplicazione del capitale.

4.2. *Adeguare le politiche di investimento alla produzione. L'importanza di gestire il rischio di redditività*

Un'apertura a investimenti di lungo periodo degli investitori istituzionali del mercato finanziario è leggibile, come detto, nella direttiva IORP II. Nei considerando si sottolinea come gli EPAP siano tipicamente investitori a lunghissimo termine in quanto le poste attive detenute dagli EPAP non possono essere utilizzate per scopi diversi dall'erogazione di prestazioni pensionistiche. Anzi proprio al fine di tutelare adeguatamente i diritti degli aderenti e dei beneficiari, gli EPAP dovrebbero poter scegliere un'allocazione delle attività che sia adeguata alla specifica natura e durata delle loro passività e quindi la loro politica di investimento dovrebbe essere orientata ai LTIs con ciò non dimenticando la prudenzialità delle scelte di allocazione delle risorse finanziarie.

Analoghe considerazioni possono essere compiute per gli attori del mercato finanziario che vedono una produzione che importa erogazioni di prestazioni nel medio-lungo periodo.

È il caso delle Compagnie che esercitano la propria attività nel ramo vita, indipendentemente dal fatto che i propri prodotti siano impiegati come piani pensionistici individuali.

In queste ipotesi il rischio liquidità deve essere messo in relazione

con il rischio di redditività ovvero con il rischio che l'impresa non riesca ad investire le risorse finanziarie in maniera adeguata in modo da far fronte agli scenari (inflazione, maggiori oneri, ecc.) che si sono posti e che le hanno impedito di realizzare risorse necessarie per far fronte agli impegni presi.

Sul punto indicazioni sono rinvenibili nella direttiva IORP sui fondi pensione in cui parte dei considerando sono incentrati sui profili delle politiche di investimento degli EPAP, che sono investitori a lunghissimo termine in quanto le poste attive detenute dagli EPAP non possono essere utilizzate per scopi diversi dall'erogazione di prestazioni pensionistiche. Non solo, ma al fine di proteggere adeguatamente i diritti degli aderenti e dei beneficiari, gli EPAP dovrebbero poter scegliere un'allocazione delle attività che sia adeguata alla specifica natura e durata delle loro passività e quindi la loro politica di investimento dovrebbe essere orientata ai LTIs senza dimenticare la prudenzialità delle scelte di allocazione delle risorse finanziarie. Occorre a tal fine, come evidenziato nel considerando 45 della direttiva IORP II, «un'efficace vigilanza e regole di investimento fondate su un approccio che consenta agli EPAP di operare con una flessibilità sufficiente per scegliere la politica di investimento più sicura ed efficiente, e che li obblighi ad agire con prudenza. Il rispetto del principio della «persona prudente» esige pertanto una politica di investimento adeguata alla struttura dell'affiliazione al singolo EPAP».

Si sottolinea nei considerando 46 e seguenti la necessità di garantire agli enti un livello adeguato di libertà d'investimento dal momento che si tratta di investitori a lunghissimo termine con un basso rischio di liquidità. Oggetto di investimento privilegiato sarebbero quindi per essi le azioni e gli altri strumenti dotati di un profilo economico a lungo termine.

Gli investimenti di lungo periodo sarebbero quindi in linea con il piano previdenziale delle forme pensionistiche e risulterebbero, nella visione comunitaria, efficienti rispetto agli obiettivi degli aderenti. Viene così messa in relazione la gestione dei rischi relativi agli investimenti con la produzione secondo una logica che si potrebbe ripetere per altri ambiti del mercato finanziario in cui la produzione segue logiche di lungo periodo.

4.3. *Bilanciare il rischio di investimenti di lungo periodo*

Le considerazioni che precedono ci portano a concludere che il rischio di investimenti di lungo periodo deve essere gestito.

Una delle tecniche è sicuramente la differenziazione. È anche possibile ipotizzare strumenti che possano mitigare alcuni rischi propri degli investimenti di lungo periodo, come il rischio di liquidità inteso come rischio di perdite affrontate da una impresa che, per far fronte ai propri impegni di tesoreria, ha necessità di liquidare parte dei propri investimenti a medio termine.

Abbiamo detto che il rischio di liquidità può essere gestito attraverso possibile *fundng* ottenibile con la cessione di parte degli attivi dell'impresa, modificando la politica di composizione quali-quantitativa dell'attivo; con un controllo delle politiche commerciali che possono incidere sull'assorbimento della liquidità e anche con una trasformazione delle scadenze. Gli investimenti di lungo periodo prevedono in genere anche limiti di negoziabilità. Il mercato creditizio conosce strumenti che consentono di monetizzare risorse economiche. Si pensi alle anticipazioni del credito con cui, come noto, la Banca anticipa al cliente denaro o si obbliga a tenere a disposizione dello stesso una somma di denaro per un importo proporzionato al valore dei titoli o di merci dati in pegno (art. 1846-1851 c.c.) conservando la proporzionalità tra il credito concesso e la garanzia pignorizia sui titoli o le merci costituiti in pegno regolare⁴⁰. Si tratta però di un

⁴⁰ La Banca anticipa al proprio cliente parte del valore di merci o titoli che vengono contestualmente consegnati in pegno alla Banca stessa, con facoltà del cliente di ritirarli previo rimborso proporzionale delle somme anticipate, in modo tale da mantenere sempre costante il rapporto tra il valore dei beni detenuti in garanzia ed il credito restitutorio. L'anticipazione bancaria è un contratto tipico che trova un'espressa disciplina negli artt. 1846-1851 cod. civ. e nelle norme bancarie uniformi sull'anticipazione bancaria. Caratterizzante il contratto di anticipazione bancaria rispetto alla apertura di credito, è il rapporto tra credito e garanzia, che nel caso della anticipazione non è di accessoria dell'una all'altro ma di proporzionalità in quanto il rapporto creditizio è regolato in funzione dei beni vincolati in cui è centrale la proporzione tra il valore dei beni/titoli in pegno e la concessione creditizia. Tra gli autori che da ultimo si sono occupati del tema si veda V. FARINA, *L'anticipazione bancaria*, in *I contratti Bancari*, a cura di E. Capobianco, Torino, Utet, 2016, p. 1125 ss.; C. FRIGENI, *L'anticipazione bancaria. I finanziamenti bancari nel T.U.B.*, in *Trattato dei contratti* Roppo, vol. V, *Dei mercati Regolati*, cit., p. 828; F. GRECO, *Artt. 1846-1851, Dell'anticipazione bancaria*, in *Comm. Gabrielli, Dei singoli contratti*, III, a cura di D. Valentino, Torino, Utet, 2011, p. 836 ss.

intervento che ha una limitata portata anche perché non si tratta di uno strumento di gestione del rischio, ma trova attuazione nell'emersione della crisi di liquidità, con problemi anche a negoziare una simile soluzione.

La gestione deve avvenire attraverso piani preventivi concordati in momenti lontani dalla crisi di liquidità con contratti che prevedano trasferimenti di flussi finanziari in presenza del raggiungimento di indici sintomatici della sopravvenienza di una crisi.

Un esempio di tali operazioni contrattuali si ha con riferimento alle compagnie di assicurazione che gestiscono il rischio di perdite superiori alle previsioni e di solvibilità attraverso i contratti di riassicurazione che trovano la propria funzione in ragioni di tipo tecnico-gestionale.

Per quanto riguarda le operazioni del ramo danni, la funzione della riassicurazione è quella di ridurre le fluttuazioni relative all'andamento dei rischi assunti ed in particolare la fluttuazione in senso crescente per il verificarsi di uno o più sinistri di rilevante entità e la oscillazione del danno aggregato annuale rispetto al valore atteso.

In questo ambito gli assicuratori si trovano ad assumere rischi non aventi sempre caratteristiche che consentono un buon livello di *risk pooling* e in particolare una sufficiente omogeneità di rischi sia qualitativa (dal punto di vista dello stato dei rischi coperti) sia quantitativa (dal punto di vista delle somme assicurate). Risulta così nel concreto impossibile formare un portafoglio perfettamente omogeneo e l'assicuratore si trova nella necessità di liberarsi di oneri derivanti dal capitale eccedente rispetto al c.d. pieno di conservazione individuato principalmente in dipendenza dei seguenti fattori: capitale e riserve libere; dimensioni del portafoglio; tipo di affari trattati; margine di sicurezza caricato sul premio; prezzo che la compagnia è disposta a pagare per la riassicurazione; probabilità di rovina; politica di investimento della compagnia; tipo di riassicurazione; orizzonte temporale⁴¹.

Diverse sono le motivazioni tecniche che portano alla riassicurazione nel ramo vita.

Come detto l'assicurazione sulla vita è un «long term business» con una funzione combinata di investimento e previdenza. Sul punto ricordiamo la varietà dei prodotti vita⁴², che vedono una diversa pre-

⁴¹ Cfr. R.L. CARTER, *Reinsurance*, London, Springer, 1979, p. 10 ss.

⁴² V. *supra* cap. I par. 4.

senza della componente del rischio demografico e quindi della funzione previdenziale del contratto, intesa come strumento di accantonamento di riserve per il tempo in cui il soggetto non sarà più produttivo di reddito per sé e/o per le persone del proprio nucleo familiare. Accanto ai prodotti del ramo I (polizze vita per il caso di morte e sopravvivenza) vi sono prodotti del ramo III assicurativo finanziari (c.d. polizze unit e index linked). Quanto alla funzione dell'operazione riassicurativa nel ramo vita, a differenza di quanto abbiamo osservato per il ramo danni, il problema di fluttuazione è legato non solo all'eventuale divergenza tra le probabilità poste alla base delle tariffe e le frequenze effettivamente realizzatesi, ma anche alla misura del capitale esposto al rischio.

Con ciò l'assicuratore, attraverso i meccanismi riassicurativi, non procede a trasferire la propria posizione contrattuale ad altra impresa di assicurazione, ma piuttosto «cerca di ridurre dal punto di vista delle possibili perdite materiali, i pericoli che ha accettato. Quando una macchina, che dispone di un ammortizzatore, passa su un percorso accidentato, tale dispositivo addizionale non rende la strada liscia, ma sicuramente consente ai passeggeri di avvertire di meno le asperità della strada. Lo stesso accade con la riassicurazione; non annulla le perdite, ma rende più agevole alla compagnia cedente di sopportare le conseguenze dei sinistri»⁴³.

⁴³ Così E.L. TUMA, *The economics theory of reinsurance*, in *Journal of the Insurance Institute of London*, 1933, p. 1 ss.

Nessun rapporto si costituisce tra assicurati del riassicurato e riassicuratore. L'art. 1929 c.c. sancisce infatti che «Il contratto di riassicurazione non crea rapporti tra l'assicurato e il riassicuratore, salve le disposizioni delle leggi speciali sul privilegio a favore della massa degli assicurati». Dubbi sulla sussistenza di diritti degli assicurati verso il riassicuratore potevano comunque sorgere dal fatto che, da un punto di vista economico, il contratto di riassicurazione importa una cessione del rischio al riassicuratore, senza però che questo realizzi una cessione del contratto in senso giuridico con gli effetti che ne seguono.

Ancóra fonte di perplessità sui rapporti tra riassicuratore e assicurato è l'evidente interesse, per quanto puramente economico, dell'assicurato alla riassicurazione che può rappresentare uno strumento di finanziamento all'assicuratore per assolvere ai suoi obblighi verso gli assicurati.

Come osservato dalla dottrina, invece, l'unità del procedimento assicurativo, di cui la riassicurazione è parte in quanto strumento di ripartizione dei rischi, non importa la costituzione di alcuna posizione giuridica degli assicurati verso il riassicuratore, né viceversa R. CAPOTOSTI, *Commento sub art. 1929*, in *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, diretto da Volpe Putzolu, Milano, Giuffrè, 2013, p. 152.

Una definizione di attività di riassicurazione è contenuta nell'art. 2 della direttiva 2005/68/CE ove si legge che «l'attività (di riassicurazione) consiste nell'accettare rischi ceduti da un'impresa di assicurazione o da un'altra impresa di riassicurazione. Nel caso dell'associazione di sottoscrittori denominata Lloyd's, per riassicurazione si intende anche l'attività consistente nell'accettazione di rischi ceduti da qualsiasi membro dei Lloyd's da parte di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione, diversa dall'associazione di sottoscrittori denominata Lloyd's».

Difficile ricondurre l'operazione ad un'unica tipologia contrattuale. Possiamo solo in maniera sintetica dire che: in alcuni casi si prevede che il riassicuratore interviene a copertura di una data percentuale dei rischi della impresa di assicurazioni «cedente»; in altri casi vengono ripartiti non i rischi, bensì i danni. In questo caso il riassicuratore interverrà per i sinistri, in capo alla compagnia «cedente», che eccedono un certo valore oppure quando l'importo complessivo degli indennizzi, in un determinato arco temporale di riferimento, supera un certo valore. In caso di ripartizione dei danni, salva diversa previsione tra le parti, l'obbligazione del riassicuratore diviene esigibile nel momento stesso in cui l'importo dei danni è stato liquidato.

Il riassicurato sarà in genere tenuto a corrispondere un premio determinato: in caso di assicurazione per una certa quota di rischio, in misura proporzionale ai premi incassati; negli altri casi, tenuto conto della quota dei premi corrispondente alla probabilità che si verifichino le condizioni che rendono esigibile la prestazione del riassicuratore.

Oltre ai modelli sopra descritti della riassicurazione, dobbiamo ricordare la riassicurazione mediante *pool* di riassicuratori che vede la ripartizione dei rischi mediante un contratto tra imprese di assicurazione volto a costituire appunto quello che in gergo tecnico è definito un *Insurance Pool*. L'accordo sottostante tra le imprese assicuratrici aderenti al *Pool* prevede che ognuna versi una parte dei premi per una particolare categoria di rischi in un fondo comune e che si ripartisca il totale dei danni accaduti nella stessa proporzione dei premi versati o secondo altri criteri.

Tra le operazioni di riassicurazione possono essere collocati anche quei fenomeni che fuoriescono dai canoni tradizionali della riassicurazione come le riassicurazioni *Finite* o più precisamente il trasferimento alternativo dei rischi (ART). Si tratta di contratti su misura,

solitamente più complessi dei tradizionali contratti di riassicurazione in quanto la copertura è estesa su più settori e/o per una durata di parecchi anni. Le particolarità rispetto alla riassicurazione c.d. standard riguardano anche la disciplina convenzionale delle conseguenze della fluttuazione dei sinistri: se l'andamento dei sinistri è positivo, la controparte del riassicuratore (cedente) beneficia di una partecipazione agli utili; se, invece, l'andamento è negativo il riassicuratore ottiene un premio supplementare. In ragione di quest'ultima caratteristica si tende, in talune ipotesi, a qualificare detti contratti come operazioni di finanziamento.

La dottrina riconduce al fenomeno della riassicurazione anche la c.d. «*Financial Reinsurance*»⁴⁴, la quale si configura come una copertura di alcune poste di bilancio e rendita finanziaria. In sintesi un'impresa di assicurazioni si assicura contro il rischio di certi livelli di fluttuazione nei profitti da un anno ad un altro pagando un premio, che viene peraltro restituito in tutto o in parte a seconda che, e nella misura in cui, vi sia stata una fluttuazione da coprire.

Si tratta di modelli contrattuali che rientrano in attività vigilate e sottoposte ad un regime autorizzatorio. Come avremo modo di vedere nel successivo capitolo, l'autonomia contrattuale nei mercati finanziari è filtrata dalla regolazione pubblicistica di settore⁴⁵. Il contratto di riassicurazione vede come parti necessarie nella normativa di settore: l'impresa di assicurazione e l'impresa di riassicurazione. Il riassicurato non potrà che essere un'impresa di assicurazione e solo in questo ambito tale modello gestionale contrattuale ha cittadinanza.

Si parla talvolta impropriamente di riassicurazioni con riferimento alla presenza di coperture per il caso di perdite pecuniarie di entità legali (fondi, associazioni, ecc.) costituite anche in funzione di garanzia. La compagnia assicurando le perdite pecuniarie⁴⁶, a titolo esem-

⁴⁴ Sul punto R. CAPOTOSTI, *Commento art. 1928*, cit., p. 151.

⁴⁵ V. *infra* cap. 3 par. 2.

⁴⁶ Nelle assicurazioni del patrimonio presupposto dell'indennizzo è il sorgere di un debito pecuniario a carico dell'assicurato che potrà trovare la propria fonte in un'obbligazione risarcitoria o in un'obbligazione da contratto. Si pensi all'assicurazione per le spese mediche, all'assicurazione per le spese legali. Con riferimento all'assicurazione del patrimonio l'indeterminabilità del valore assicurabile *ex ante*, dal momento che l'entità dell'indennizzo coincide con la perdita patrimoniale determinatasi nel patrimonio dell'assicurato, importa in genere l'inapplicabilità delle norme che presuppongono la determinazione a monte del contratto del valore della cosa

plificativo, di un fondo pensione, che esercita una funzione di garanzia di esigenze previdenziali degli aderenti, fornisce una sorta di garanzia di secondo livello. Per questo si suole parlare a-tecnicamente di riassicurazione.

Le assicurazioni perdite pecuniarie intervengono a coprire perdite patrimoniali dipendenti da un evento futuro ed incerto. Oltre che in funzione di «riassicurazione» possono essere impiegate dagli stessi investitori. Sarebbe possibile con tale schema contrattuale coprire perdite derivate da anticipati disinvestimenti per eventi legati alla posizione dell'investitore/assicurato qualificabili in termini di rischio *ex art. 1895 c.c.*, elemento essenziale del contratto di assicurazione⁴⁷. Sa-

assicurata, come l'art. 1907. Si può forse ammettere l'applicazione della regola proporzionale, in ipotesi di sottoassicurazione, laddove è possibile determinare preventivamente la possibile diminuzione del patrimonio coperta da assicurazione. Ciò si ha, ad esempio, quando la diminuzione del patrimonio coincide con un debito pre-determinato nel suo ammontare, come in caso di assicurazione del rischio locativo. Così G. VOLPE PUTZOLU, *Il contratto di assicurazione*, in *Tratt. Rescigno*, Torino, 1987, p. 98. Con riferimento all'assicurazione della responsabilità civile R. CAVALLO BORGIA, *Responsabilità e assicurazione*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da Franzoni, Milano, 2004, p. 19 ss. In giurisprudenza la questione si è posta rispetto ad un'ipotesi in cui vi era un valore determinato quello della cosa potenziale fonte di responsabilità. Come afferma la Suprema Corte, però, «in tema di assicurazione della responsabilità civile per danni prodotti a terzi da cose, il valore dell'edificio per il quale l'assicurato intende esser coperto da assicurazione non incide né sul rischio in senso tecnico (cioè sulla probabilità di verificazione del sinistro), né sulla stessa entità della prestazione dell'assicuratore (e quindi sul premio), in quanto in tale tipo di contratto l'ammontare massimo dell'eventuale esposizione debitoria dell'assicurato – e perciò dell'obbligazione dell'assicuratore di liberarlo dal debito che lo ha colpito – non è determinato in funzione del valore del bene, ma dei danni subiti dal terzo; ne consegue che in siffatto tipo di assicurazione non può trovare applicazione la norma di cui all'art. 1907 c.c. e l'unica possibilità di introdurre un limite convenzionale alla garanzia prestata dall'assicuratore è costituita dal massimale previsto in contratto»: così Cass., 19 agosto 1995, n. 8958, in *Mass. Foro it.*, 1995. Per la giurisprudenza di merito si veda Trib. Napoli, 25 novembre 1989, in *Riv. giur. circolazione*, 1991, p. 63; Trib. Napoli, 29 gennaio 1986, in *Resp. civ. prev.*, 1986, p. 338.

⁴⁷ Il legislatore italiano, dopo aver affermato, all'art. 1895, la centralità dell'elemento del rischio all'interno del contratto di assicurazione, sancendo la nullità del contratto di assicurazione per assenza del rischio, ha rinunciato a definire il concetto lasciando agli interpreti un simile compito.

La dottrina italiana, pronunciata sul tema, ha definito il rischio come possibilità oggettiva di accadimento dell'evento assicurato.

Esiste così una relazione circolare tra i due elementi: rischio ed evento. Il rischio

rebbe anche possibile coprire perdite derivanti da default dell'impresa oggetto dell'investimento che impediscono all'investitore di raggiungere il target previsto se non addirittura di perdere il capitale investito.

Coperture contro le perdite legate all'investimento possono essere fornite anche attraverso i derivati di copertura.

Ad esempio, in caso di investimenti in imprese o progetti sulla cui redditività possano incidere eventi climatici (si pensi ad una start up in ambito agricolo), sarà possibile «assicurare» l'investimento con il ricorso a *weather derivatives* come strumento di copertura di perdite per il verificarsi eventi catastrofici che possano interessare l'attività finanziata⁴⁸.

varia in funzione dell'evento, dal momento che ogni evento avrà una diversa probabilità di verificarsi. D'altro canto l'evento per essere assicurabile deve essere connotato da un certo grado di incertezza circa la sua verificabilità affinché possa sussistere il rischio, in mancanza del quale si avrà la nullità del relativo contratto di assicurazione *ex art.* 1895. Sul punto C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione, Assicurazioni sulla vita*, vol. III, Milano, Hoepli, 1887, p. 2 ss.; V. DURANTE, *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 571 ss.; L. MOSSA, *Sistema del contratto di assicurazione nel libro delle obbligazioni del codice civile*, in *Assicurazioni*, 1953, I, p. 149 ss.; A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, III, *Il diritto del contratto di assicurazione*, Sez. II, *La disciplina delle singole specie (rami) di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 1956, p. 13 ss.; ID., *La causa nel contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1950, I, p. 228 ss.; A. PINO, *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, *ivi*, 1960, p. 236 ss.; L. BUTTARO, *Moderni orientamenti sul concetto giuridico di assicurazione nella dottrina italiana*, *ivi*, 1962, I, p. 179 ss.; G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'istituto nazionale delle assicurazioni*, Roma, 1963, p. 111 ss.; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, XXXVI, 1, Milano, Giuffrè, 1973, p. 27 ss.

La presenza del rischio come elemento essenziale del contratto non determinerebbe la natura aleatoria dello stesso secondo la dottrina del diritto delle assicurazioni. Così C. VIVANTE, *op. ult. cit.*, pp. 31 e 43; R. CAPOTOSTI, *L'alea nel contratto di assicurazione*, in *Foro it.*, 1960, IV, c. 16 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni*, Milano, Giuffrè, 1968, p. 46; ID., *Le assicurazioni Produzione e distribuzione*, Bologna, Il Mulino, 1991, p. 62 ss.; A. ANTONUCCI, *Assicurazione tra impresa e contratto*, Bari, Cacucci, 1994, pp. 1-54.

⁴⁸ In argomento F. CAPUTO NASSETTI, *I derivati meteorologici*, in *Bancaria*, 2000, p. 93; G. OSSOLA, *I derivati meteorologici: aspetti aziendali e contabili*, Milano, Giuffrè, 2003; F. COLAVITO e S. RIGHETTI, *La gestione finanziaria del rischio «temperatura» tramite l'uso dei derivati meteorologici*, in *AF-Analisi finanziaria*, 2005, n. 57, pp. 4-39; E. BAJO e S. RIGHETTI, *Weather derivatives come strumento per la copertura del rischio climatico: un'applicazione empirica su dati italiani*, *ivi*, 2005, n. 58, pp. 110-128; D. ELLITHORPE e S. PUTNAM, *Weather derivatives and their implica-*

I derivati climatici sono *options* o *futures* in cui le prestazioni dedotte in contratto sono coordinate, attraverso meccanismi condizionali, al superamento di un indice climatico.

Simili derivati rappresentano uno strumento di gestione del rischio e sono come tali utilizzabili dagli enti che si occupano di copertura di rischi relativi all'attività agricola per il caso di calamità naturali, *climate change*, variazioni climatiche. I soggetti che possono impiegarli sono, a titolo esemplificativo, i Fondi mutualistici costituiti da consorzi agricoli per fronteggiare le avversità atmosferiche ma anche le imprese di assicurazione e di riassicurazione⁴⁹.

Tra i derivati climatici ricordiamo quelli sulle temperature. Le condizioni meteorologiche producono importanti effetti economici relativamente ad un ampio numero di attività imprenditoriali⁵⁰.

A copertura dei rischi connessi vi sono, appunto, i derivati climatici e in particolare quelli legati alla temperatura misurata di «degree day» ovvero la differenza espressa in gradi centigradi o Fahrenheit tra la temperatura media e 18° oppure 65° Fahrenheit. È possibile coprire il rischio di impatti negativi di abbassamenti e innalzamenti delle temperature sulle attività economiche attraverso l'acquisto di derivati che prevedano il pagamento di un premio verso il diritto ad ottenere una certa somma in caso di salita o discesa delle temperature rispetto ad un determinato livello. Di norma si prevede una riduzione o esclusione del premio laddove l'impresa «assicurata» acquisti il diritto a ricevere una data somma se le temperature superano un certo limite, ma si è al contempo impegnata a versare una data somma se le temperature scendono oltre un certo limite o viceversa. I maggiori *dealers* sono le Banche, le società finanziarie, le Compagnie di assicurazione i quali coprono rischi non solo propri ma anche i rischi relativi agli assicurati (si pensi ad una Compagnia che assicura danni anche da eventi climatici avversi agli agricoltori) e

tions for power markets, in *The journal of risk finance*, 2000, p. 19; M. MOODY, *Weather risk management -Growth in derivatives continues to soar*, in *Rough Notes*, maggio 2006; P. ROBISON, *Funds raise interest in weather futures*, in *Bloomberg News*, 2 agosto 2007.

⁴⁹ D. TERRANOVA, *I derivati climatici e la loro possibile applicazione in agricoltura*, in *Rivista di agraria*, 2017, n. 250, p. 1; G. BELLÌ, *Le operazioni su weather derivatives tra finalità di copertura e speculazione*, in *Contr. impr.*, 2012, p. 1223 ss.

⁵⁰ Si veda ec.europa.eu/clima/change/consequences_it.

ai debitori (si pensi ad una Banca che eroga credito a imprese la cui attività è sensibile agli eventi climatici).

Con riferimento ai derivati climatici si pone un problema proprio di tutti i derivati non finanziari. L'art. 23, comma 5 del TUF esclude dall'applicazione dell'art. 1933 c.c. gli strumenti finanziari derivati nonché quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a) nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento. In base all'art. 18, comma 5, lettera a) il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività. Per il resto si applica l'art. 1933 c.c. in base al quale non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. Le norme del TUF sembrano individuare una identità tra derivati e contratto di giuoco o di scommessa, escludendo eccezionalmente la relativa disciplina in talune ipotesi⁵¹.

Va detto che, proprio con riferimento ai derivati climatici, si osserva come con la scommessa si ha la creazione artificiale di un rischio, mentre nel caso del derivato si ha l'assunzione del rischio esistente verso la corresponsione di un premio⁵².

⁵¹ Con riferimento ai derivati non finanziari si osserva l'impossibilità di ricondurre tali contratti ad una categoria unitaria, stante le moltissime variabili. Si suggerisce quindi di valutare le modalità esecutive in concreto predisposte dai contraenti e la causa in concreto. Si veda G. CAPALDO, *Contratti di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, p. 595; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, Cedam, 2000, p. 189 ss.; B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, III, Torino, Utet, 1995, p. 2466 s.; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, Milano, Giuffrè, 1969, p. 399 ss.; M. INDOLFI, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, Padova, Cedam, 2013, p. 92. Si tratta peraltro di un problema non solo del sistema italiano. L'art. 1965 del codice civile francese, analogamente all'art. 1933 c.c., prevede espressamente che il debito di gioco o il pagamento di una scommessa non siano azionabili in giudizio: «La loi n'accorde aucunes action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari».

⁵² F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 595. In altri casi si è data rilevanza alla qualifica delle parti. Così secondo il Colle-

Su questa base del resto una risalente dottrina inquadrava il contratto di scommessa, come quel contratto in cui si crea il rischio per finalità ludiche o di guadagno⁵³.

Sotto questo profilo il contratto derivato si avvicina al contratto di assicurazione da cui viene distinto in quanto: quest'ultima prevede in genere misure preventive imponendo all'assicurato, ad esempio, l'ottemperamento a talune regole prudenziali per ridurre il rischio pena la non indennizzabilità in caso di sinistro⁵⁴; l'assicuratore segue processi di liquidazione del danno efficienti e rispettosi del principio indennitario⁵⁵, volti ad evitare che l'assicurato possa trarre un vantaggio dal sinistro e possa essere tentato a tenere condotte imprudenti per facilitarne la verifica; attraverso il meccanismo della surroga dell'assicuratore nei diritti del danneggiato/assicurato verso il responsabile *ex art.* 1916 c.c. (si tratta comunque di un istituto rico-

gio arbitrare, 26 marzo 1996, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, II, 669: «Il contratto di swap, se concluso tra una banca, o una società di intermediazione mobiliare, e altro soggetto non può essere assimilato al gioco e alla scommessa».

⁵³ Così L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1970, p. 86 il quale sottolinea la vicinanza con il contratto di assicurazione. L'Autore prende le distanze da quella dottrina che aveva distinto la scommessa dal giuoco in quanto nella prima vi sarebbe un rafforzamento di un contrasto di opinioni: A. FEDELE, *Giuoco o scommessa?*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, I, p. 200; F. SANTORO-PASSARELLI, *Giuoco e scommessa*, in *Riv. dir. civ.*, 1941, p. 471; C.A. FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato* Vassalli, IX, 2, Torino, Utet, 1961, p. 34 il quale chiede che nella scommessa il contrasto di opinioni sia «serio».

⁵⁴ Si parla al riguardo di condizioni di assicurabilità con riferimento a quelle clausole che descrivono una determinata condotta che l'assicurato dovrà osservare, prima del verificarsi del sinistro, onde poter acquisire il diritto all'indennizzo. Si pensi alle clausole generalmente presenti nelle assicurazioni contro il furto che impongono all'assicurato di adottare determinate condizioni di sicurezza facendo espresso riferimento all'essenzialità delle stesse ai fini dell'acquisto del diritto all'indennizzo.

⁵⁵ In base al principio indennitario, l'indennizzo assicurativo deve essere commisurato all'entità del danno in concreto patito dall'assicurato e non deve rappresentare, per quest'ultimo, uno strumento per trarre vantaggi economici.

Si arriva per tal via ad una definizione di interesse all'assicurazione che riesce a coordinare l'esigenze assicurative degli assicurati ai problemi economici di «*Moral Hazard*» che si traducono in problemi giuridici di buon costume (inteso anche come insieme di regole ordinate a comportamenti prudenziali) e ordine pubblico (inteso anche come insieme di precetti ordinati alla pace sociale). Cfr. L. BUTTARO, *Assicurazione contro i danni*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, p. 503; V. SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in *Comm.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1966, p. 316; G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, Milano, 1967, p. 44 ss.

nosciuto in genere per legge o per contratto anche ove la legge applicabile non sia quella italiana) l'assicuratore può agire contro il responsabile ove ve ne sia uno⁵⁶.

Si tratta solo di alcuni esempi che ci consentono di mettere in luce come i rischi relativi agli investimenti di lungo periodo possano e debbano essere mappati e gestiti anche attraverso modelli contrattuali che impongono di ripensare alle categorie della civilistica, lasciando che i *Long Term Investors* istituzionali svolgano la propria funzione.

La letteratura economica ha proposto meccanismi di bilanciamento del rischio di liquidità⁵⁷. Si ipotizza la gestione di un portafoglio di attività liquide che può essere utilizzato per generare una capacità di contro-bilanciamento in caso di difficoltà di liquidità il cui contenimento, come detto, sta diventando un obiettivo fondamentale per gli investitori istituzionali. Poiché costruire un simile portafoglio ha un costo, l'impresa vorrebbe detenere il portafoglio a costi minimi ed in misura sufficiente a coprire i flussi negativi. Il modo più semplice per costruire un portafoglio di liquidità è avere denaro sufficiente a disposizione, ma questo non è ottimale per un'istituzione che cerca profitto. In generale, le attività a elevata liquidità sono le più costose da mantenere ma, allo stesso tempo, hanno ovviamente un costo di esecuzione inferiore quando è necessario creare liquidità.

Si propongono due metodi tipicamente complementari per trovare il portafoglio ottimale di copertura della liquidità che può generare una sufficiente capacità di controbilanciamento con un'alta probabilità.

Il primo metodo consiste nell'acquisire più attività, che possono generare flussi di cassa futuri per integrare i potenziali deflussi di cassa netti.

Il secondo metodo di copertura della liquidità consiste nel far leva su una capacità di controbilanciamento dinamica attraverso l'uso di linee di credito, vendite di attività e pronti contro termine al fine di generare liquidità nel momento esatto in cui il flusso di cassa contrattuale netto non può bilanciarsi da solo.

⁵⁶ Si veda LYNN A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 crisis*, in *Harv. Law. Rev.*, 2011, p. 1 ss.

⁵⁷ WEI CHEN e JIMMY SKOGLUND, *Optimal hedging of funding liquidity risk*, in *Journal of risk*, vol. 16, 2014, pp. 85-111. Si veda anche prima della crisi innescata nel 2007 J.C. ROCHET e S.VILLENEUVE, *Liquidity Risk and Corporate Demand for Hedging and Insurance*, pdfs.semanticscholar.org/f019/f11db6736ca24cdf833bc44025ed877b1393.pdf.

4.4. Basilea IV

Le recenti tendenze regolatorie in atto in Basilea IV, la cui entrata in vigore è prevista per il 2022 sembrano indicare le possibili evoluzioni nel diritto del mercato finanziario in generale.

A dicembre 2017 il *Basel Committee on Banking Supervision* BCBS ha finalizzato la redazione degli standard di Basilea 4 rilasciando le regole finali per il calcolo del capitale di rischio operativo. In particolare il Comitato ha introdotto una nuova metodologia unica e *non-model based* per il calcolo del capitale di rischio operativo, con un approccio standard che dovrebbe entrare in vigore dal 1° gennaio 2022⁵⁸.

L'obiettivo principale del Comitato, in tale operazione, è stato quello di migliorare la comparabilità e la semplicità di calcolo. L'approccio standard per quanto più semplice risulta essere meno risk-sensitive; il che a nostro avviso non dovrebbe allontanare le Banche da processi e strumenti per la gestione del rischio operativo.

È stata prevista anche una omogeneizzazione dei pesi attribuiti ai vari componenti del capitale di rischio all'interno dei bilanci delle

⁵⁸ Su limiti e rilevanza degli approcci *model based* si vedano M. BEHN, R. HASELMANN e V. VIG, *The Limits of Model-based Regulation*, BCE Working parties series, 2016, pp. 1-10. Gli autori si occupano in particolare di «how the introduction of sophisticated, model-based capital regulation affected the measurement of credit risk by financial institutions. Model-based regulation was meant to enhance the stability of the financial sector by making capital charges more sensitive to risk. Exploiting the introduction of the model-based approach in Germany and the richness of our loan-level data set, we show that (1) internal risk estimates employed for regulatory purposes systematically underpredict actual default rates by 0.5 to 1 percentage points; (2) both default rates and loss rates are higher for loans that were originated under the model-based approach, while corresponding risk-weights are significantly lower; and (3) interest rates are higher for loans originated under the model-based approach, suggesting that banks were aware of the higher risk associated with these loans and priced them accordingly. Counter to the stated objective of the reform, financial institutions have lower capital charges and at the same time experience higher loan losses». G. CAPRIO, *Financial Regulation after the Crisis: How Did We Get Here, and How Do We Get Out?* (November 5, 2013). Available at SRN: ssrn.com/abstract=2350564 or dx.doi.org/10.2139/ssrn.2350564; M. MARIATHASAN e O. MERROUCHE, *The Manipulation of Basel Risk Weights*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2014, 23, pp. 300-321; F. VALLASCAS e J. HAGENDORFF, *The Risk Sensitivity of Capital Requirements: Evidence from an International Sample of Large Banks*, in *Review of Finance*, 2013, n. 17, pp. 1947-1988.

Banche europee con una semplificazione della procedura di calcolo dei rischi operativi.

Come hanno fatto notare diversi analisti la nuova regolamentazione è meno stringente di quanto si pensava. «Il raggiungimento di un accordo sulle nuove regole di Basilea IV termina finalmente la fase di incertezza che riguardava l'assetto regolamentare del settore bancario post crisi, spostando l'attenzione sui tempi e le modalità attraverso cui avverranno le ratifiche, con il rischio che alcune regole più stringenti vengano annacquate in fase di conversione in legge»⁵⁹. Si tratta di tendenze regolatorie di interesse in prospettiva per tutti gli investitori istituzionali, se si considerano le assonanze che finora hanno guidato i processi della normativa di settore in ambito bancario, assicurativo e finanziario.

⁵⁹ E. BARUCCI e C. MILANI, *Quali effetti da Basilea IV?*, in *FINRISK*, 15.12.2017, www.finnriskalert.it/wp-content/pdf/Newsletter-35-2017.pdf.

CAPITOLO III

Long Term Investors *privati*

SOMMARIO: 1. Risparmio-investimento privato. – 2. Investimenti, «tipicità» e «governo del prodotto». – 3. Incertezze negli investimenti di lungo periodo. – 4. Verso la «disintermediazione» negli investimenti di lungo periodo?

1. *Risparmio-investimento privato*

Come noto la politica monetaria influenza l'economia reale attraverso la domanda aggregata ovvero la domanda di beni e servizi in un dato sistema economico e in un certo periodo temporale. La politica monetaria è trasmessa attraverso tre canali: i tassi di interesse, il prezzo delle attività finanziarie e il credito.

È altresì noto che una espansione monetaria dovrebbe generare una diminuzione dei tassi di interesse e un aumento degli investimenti delle famiglie con un aumento del prezzo delle attività finanziarie ossia delle azioni, obbligazioni e beni immobili posseduti dalle famiglie e dalle imprese. Le famiglie cercheranno di acquistare gli asset presenti nel mercato che risultano remunerati ad un tasso superiore al tasso di interesse. Se il prezzo delle azioni e delle obbligazioni delle imprese aumenta generando profitto, si avrà anche un aumento degli investimenti da parte delle imprese. Il canale del prezzo delle attività finanziarie ha così progressivamente acquisito importanza dando viepiù rilevanza alla partecipazione delle famiglie e delle imprese ai mercati finanziari.

Tutto questo non permette di compensare la ridotta presenza nel mercato dei *Long term investments* degli investitori finanziari, se si considera la centralità del terzo canale di trasmissione della politica monetaria: il credito. Nei periodi in cui le famiglie e le PMI non riescono ad accedere ai mercati finanziari queste dipendono dal credito bancario e un irrigidimento delle Banche rispetto al rischio di liqui-

dità o un peggioramento della qualità dei loro assets finanziari può indurle a restringere i propri crediti alle famiglie e alle imprese con ripercussioni per gli investimenti di queste che avranno difficoltà a reperire risorse che consentano loro di gestire gli investimenti di lungo periodo¹.

L'attenzione per i *Long Term Investors* istituzionali e quanto detto nel capitolo precedente tornano quindi in evidenza anche con riferimento agli investimenti di famiglie/consumatori e imprese. Occorre infatti considerare che gli investitori istituzionali possono intervenire con prodotti che agevolano, a livello di sopportazione del rischio connesso e a livello di erogazione di risorse finanziarie, le famiglie e le imprese.

Ricordiamo che vari sono i contratti attraverso i quali si compiono gli scambi che consentono ai soggetti che devono finanziare le proprie attività di reperire risorse economiche attraverso l'emissione di prodotti finanziari. Si compie così il ciclo del trasferimento dalle unità in surplus (gli operatori che hanno più di quanto spendono, in genere le famiglie intese in senso economico) alle unità di deficit (che hanno meno di quanto serve loro, le imprese) che consente la crescita e lo sviluppo. Si distingue poi un mercato primario, in cui le unità in surplus finanziano direttamente o indirettamente gli emittenti, da un mercato secondario in cui gli investitori possono scambiare le proprie posizioni illiquide, ovvero non prontamente cedibili o restituibili da parte degli emittenti, liquidandole attraverso la cessione a soggetti terzi.

Ancóra nei mercati finanziari gli investitori possono reperire prodotti di gestione del rischio attraverso meccanismi di copertura (i c.d. *hedging*)².

Limitazioni alla operatività degli investitori istituzionali finiscono

¹ Per questa ricostruzione si veda in particolare A. BENASSY-QUÉRÉ, B. COEURÉ, P. JACQUET e J. PISANI FERRY, *Politica Economica*, versione tradotta e curata da A. Petretto e F.F. Russo, Bologna, Il Mulino, 2014, p. 241 ss.; si veda anche P. BONGINI *et al.*, *Il sistema finanziario, funzioni istituzioni, strumenti e servizi*, Bologna, Il Mulino, 2004; G. CASTELLANI, M. DE FELICE *et al.*, *Manuale di Finanza*, voll. I, II, III, Bologna, Il Mulino, 2006.

² Il riferimento è in particolare a swap, options e futures. Sull'uso dei derivati di copertura in caso di rischi finanziari si veda P. GIUDICI, *I contratti di investimento in generale*, in *Trattato dei contratti* diretto da Roppo, vol. IV, *Mercato finanziario*, cit., p. 914.

per avere ricadute anche sugli investimenti di famiglie e PMI e sulla stessa economia reale.

Alla luce di tali considerazioni devono essere riletti i *legal constraints* emergenti a livello di LTI degli investitori istituzionali e anche talune politiche di prudenzialità «a favore» dei risparmiatori che possono nel concreto piegarsì contro gli interessi dei risparmiatori stessi. Come più volte detto lo *short-terminism* nella visione degli investitori istituzionali può presentarsi dissociato dalla prospettiva di lungo periodo dei loro clienti. Si pensi agli investitori/impresе di assicurazione operanti nel settore vita. Del resto, come detto, di questo sembra dare atto la Direttiva IORP II in materia di politiche di investimento dei fondi pensione³.

Con riferimento alla condizione di incertezza nella produzione e distribuzione dei prodotti del mercato finanziario fortemente guidata da politiche di trasparenza, informazione, governo dell'adeguatezza del prodotto che non sempre si traducono in chiare regole di condotta per gli operatori, oltre a riflettere sulle tecniche regolatorie e sul sistema delle fonti del diritto del mercato finanziario⁴, occorre considerare le mutate e mutevoli esigenze dell'investitore privato⁵.

Da più parti si è peraltro osservato come il risparmiatore/investitore non si limiti più ad operare nel mercato cercando di porre al sicuro da movimenti inflazionistici parte dei propri redditi di lavoro, ma si tratta piuttosto di un «imprenditore di se stesso» che agisce per finalità speculative⁶.

Ricordiamo che in ambito finanziario la regolamentazione del settore ha distinto i clienti in tre categorie a seconda del livello di pro-

³ V. *supra* cap. II, par. 4.2.

⁴ V. *supra* p. 26.

⁵ A. JANNARELLI, *op. cit.*, p. 40; M. SEPE, *Contratti quadro e ordini di esecuzione nei servizi finanziari tra natura e forma*, in *I contratti del risparmio*, cit., p. 165 ss. il quale peraltro evidenzia come la disciplina speciale non risponda solo ad esigenze di tutela del cliente ma anche ad esigenze di reiterabilità della prestazione e di tempestività; V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, *ivi*, p. 259 ss. il quale si concentra sul ruolo dell'informazione nel mercato finanziario e sulla funzione regolatoria in materia (in particolare p. 269 ss.).

⁶ L'espressione tra virgolette è di F. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 151 ss. il quale si richiama al celebre testo di M. FOUCAULT, *Nascita della biopolitica*, Corso al College de Francé (1978-1979), Milano, Feltrinelli, 2007, trad. di Bertani-Zini, p. 186.

tezione richiesto in ragione della loro «qualità ed esperienza professionale». Si parla di clientela al dettaglio, professionale e qualificata.

La dottrina in merito ha anche parlato, con riferimento alla regolamentazione della contrattualistica destinata ai mercati finanziari, di una «tutela a geometria variabile» riferendosi «non solo alla diversità dei servizi di investimento offerti e prestati, ma anche, al diverso grado di “acculturazione” che l’investitore ha rispetto al mercato finanziario, ossia di “precomprensione” dello specifico contesto in cui intende intervenire, al fine di scelte consapevoli in ordine ai rischi che possono discenderne»⁷.

Già il considerando 86 della direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, c.d. MIFID II sottolinea come «Uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell’agire in modo onesto, equo e professionale e l’obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti»⁸.

⁷ Così A. JANNARELLI, *op. cit.*, p. 70.

⁸ Nell’allegato II alla direttiva si specificano le condizioni in base alle quali un investitore può essere definito qualificato. È comunque possibile per i clienti professionali richiedere un trattamento non professionale e le imprese di investimento possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione. Allo stesso tempo i clienti non professionali possono richiedere di essere trattati come professionali. Ai fini di tale dichiarazione si richiede di ottemperare ad una procedura indicata nel medesimo allegato.

La Cassazione ha dato rilevanza anche alla propensione al rischio in concreto. «Nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, l’ accertata propensione al rischio del cliente che non rivesta le caratteristiche dell’investitore abilitato o professionale non elimina gli obblighi informativi dell’intermediario ma li qualifica in modo peculiare, nel senso che l’esperienza dell’investitore e le sue scelte devono orientare la selettività delle informazioni da fornire, dirigendosi verso quelle specifiche e non generalmente o facilmente accessibili del prodotto, tenuto conto che tanto più elevato è il rischio dell’investimento tanto più puntuali devono essere le informazioni da fornire, essendo necessario verificare se le decisioni d’investimento si siano fondate sulla conoscenza effettiva dei rischi conoscibili del prodotto. Pertanto, nell’ipotesi di accertato inadempimento, il fatto lesivo consiste nell’essere stato po-

Il problema ha però confini ben più ampi che devono guardare non solo alla tutela del singolo ma mirare a prevenire gli eventi «si-

sto a carico del medesimo cliente un rischio che presumibilmente egli non si sarebbe accollato, ove ne fosse stato informato ed il danno può essere liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi al momento della domanda risarcitoria»: Cass., 27 aprile 2018, n.10286, in *Giust. civ. mass.*, 2018.

MIFID II ha ridisegnato gli obblighi a carico degli intermediari nella creazione e commercializzazione di prodotti finanziari. Si parla di passaggio dai *fiduciary duties* alla *suitability rule* nella regolamentazione dell'intermediazione assicurativa. Cfr. D. IMBRUGLIA, *Regole di adeguatezza e validità del contratto*, in *Europa e diritto privato*, 2016, p. 335 ss. Gli obblighi che nascono dal rapporto fiduciario tra l'intermediario e il cliente nella distribuzione del prodotto che, per disposizione di legge, sono arricchiti di obblighi di informativa e di consulenza volti a corroborare il consenso prestato dal cliente per arrivare ad un obbligo a fornire al cliente un prodotto che risponda alle sue esigenze. Il concetto di *Product Governance* viene introdotto dalla MIFID 2 e può dirsi costituito da quell'insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori.

Si assiste così ad una modifica delle modalità apprestate dall'ordinamento per la tutela dell'investitore: non più una tutela esclusivamente attraverso la disciplina della trasparenza e dell'informativa nella commercializzazione dei prodotti e nel contenuto dei contratti; con la MIFID si introduce un nuovo principio generale in base al quale, nella prestazione dei servizi, gli intermediari sono tenuti ad agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei loro clienti.

La tutela dell'investitore non è limitata all'imposizione di una regolamentazione del rapporto intermediario – investitore, ma viene portata all'interno dell'assetto organizzativo dell'intermediario imponendo a questi una serie di vincoli volti ad assicurare che la tutela dell'investitore divenga parte del modello di compliance dell'intermediario stesso.

Parlare di tutela dell'investitore in termini di Governo dei Prodotti impone all'intermediario lungo tutta la catena del valore del prodotto finanziario, dalla sua creazione alla sua distribuzione, di considerare la centralità dell'interesse del potenziale cliente-investitore. Per un'analisi dettagliata del concetto di *product governance* in MIFID II. Si veda A. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2015, 1, I, 23; S. MORLINO, *La product governance nel nuovo regime MIFID 2*, in *Dir. banc.*, 2015, p. 8.

Il concetto di adeguatezza ha trovato seguito nella giurisprudenza «la pluralità degli obblighi, previsti dagli artt. 21 del d.lg. n. 58 del 1998, comma 1, lettere a) e b), 28, comma 2 e 29 del Regolamento CONSOB 1 luglio 1998, n. 11522, facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di evidenziare l'inadeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario, consistente nel segnalare all'investitore, in relazione alla sua accertata propensione al rischio, la non adeguatezza delle operazioni di investimento che si accinge a compiere

stemici» di crisi sì da tutelare anche il singolo come parte del mercato stesso. Gli interventi che da più parti si propongono sono quelli di a) incidere sui sistemi retributivi del management, valorizzando le responsabilità degli amministratori in posizione apicale; b) per le Banche, affrontare il problema della Banca multiservizi, inducendo a separare le attività commerciali di deposito ed erogazione del credito da quelle di *investment banking*; c) rivedere le regole di nomina e funzionamento della corporate *governance*, agendo ad esempio sul numero di mandati, sulla indipendenza degli amministratori, sulla misurazione dell'impegno e sull'effettività dei controlli interni intesi come parte della gestione⁹. Questo non vuol dire perdere di vista la tutela individuale in caso di violazione delle regole poste a tutela del singolo che possono vedere l'applicazione di sanzioni secondo la normativa di settore, ma anche azioni in sede civile.

Soprattutto in caso di contenziosi di massa sarebbe però preferibile che le azioni individuali venissero convogliate vieppiù verso gli

(c.d. *suitability rule*); per il perseguimento di tale finalità, la segnalazione di inadeguatezza dell'operazione, che l'intermediario deve effettuare nei confronti dell'investitore, in forza del combinato disposto degli artt. 28 e 29 del Regolamento CONSOB n. 11522, deve, contenere specifiche indicazioni concernenti: 1) la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del suo emittente (precisandosi, in particolare, se si tratta di uno Stato, di un ente locale, o di una società privata), non essendo sufficiente la mera indicazione che si tratta di un «Paese emergente»; 3) il rating nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali situazioni di grey market, ovvero sia di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo; 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente default dell'emittente; è configurabile la responsabilità dell'intermediario finanziario che abbia dato corso ad un ordine, ancorché vincolante, ricevuto da un cliente non professionale, concernente un investimento particolarmente rischioso, dal momento che la professionalità del primo, su cui il secondo abbia ragionevolmente fatto affidamento in considerazione dello speciale rapporto contrattuale tra essi intercorrente, gli impone di valutare comunque l'adeguatezza di quell'operazione rispetto ai parametri di gestione concordati, con facoltà di recedere dall'incarico, per giusta causa, ai sensi degli artt. 1722, comma 1, n. 3, 1727, comma 1, cod. civ. e 24, comma 1, lett. d) del d.lgs. n. 58 del 1998 (nel testo applicabile *ratione temporis*), qualora non ravvisi tale adeguatezza»: Cass., 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Dir. & Giust.*, 2016, 27 gennaio.

⁹ Per questi riferimenti si veda in particolare F. CINTIOLI, *Regolazione e regolatori nazionali nei settori del credito e dei mercati finanziari*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria*, in *Il modello italiano della intermediazione finanziaria*, cit., p. 42.

organismi di risoluzione delle controversie all'interno delle autorità di controllo che possano svolgere anche una funzione di vigilanza, portando all'evidenza default del sistema, e regolatoria consentendo la creazione di *Best Practices*¹⁰.

Volendo, ciò premesso, tradurre in termini giuridici la qualifica di «investitori privati» si può dire che tale sintagma si riferisce alle imprese e alle «famiglie», termine quest'ultimo, come detto¹¹, usato in ambito di investimenti con un significato diverso da quello tecnico giuridico di cui all'art. 29 della Costituzione che appunto definisce la famiglia come la «società naturale fondata sul matrimonio», una definizione che ha visto ripensamenti da parte di quanti, nell'evoluzione dei costumi, hanno usato il termine al plurale «famiglie» volendo includere, oltre alle famiglie fondate sul matrimonio anche le unioni omosessuali e le convivenze *more uxorio*¹². Nella nozione economica di famiglia dobbiamo considerare il concetto di privati individui ovvero investitori individuali i quali agiscono per scopi privati non professionali né di impresa.

Sul punto iniziamo a considerare il concetto giuridico di consumatore e la sua evoluzione nella normativa di protezione. Il dibattito in Italia sulla definizione di consumatore raggiunge il suo culmine nel momento della recezione della direttiva 93/13 sui contratti con il consumatore.

L'art. 1469 *bis* del codice civile in attuazione della direttiva 93/13 aveva inserito la nozione di consumatore nel codice civile. Per consumatore si intende «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta». La norma come noto è stata ora trasposta nel codice del consumo adottato con d.lgs. 206/2005.

Si tratta di una definizione alquanto angusta che ha presentato dubbi di legittimità costituzionale sotto il profilo dell'art. 3 Cost. per irragionevole disparità di trattamento tra il consumatore, per come

¹⁰ V. *supra* cap. I nota 58.

¹¹ V. *supra* cap. I nota 6.

¹² G. FURGIUELE, *Modelli familiari nel diritto italiano e straniero*, in *Bilanci e prospettive del diritto di famiglia a trent'anni dalla riforma*, a cura di T. Auletta, Milano, Giuffrè, 2007, p. 27 ss.; G. COLLURA, *Il civilista, la famiglia e le sue trasformazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2006, p. 633 ss.; G. FERRANDO, *La filiazione naturale e la legittimazione*, in *Trattato di diritto privato* diretto a Rescigno, t. III, *Persone e Famiglia*, 2^a ed., Torino, Utet, 1997, p. 105 ss.

definito dal legislatore, e la persona fisica non predisponente che agisce per scopi imprenditoriali o professionali anche se al di fuori del settore di mercato in cui opera e che viene pertanto a trovarsi in una condizione analoga a quella della persona fisica aderente che agisce per scopi privati¹³.

Per contro la Corte costituzionale ha rigettato la suddetta questione in base ad un'assunta diversità ontologica tra imprenditori e consumatori fondata sul fatto che questi ultimi agiscono per il soddisfacimento dei propri bisogni di vita mentre i primi agiscono per il fine di realizzare un profitto o un reddito.

In vero sulla validità di una simile soluzione possono essere sollevate varie perplessità.

In primo luogo non possiamo mancare di notare come la normativa italiana si discosti, sul punto, dalla soluzione adottata dai legislatori degli altri Stati Membri nell'attuazione della suddetta direttiva.

Così l'art. L. 132-1 del *Code de la consommation* francese estende la tutela anche ai c.d. «*non professionnel*» espressione utilizzata da dottrina e giurisprudenza francesi per indicare tutti i soggetti che contrattano in una materia che non è il loro campo di affari ancorché si trovino a stipulare quel contratto nell'esercizio della loro attività d'impresa/professionale. Dice la norma: «*Dans les contrats conclus entre professionnels et non-professionnels ou consommateurs, sont abusives les clauses qui ont pour objet ou pour effet de créer, au détriment du non-professionnel ou du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat*».

Diversamente sia il legislatore tedesco sia quello spagnolo, nel trasporre la direttiva 93/13 sui contratti con il consumatore, individuano il campo di applicazione della normativa sulle clausole abusive non tanto in base ad un criterio soggettivo, ma piuttosto secondo un cri-

¹³ R. PARDOLESI, *Clausole abusive (nei contratti con i consumatori). Una direttiva abusata?*, in *Foro it.*, 1994, V, c. 137; L. PATRONI GRIFFI, *Le clausole abusive nei contratti conclusi con i consumatori (direttiva 13/1993)*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, p. 356. La questione di illegittimità è stata rigettata da Corte cost., 30 giugno 1999, n. 282, in *Foro it.*, 1999, c. 3125 con nota di A. PALMIERI, *L'ibrida definizione di consumatore e i beneficiari (talvolta pretermessi) degli strumenti di riequilibrio contrattuale*. Il commentatore della sentenza osserva la rispondenza di questa al «trend legislativo sufficientemente consolidato, dal quale non si può prescindere se si vuol saggiare non tanto la rispondenza della definizione ad un concetto ideale [...] quanto la congruità degli scopi per cui quella definizione è stata dettata».

terio oggettivo relativo alla presenza di un contratto per condizioni generali ovvero di clausole unilateralmente predisposte per una generalità di contratti e sulle quali non è intercorsa alcuna trattativa.

Pare dunque che gli Stati membri nell'attuare la direttiva 93/13 abbiano sèguito tre criteri nell'individuare le ipotesi in cui si potevano presentare condizioni sostanziali tali da rappresentare una potenziale lesione della libertà di scelta di una delle parti contraenti.

Alcuni hanno individuato tali condizioni in fattori di carattere economico quali la presenza di un diverso livello di informazione e di capacità nella contrattazione che si presume esistere in caso di soggetti che vengono a contrarre in un settore del mercato che non è quello in cui svolgono la propria attività di lavoro o d'impresa.

Così, in tale ottica, una potenziale lesione della libertà di scelta potrà presumersi sia ove una delle parti sia una persona che agisce al di fuori della propria attività professionale sia ove una delle parti sia una persona che agisce per scopi professionali ma al di fuori del settore di mercato all'interno della quale opera.

Altri Stati hanno, invece, individuato l'ambito di applicazione della normativa in esame attraverso fattori di tipo giuridico quali la non partecipazione alla redazione del regolamento contrattuale¹⁴.

Il legislatore italiano ha individuato la sfera di applicazione della disciplina attraverso una distinzione di carattere socio – economico tra soggetti che agiscono in virtù di una finalità di lucro (professionisti) e soggetti che agiscono per le proprie esigenze di vita quotidiana (consumatori).

In vero una simile bipartizione non pare rispondere a particolari motivi di tutela della libertà di scelta perché l'appartenenza all'una o all'altra categoria di soggetti non può dirsi rilevante in via esclusiva sul punto.

Né in contrario vale argomentare che il consumatore è un soggetto che soffre di un diminuito potere contrattuale rispetto all'imprenditore che opera per scopi professionali, ma non è competente nel compiere valutazioni adeguate in ordine all'affare che va concludendo. Infatti anche un piccolo imprenditore o un professionista che

¹⁴ In tal senso del resto si notava come «al giurista il termine consumatore serve nella specie a richiamare l'idea del contratto non negoziato»: così G. BENEDETTI, *Tutela del consumatore e autonomia privata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, p. 23.

agisce per scopi professionali, ma operando fuori dal proprio settore di mercato, è in una condizione analoga a quella del consumatore.

Né ancora sembra possibile ricondurre la scelta del legislatore a motivi di tutela del contraente economicamente debole perché pare ormai un retaggio storico l'identificazione del soggetto economicamente forte con l'imprenditore o il professionista.

Neppure, infine, pare sufficiente a superare tali critiche rilevare che tale bipartizione sia in realtà fondata non sulla qualifica soggettiva («consumatore» o «professionista»), ma sullo scopo della contrattazione (motivi di consumo o di lucro)¹⁵.

Anche tale distinzione non sfuggirebbe alla critica di eccessivo schematismo perché non tiene conto delle ragioni sostanziali di tutela che devono mirare a garantire la libertà di scelta dei contraenti e non fermarsi a rigide distinzioni classificatorie formali delle posizioni delle parti contrattuali operate dal legislatore.

Non possiamo però mancare di prendere atto della decisione della Corte costituzionale e verificare le problematiche cui la soluzione ivi accolta dà luogo con riferimento ai contratti con i consumatori.

In vari settori emerge un progressivo allontanamento da un'idea di consumatore incentrata su una logica di classe sociale verso un'idea di rapporto di consumo in cui si producono dinamiche che stridono con l'uguaglianza sostanziale tra le parti contraenti e che necessitano, al fine di attuare il principio di autonomia privata, di interventi eteronomi nella regolazione dei rapporti.

Questa evoluzione è ben evidente nella normativa di settore bancaria in cui una serie di disposizioni a tutela della controparte della Banca nelle relazioni contrattuali vede come soggetto non solo il consumatore ma il cliente della Banca.

In ambito finanziario la regolamentazione del settore ha distinto i clienti in tre categorie, cui corrisponde un diverso livello di prote-

¹⁵ Sul punto G. ALPA, *Gli usi del termine «consumatore» nella giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999, II, p. 4 ss.; U. RUFFOLO, *Le clausole vessatorie, abusive, inique e la ricodificazione negli artt. 1469 bis-1469 sexies*, in *Le clausole abusive. Gli artt. 1469 bis-1469 sexies e i contratti col consumatore*, a cura di Ugo Ruffolo, Milano, Giuffrè, 1997, p. 14 ss.; P. STANZIONE, *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, in *La tutela del consumatore tra liberismo e solidarismo*, a cura di P. Stanzone, Napoli, Esi, 1999, p. 11 ss.; S. RODOTÀ, *Persona consumatore*, *ivi*, p. 19 ss.; V. ROPPO, *Protezione del consumatore e teoria delle classi*, in *Pol. dir.*, 1975, p. 701 ss.

zione, sulla base della loro «qualità ed esperienza professionale»: clientela al dettaglio, clientela professionale e clientela qualificata. Si tratta di una partizione introdotta dalla più volte richiamata Direttiva MIFID (*Market in Financial Instruments Directive*) per la quale gli investitori non sono tutti uguali ma devono essere distinti in classi in cui si articolano diversi livelli di protezione e regole di condotta a cui devono attenersi gli intermediari.

Prima del recepimento della direttiva MIFID i clienti venivano suddivisi in due categorie: clienti retail e operatori qualificati, nei cui confronti non si aveva l'applicazione delle norme relative all'offerta fuori sede, ossia il diritto di recesso, e la presenza dei promotori finanziari. In base già alla MIFID I (Direttiva 39/2004/CEE), art. 24: «Gli Stati membri riconoscono come controparti qualificate, ai fini del presente articolo, le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, le imprese che non rientrano nell'ambito di applicazione della presente direttiva a norma dell'articolo 2, paragrafo 1, lettere k) e l), i governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali. La classificazione come controparte qualificata – di cui al primo comma non pregiudica il diritto del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola negoziazione di essere trattato come un cliente i cui rapporti con l'impresa di investimento sono soggetti agli articoli 19, 21 e 22.3. Gli Stati membri possono altresì riconoscere come controparti qualificate altre imprese che soddisfano requisiti adeguati determinati in precedenza, comprese soglie quantitative. Nel caso di un'operazione per la quale la potenziale controparte rientra in un'altra giurisdizione, l'impresa di investimento tiene conto dello status di tale altra impresa, come stabilito dalla legislazione o dalle misure dello Stato membro nel quale l'impresa è stabilita. Gli Stati membri assicurano che l'impresa di investimento che conclude operazioni a norma del paragrafo 1 con siffatte imprese ottenga dalla sua eventuale controparte la conferma esplicita che quest'ultima accetta di essere trattata come controparte qualificata. Gli Stati membri autorizzano l'impresa di investimento ad ottenere tale conferma sotto forma di accordo generale o in relazione

alle singole operazioni»¹⁶. In base all'art. 2, 11 «cliente professionale» è «cliente che soddisfa i criteri stabiliti nell'allegato II», in particolare dovrà trattarsi di un cliente che «possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume».

In ambito assicurativo, oggetto di attenzione da parte del legislatore è l'assicurato, beneficiario o contraente non professionale (il contraente potrebbe essere anche una Banca in caso di polizze collettive destinate alla adesione dei correntisti, ad esempio)¹⁷. Il contraente sarà la controparte dell'impresa di assicurazione e il soggetto che entrerà in contatto con l'intermediario assicurativo nella distribuzione dei prodotti. Talvolta come detto il contraente sarà il distributore stipulando contratti di assicurazione nella forma contratto per conto *ex art.* 1891 tanto che specifiche regole di condotta sono introdotte a favore degli aderenti alla polizza stipulata nella forma per conto¹⁸. L'assicurato

¹⁶ L'art. 6, comma 2 *quater*, lett. d) del TUF prevede che «le norme di condotta che non si applicano ai rapporti fra soggetti abilitati che prestano i servizi di cui all'articolo 1, comma 5, lettere a), b) ed e), e controparti qualificate, intendendosi per tali:

1) le Sim, le imprese di investimento UE, le banche, le imprese di assicurazione, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del Testo Unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico»;

2) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2014/65/UE e alle relative misure di esecuzione.

¹⁷ Ricordiamo che nei contratti di assicurazione si distingue un contraente, intendendosi la controparte dell'impresa di assicurazione, un beneficiario, intendendosi il titolare del credito assicurativo, l'assicurato, intendendosi il titolare dell'interesse all'assicurazione. Queste tre posizioni possono coesistere in un'unica persona o in persone distinte.

¹⁸ All'art. 66 del regolamento IVASS 40/2018 si prevede infatti che «Nei contratti in forma collettiva in cui gli aderenti sostengono in tutto o in parte, direttamente o indirettamente, l'onere del pagamento dei premi, le disposizioni degli articoli 55, 56, comma 3, lettera b), 57, 58, 60 e 61 si applicano nei confronti degli aderenti, oltre che del contraente. Gli obblighi di cui al presente comma sono adempiuti dal distributore, anche attraverso la collaborazione del contraente, fermo il dovere di vigilanza sull'operato di quest'ultimo di cui è responsabile. La consegna agli

è il portatore del rischio e il beneficiario è il titolare del credito assicurativo.

La classificazione è di interesse rispetto ai contratti di assicurazione sulla vita e in particolare quelli assicurativo finanziari che rappresentano uno strumento di investimento. Qui sarà possibile avere un soggetto contraente che assicura la propria vita o la vita di un altro nella forma della assicurazione sulla vita altrui individuando un beneficiario destinatario del capitale o della rendita. La posizione di contraente, quella di assicurato e quella di beneficiario potranno quindi essere ricoperte da tre persone diverse.

All'interno della categoria di investitori privati «famiglie» rientrano quindi una serie di soggetti diversi dalle imprese. La partizione «famiglie» – imprese non è legata al regime di tutele ma piuttosto alle differenti politiche di investimento di tali soggetti. Questa ultima distinzione come quella tra investitori istituzionali e investitori privati vuole avere, ai fini della presente trattazione, una funzione descrittiva piuttosto che ordinamentale.

2. *Investimenti, «tipicità» e «Governo del Prodotto»*

Quando si parla di contratti in funzione di investimento occorre anche pensare a come è declinato il principio di autonomia privata nel mercato finanziario.

I «contratti di investimento» possono rappresentare una categoria generale per come il principio di autonomia privata si declina in questo ambito¹⁹. Si è in particolare detto che il TUF avrebbe introdotto

aderenti della documentazione precontrattuale e contrattuale è effettuata con le modalità scelte dal contraente ai sensi dell'articolo 120-*quater* del Codice.

2. Con riferimento ai contratti in forma collettiva che prevedono un'assicurazione accessoria ad un prodotto o servizio e l'importo dei premi complessivamente dovuti per la copertura, indipendentemente dalle modalità di rateazione, non sia superiore a 100 euro, il distributore consegna anche all'aderente, con le modalità di cui al comma 1, la documentazione di cui all'articolo 185, commi 1 e 2, del Codice e relative disposizioni di attuazione.

3. Nei contratti in forma collettiva, gli assicurati che non sostengono, neppure in parte, l'onere del pagamento del premio, ricevono l'informativa contrattuale con le modalità di cui all'articolo 9, comma 3, lettere b) e c), del Regolamento IVASS in materia di informativa, pubblicità e realizzazione dei prodotti assicurativi».

¹⁹ Si vedano in particolare le riflessioni di A. TUCCI, *Tipicità dei contratti di in-*

un tipo di contratto articolato in sottotipi aventi ad oggetto i diversi servizi di investimento²⁰. La dottrina ha piuttosto evidenziato come la locuzione “contratto di investimento” trovi un riconoscimento negli obblighi di condotta e nella riserva di attività riconosciuta ai soggetti qualificati che svolgono attività di intermediazione *ex art. 18 TUF*. Si osserva in particolare come «il diritto del mercato finanziario interviene sull'autonomia privata a livello formale anche mediante la previsione di “requisiti di forma-contenuto” e, sul piano sostanziale, mediante la predeterminazione di un modello di condotta di una delle parti del rapporto (l'intermediario), a tutela dell'altra parte (il cliente) e, si noti, per la realizzazione di un determinato assetto di interessi, sintetizzato nella locuzione “servire al meglio l'interesse dei clienti” (art. 21, comma 1 lett. a)»²¹.

L'autonomia privata nella costruzione della relazione contrattuale trova quindi una compressione dettata da ragioni di tutela dei clienti e del mercato²².

In caso di investimenti assicurativi, come è nel caso delle polizze vita di ramo I²³, polizze di ramo III (polizze unit e index linked) e contratti di capitalizzazione, i limiti all'autonomia sono quelli tipici della produzione assicurativa.

Ai fini di vigilanza sulla corretta costituzione delle riserve, la produzione assicurativa è limitata ai rami di cui all'art. 2 CAP.

La nozione di ramo, richiamata anche all'art. 14 CAP con riferimento al sistema di autorizzazione all'esercizio di attività assicurativa, acquista così centralità nella definizione della produzione assicurativa stessa.

Il ramo, secondo la definizione accolta dal legislatore all'art. 1,

vestimento e disciplina codicistica, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 81 ss. V. *supra* cap. I par. 4.

²⁰ In tal senso V. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 261 ss.

²¹ Così A. TUCCI, *op. ult. cit.*, p. 84.

²² Cfr. E. GABRIELLI e R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MIFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, Utet, 2011, pp. 40-41.

²³ Anche le polizze vita caso morte e caso sopravvivenza hanno da sempre avuto una finalità di investimento accanto ad una più marcata finalità previdenziale. Cfr. C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione. Assicurazioni sulla vita*, vol. III, cit., pp. 40-42.

comma 1, lett. tt), è un «insieme omogeneo di rischi od operazioni che descrive l'attività che l'impresa può esercitare al rilascio dell'autorizzazione».

Nella nozione di ramo si comprendono allora anche le operazioni e non solo i trasferimenti di rischio. Così all'interno del ramo vita sono incluse, oltre ai contratti di assicurazione sulla durata della vita umana, di nuzialità e natalità, alle polizze unit linked e index linked, alle assicurazioni malattia e contro il rischio di non autosufficienza, anche le operazioni di capitalizzazione e le operazioni di gestione di fondi collettivi (art. 2, comma 1 cod. ass.), che non sono contratti di assicurazione in quanto non prevedono la copertura di un rischio a fronte del pagamento del premio, ma solo operazioni di tipo gestionale.

Quando si parla di rami e di attività assicurativa, non ci si riferisce quindi sempre e solo alla immissione nel mercato di prodotti che sono contratti di assicurazione.

Per quanto, specularmente alla distinzione tra assicurazioni contro il rischio danni e assicurazioni sulla vita, si parli di rami danni e rami vita (art. 2 CAP), il concetto di ramo e di rischio non coincidono. Si possono, infatti, avere all'interno dei rami assicurativi, attività che non importano l'assunzione di un rischio.

Sebbene la classificazione in rami non corrisponda, per le ragioni sopradette, ad operazioni di qualificazione e di tipizzazione contrattuale, non vi è dubbio che tale classificazione limiti la autonomia privata nella costruzione di contenuti di contratti stipulati da un'impresa di assicurazione e rientranti nell'attività assicurativa autorizzata.

Con riferimento agli investimenti assicurativi noti sono i momenti di intersezione con i prodotti finanziari evidenziati anche nella normativa di settore²⁴.

Le polizze di ramo I mantengono ancora integralmente il rischio del risparmio a carico dell'assicuratore e non assicurano pertanto una redditività competitiva rispetto agli altri strumenti finanziari presenti sul mercato, in cui il rischio del risparmio è a carico dell'investitore.

Più competitive rispetto agli strumenti finanziari sono le polizze che ancorano la variabilità delle prestazioni di assicurato e assicuratore non ad un tasso fisso, ma al reddito di una gestione di valori mobiliari non inferiore alla riserva matematica (c.d. polizze rivaluta-

²⁴ V. *infra* nota 28.

bili), oppure ad un fondo di investimento o ad un indice (c.d. polizze variabili)²⁵.

Una finanziarizzazione dei prodotti del ramo vita si ha con i prodotti del ramo III ovvero le polizze vita linked.

Si parla di polizze index linked con riferimento ai contratti in cui la prestazione dell'impresa è collegata al valore di un indice azionario di borsa o di un altro valore di riferimento suscettibile di oscillazioni.

Si parla, invece, di polizze unit linked con riferimento ai contratti in cui la prestazione dell'impresa è collegata al valore di attivi di fondi interni o di quote di fondi comuni di investimento.

In entrambi questi ultimi casi il rischio di risparmio è parzialmente, o addirittura totalmente, a carico dell'assicurato²⁶.

Come detto nel mercato assicurativo si contano anche prodotti, che, per quanto inseriti nel ramo vita, non costituiscono contratti di assicurazione. Così è per le operazioni di capitalizzazione. Si tratta di operazioni mediante le quali l'assicuratore si impegna a versare all'assicurato il capitale che risulterà ad una data scadenza e che sarà costituito dal capitale stesso maggiorato degli interessi ad un certo tasso garantito²⁷.

²⁵ Sull'evoluzione dei prodotti assicurativi nel mercato finanziario si veda G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked*, in *Assicurazioni*, 2000, I, p. 223 ss.; G. ALPA, *I prodotti assicurativi finanziari*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, Giuffrè, 2006, p. 77 ss.; M. IRRERA, *L'assicurazione sulla vita*, in *L'assicurazione, l'impresa e il contratto*, a cura di Cagnasso, Cottino e Irrera, X, Padova, Cedam, 2001, p. 256 ss.; P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione*, *ivi*, p. 344 ss.; ID., *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, loc. cit., il quale sottolinea la funzione essenzialmente previdenziale dei contratti di assicurazione sulla vita cui sarebbe riferibile la disciplina codicistica; M. IRRERA, *L'assicurazione sulla vita*, in *L'assicurazione, l'impresa e il contratto*, a cura di Cagnasso, Cottino e Irrera, X, cit., p. 256 ss. Sul problema della qualificazione delle polizze linked si veda D. STCLARI, *Bancassurance e contrattualistica di settore*, in *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 437. Si veda anche P. GIUDICI, *I contratti per la consulenza e gestione di portafogli*, cap. VII, vol. IV, *Mercati regolati*, in *Trattato dei contratti* diretto da Roppo, cit., pp. 1102-1104 il quale sottolinea la differenza tra il contratto di gestione portafogli e i contratti assicurativi linked.

²⁶ Così, G. VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, il Mulino, 1991, p. 46 ss. v. *infra* par. 3

²⁷ Tra i primi autori che si sono pronunciati sul punto si veda VOLPE PUTZOLU, *Profili del contratto di capitalizzazione*, in *Diritto della Banca e del mercato finanziario*, 1990, pp. 158-179 e in particolare p. 171.

Lo sconfinamento dei contratti di assicurazione sulla vita di ramo III nella funzione di investimento ha portato il legislatore ad inquadrarli, ai fini dell'individuazione della disciplina della loro commercializzazione, all'interno dei prodotti finanziari. Da qui la rilevanza in ambito di prodotti assicurativi finanziari della disciplina del TUF con riguardo alla formazione del contratto e all'informativa precontrattuale²⁸.

In una logica di autoregolamentazione il legislatore comunitario ha poi introdotto un sistema di governo del prodotto improntato ad una logica di gestione dell'autonomia privata in funzione degli interessi del mercato di riferimento²⁹.

Il concetto di «*Product Governance*» risulta disegnato nella direttiva MIFID II nel considerando 71 «Gli Stati membri dovrebbero provvedere affinché le imprese di investimento agiscano nel migliore interesse dei clienti e siano in grado di rispettare gli obblighi stabiliti dalla presente direttiva. Le imprese di investimento dovrebbero conseguentemente comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati nonché istituire e riesaminare politiche e disposizioni efficaci per identificare la categoria di cliente alla quale fornire i prodotti e i servizi. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti

²⁸ Anche in tale ambito trova applicazione l'art. 21 TUF secondo quanto stabilito all'art. 25 *bis* in base al quale: «gli articoli 21 e 23 si applicano alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche nonché, in quanto compatibili, da imprese di assicurazione».

L'art. 1, lett. *w bis*) del d.lg. 58/1998 introdotto dall'art. 3 d.lg. 29 dicembre 2006, n. 3 chiarisce, infatti, che per prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione si intendono le polizze e le operazioni dei rami vita III e V di cui all'art. 2 codice delle assicurazioni, con esclusione delle forme pensionistiche individuali. Ci si riferisce quindi: i) alle assicurazioni sulla durata della vita umana e le assicurazioni di nuzialità e di natalità le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento oppure ii) alle operazioni di capitalizzazione.

²⁹ Si veda sul punto la monografia in corso di pubblicazione di G. BERTI DE MARINIS, *Conformazione imperativa dei contratti nei mercati regolamentati. disciplina del mercato e tutela del risparmio*, Napoli, Esi, s.d.

al mercato di riferimento individuato e riesamino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a realizzare dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto che offrono o raccomandano. Tale obbligo dovrebbe applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che le imprese di investimento dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali.

Al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, le imprese di investimento che offrono o raccomandano il prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di *governance* dei prodotti di cui alla presente direttiva o da imprese di paesi terzi dovrebbero anch'esse disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sugli strumenti finanziari in questione».

La tutela dell'investitore non è limitata all'imposizione di una regolamentazione del rapporto intermediario – investitore, ma viene portata all'interno dell'assetto organizzativo dell'intermediario imponendo a questi una serie di vincoli volti ad assicurare che la tutela dell'investitore divenga parte del modello di *compliance* dell'intermediario stesso.

Parlare di tutela dell'investitore in termini di Governo dei Prodotti impone all'intermediario, lungo tutta la catena del valore del prodotto finanziario dalla sua creazione alla sua distribuzione, di considerare la centralità dell'interesse del potenziale cliente-investitore.

Il governo del prodotto è stato introdotto nel TUF nell'art. 21, comma 2 *bis*, inserito dall'art. 2 del d.lgs. n. 129 del 3.8.2017, ove si legge che «Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inol-

tre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target».

Il 5 febbraio 2018 l'ESMA (*European Securities and Market Authority*), autorità europea dei mercati finanziari, ha pubblicato le «*Guidelines on MIFID II product governance requirements*»³⁰, adottate dall'autorità il 2 giugno 2017 ai sensi dell'articolo 16 del regolamento 1095/2010/Eu (c.d. «regolamento ESMA»).

Quanto alla individuazione del mercato di riferimento potenziale ESMA richiede ai produttori di non fare riferimento unicamente a criteri quantitativi, elaborati attraverso un'automazione dei processi, ma adottare valutazioni qualitative sufficienti. In particolare, i servizi per il mercato di massa possono richiedere un'automazione dei processi e l'automazione si basa solitamente su formule o su metodologie algoritmiche che elaborano criteri quantitativi per i prodotti e per i clienti. L'individuazione del relativo mercato di riferimento può basarsi, tra l'altro, sulle proprie conoscenze teoriche e sull'esperienza da essi maturata in merito al prodotto. ESMA individua cinque categorie di criteri al fine di individuare il mercato di riferimento:

(a) Tipologia di clienti a cui è rivolto il prodotto tenuto conto della classificazione di cui alla MIFID II di «clienti al dettaglio», «clienti professionali» e/o «controparti qualificate».

(b) Conoscenze ed esperienza che i clienti di riferimento dovrebbero avere in merito a elementi quali: la tipologia di prodotto perti-

³⁰ Siamo al di fuori della norma cogente. Siamo in presenza di quella normativa «soffice» o forse è il caso di dire liquida. Maria Rosaria Ferrarese (M.R. FERRARESE, *Soft law: funzioni e definizioni*, in *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, in *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, cit., p. 71 ss.) nel definire i caratteri della soft law affermava che essa si identifica:

- nella rinuncia alla forza cogente della legge;
- nella «capacità di produrre effetti pratici»;
- nel passaggio dalla forma alla sostanza. Gli effetti sono prodotti non in ragione di una rispondenza alla forma predicata dalle fonti istituzionali ma in ragione del risultato;
- nel passaggio dallo Stato alla *Governance* propria della globalizzazione, di un diritto, transnazionale e sovranazionale .

Ma allora si tratta di un atto, come indicato, che è indirizzato seppur privo di cogenza e che dovrebbe aprire ad un dialogo volto a far emergere, prima della trasposizione della direttiva in norma nazionale, i problemi e le necessità legale al tessuto nazionale del mercato.

nente, le caratteristiche del prodotto e/o le conoscenze in aree tematiche correlate che aiutino a comprendere il prodotto.

(c) Situazione finanziaria con attenzione rivolta alla capacità di sostenere le perdite

(d) Tolleranza al rischio e compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento in relazione ai rischi di investimento.

(e) Esigenze e obiettivi dei clienti, ivi compresi gli obiettivi finanziari più ampi dei clienti di riferimento o la strategia generale da essi seguita al momento di investire.

L'individuazione del mercato di riferimento potenziale dovrebbe essere effettuata in misura adeguata e proporzionata, tenendo in considerazione la natura del prodotto di investimento. Ciò significa che l'individuazione del mercato di riferimento dovrebbe prendere in considerazione le caratteristiche del prodotto tra cui la complessità (compresa la struttura dei costi e degli oneri), il profilo di rischio/rendimento o la liquidità, oppure il carattere innovativo.

Ne segue che, per i prodotti più complessi il mercato di riferimento dovrebbe essere individuato con maggiore cura.

L'idea di governo del prodotto è poi penetrata nel settore assicurativo.

L'articolo 25 della direttiva IDD - DIRETTIVA (UE) 2016/97 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa – prevede infatti che sia le imprese sia gli intermediari adottino e gestiscano specifiche procedure volte alla preventiva approvazione e definizione dei contenuti dei prodotti così come di ogni modifica significativa prima della commercializzazione. Tali procedure dovranno includere: analisi del mercato di riferimento e della strategia di distribuzione; adozione di misure di verifica; adozione di criteri di revisione periodica, tanto dei prodotti che della procedura stessa, per garantire la costante adeguatezza del prodotto alle esigenze del mercato.

Ad aprile 2016 EIOPA, una delle tre autorità responsabili del coordinamento della vigilanza dei mercati finanziari a livello Europeo, ha pubblicato (prima dell'intervento di ESMA) un documento indirizzato alle autorità di controllo nazionali che mira a dare indicazioni su come procedere nel periodo transitorio tra l'emanazione e la trasposizione nella legge nazionale della diretta IDD EU 2016/97 del 20 gennaio 2016. «Gli orientamenti preparatori» si legge al punto 1.1.

delle linee guida «sono stati emanati al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci con riguardo alle disposizioni in materia di governo e controllo del prodotto». L'art. 25 di IDD, in relazione al quale sono state emanate le linee guida, focalizza l'attenzione su quella che è stata definita la «*Governance* del prodotto».

Prevede la norma in esame, la cui applicazione è esclusa solo per le polizze grandi rischi che: «Le imprese assicurative, così come gli intermediari che realizzano prodotti assicurativi da offrire in vendita ai clienti, adottano, gestiscono e controllano un processo di approvazione per ciascun prodotto assicurativo o per ogni modifica significativa di un prodotto assicurativo esistente, prima che sia commercializzato o distribuito ai clienti».

Il processo di approvazione dev'essere proporzionato e adeguato alla natura del prodotto assicurativo precisando per ciascun prodotto un mercato di riferimento individuato, garantendo che tutti i rischi specificamente attinenti a tale mercato di riferimento siano stati analizzati e che la strategia di distribuzione prevista sia coerente con il mercato di riferimento stesso. Si pensi alla individuazione dei casi in cui può essere ritenuta necessaria una vendita con raccomandazione personalizzata³¹. Si prevede altresì l'adozione di misure ragionevoli per assicurare che il prodotto assicurativo sia distribuito al mercato di riferimento individuato.

L'impresa assicurativa riesamina regolarmente i prodotti che offre o commercializza in modo da valutare se il prodotto rimanga coerente con le esigenze del mercato di riferimento e se la prevista strategia distributiva continui a essere adeguata.

Le imprese assicurative, così come gli intermediari che realizzano prodotti assicurativi, mettono a disposizione dei distributori tutte le informazioni necessarie sul prodotto assicurativo e sul processo di approvazione dello stesso, compreso il mercato di riferimento individuato.

I distributori di prodotti assicurativi, che forniscono consulenza in merito a prodotti assicurativi non realizzati in proprio o che li

³¹ In base all'art. 20 IDD se, su richiesta del cliente o su iniziativa del distributore, «viene offerta una consulenza prima della stipula di qualsiasi contratto specifico, il distributore di prodotti assicurativi fornisce al cliente una raccomandazione personalizzata contenente i motivi per cui un particolare prodotto sarebbe più indicato a soddisfare le richieste e le esigenze del cliente».

propongono, adottano opportune disposizioni per ottenere le suddette informazioni e per comprendere le caratteristiche e il mercato di riferimento individuato di ciascun prodotto assicurativo.

Il concetto di *Product Governance* viene, come detto, introdotto dalla MIFID II e può dirsi costituito anche nel settore assicurativo da quell'insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori.

Questa dinamica propria dei prodotti finanziari finisce con IDD per riproporsi anche per gli intermediari (o forse è meglio dire i «distributori») assicurativi nel momento in cui si parla di obbligo di adeguatezza e attuazione del «best interest of the customer». La *governance* del prodotto che, nel mercato assicurativo era più propriamente a carico dell'assicuratore, si sposta a carico dell'intermediario, imponendo alle imprese, però, nuovi obblighi di *governance* nella gestione dei loro rapporti con i mandatari secondo nuove sinergie tra imprese e intermediari, con un chiaro indirizzo di *customer care*; il che porta a riflettere sugli stessi confini della responsabilità e corresponsabilità delle imprese di assicurazione rispetto ad atti o fatti dei propri mandatari.

Il concetto di «migliore interesse dei clienti» in ambito assicurativo dovrà essere calato all'interno dell'equilibrio delle posizioni di cui si compone l'economia del contratto³², che in specie per le coperture contro i danni, ma anche nelle coperture sulla vita, vedono non solo il rapporto tra rischio e premio ma anche l'insieme delle condizioni. Tra queste, per le assicurazioni sulla vita, che rappresentano tipici prodotti di investimento³³, si comprendono le condizioni

³² S. PIMONT, *L'économie du contrat*, Aix En Provence, Duchemin, 2004, p. 25, il quale sottolinea, attraverso un'attenta indagine giurisprudenziale, «une tendance utilitaire et pragmatique qui, prenant en compte la réalité de l'opération économique formant le substrat de la convention, protège les intérêts très concrets attendus par les parties».

In particolare la Corte di Cassazione francese con sentenza 3 gennaio 1996, in *RT Civ.*, 1997, p. 901 ha identificato la legge che lega le parti con l'economia del contratto, inoltre con la sentenza 6 luglio 1996, *ivi*, 1996, p. 901 ha affermato che «l'esecuzione del contratto deve essere conforme all'economia voluta dalle parti» ispirandosi all'idea di causa di H. CAPITANT, *La causa des obligations*, Paris, Dalloz, 1923, p. 31.

³³ Questa affermazione vale sia per il ramo I sia per il ramo III che include i prodotti assicurativi-finanziari. Anche per le assicurazioni sulla vita umana C. VI-

di riscatto e riduzione della polizza, le condizioni di assicurabilità, eventuali periodi di carenza iniziali in cui la copertura non opera, *etc.*

In una logica di avvicinamento dei prodotti assicurativi ai prodotti finanziari, diviene importante rileggere le disposizioni contenute in IDD tenuto conto del testo della MIFID II. Dal già citato considerando 71 della MIFID II si evincono principi generali in termini di *product governance*: viene espressamente stabilito che l'intermediario deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti alla quale fornire i prodotti e i servizi; inoltre, al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, l'intermediario, quando offre o raccomanda ai clienti strumenti finanziari che non ha proceduto a realizzare, deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto.

Inoltre ESMA individua una chiara connessione tra il processo di approvazione dei prodotti e la disciplina del conflitto di interessi nella distribuzione, facendo un espresso riferimento alla disciplina sulla remunerazione.

In particolare, dovrà essere condotta un'analisi dei potenziali conflitti di interesse che si possono generare tra le posizioni assunte dal cliente e quelle dell'impresa, nonché tra quelle del cliente e quelle dell'intermediario che agisce per conto dell'impresa.

Da qui anche il legame tra IDD e Solvency II, come espressamente previsto nelle linee guida al punto 1.8:

«Le disposizioni in materia di governo e controllo del prodotto dovrebbero essere principalmente considerate quale attuazione dell'obiettivo principale della vigilanza assicurativa, ovvero la tutela dei contraenti e dei beneficiari, come indicato nella direttiva solvibilità II».

VANTE, *Il contratto di assicurazione. Assicurazioni sulla vita*, vol. III, cit, pp. 40-42 osservava che «il premio, o la quota pagata, costituisce sempre un deposito, che l'assicurato fa allo scopo di veder colmati i singoli versamenti non solo ma altresì per ottenerli accresciuti mediante un impiego fruttifero dei medesimi [...]. Epperò l'assicurazione in discorso riposa sopra una duplice base fondamentale: a) sulla probabilità della durata della vita dell'uomo o delle disgrazie accidentali di cui può esser colpito; b) sulla combinazione delle leggi statistiche della mortalità, ecc. coll'aumento progressivo delle somme versate mediante lo accumularsi degli interessi composti».

Le linee Guida essenzialmente definiscono i contenuti di «governo dei prodotti» e «controllo dei prodotti» distinguendo le regole previste per l'impresa produttrice da quelle che riguardano il distributore.

Il produttore *dovrebbe* elaborare e attuare disposizioni in materia di governo e controllo del prodotto, secondo il principio di proporzionalità riferito alla complessità del prodotto, che prevedano misure e procedure adeguate intese a concepire, controllare, rivedere e distribuire prodotti per i clienti nonché adottare provvedimenti per quei prodotti suscettibili di pregiudicare i clienti.

EIOPA non detta regole ma segna obiettivi dicendo che le norme adottate «*dovrebbero* essere volte a prevenire e ridurre i pregiudizi ai clienti, favorire un'adeguata gestione dei conflitti di interesse nonché garantire che si tenga debitamente conto degli obiettivi, degli interessi e delle caratteristiche dei clienti».

Nel governo e controllo il produttore *dovrebbe* «ideare e immettere sul mercato unicamente quei prodotti aventi specificità, attraverso canali di distribuzione individuati corrispondenti agli interessi, agli obiettivi e alle caratteristiche del mercato di riferimento», considerato «il livello di informazioni disponibili nel mercato di riferimento nonché il grado di capacità finanziaria e alfabetizzazione del mercato di riferimento».

Quanto all'attività di controllo il Produttore dovrebbe, in caso di prodotto nuovo o di mutamenti del mercato rispetto ad un prodotto esistente, attraverso «analisi di scenario» e verifiche, valutare se il prodotto rispetta gli obiettivi previsti per il mercato di riferimento. Dovrebbe poi esserci un controllo continuo sulla rispondenza dei prodotti immessi rispetto agli «interessi, agli obiettivi e alle caratteristiche del mercato di riferimento» prevedendo misure correttive in caso si riscontrino «circostanze riguardanti il prodotto che comportino il rischio di arrecare pregiudizio al cliente». Da qui il collegamento con i distributori:

1. Il produttore dovrebbe scegliere canali di distribuzione adeguati tenuto conto del mercato di riferimento e delle caratteristiche del prodotto.

2. Il produttore dovrebbe selezionare i distributori in modo accurato.

3. Il produttore dovrebbe fornire ai distributori informazioni aggiornate e adeguate nel senso che *dovrebbe* consentire ai distributori di:

- comprendere e posizionare correttamente il prodotto sul mercato di riferimento;
- individuare il mercato di riferimento per il quale è stato ideato il prodotto nonché il target di clienti.
- controllare che i canali di distribuzione operino in conformità con gli obiettivi delle disposizioni che si è dato il produttore in materia di governo e controllo del prodotto.

Per il distributore le linee guida prevedono la opportunità di elaborare e attuare disposizioni sulla distribuzione dei prodotti:

- con adeguate misure e procedure per valutare la gamma di prodotti e servizi;
- rivedendo le disposizioni sulla distribuzione dei prodotti proporzionate al livello di complessità dei prodotti;
- ottenendo dal produttore o dai produttori tutte le informazioni necessarie sul prodotto o sui prodotti;
- riferendo al produttore informazioni relative alla rispondenza del prodotto rispetto agli interessi del mercato di riferimento.

Anche su questo fronte più che regole si prevedono fini. La disciplina della distribuzione dovrebbe «prevenire e ridurre i pregiudizi ai clienti, favorire un'adeguata gestione dei conflitti di interesse e garantire che si tenga debitamente conto degli obiettivi, degli interessi e delle caratteristiche dei clienti».

Nel cercare di spiegare il senso costruttivo di queste indicazioni di EIOPA occorre forse meditare su una frase di Pastore sulla *soft law* per il quale essa «è parte del processo di normativizzazione ed è fonte del diritto in quanto idonea a produrre effetti giuridici ovvero a dettare regole idonee a risolvere i casi. Il diritto appare come un tessuto, una rete di interrelazione, dove regolazioni morbide, fluide ed elastiche convivono con discipline pienamente obbligatorie»³⁴.

La limitazione all'autonomia privata e la costruzione di un sistema di gestione della stessa improntata ad un obiettivo di raggiungimento degli interessi della clientela attraverso un sistema di autogestione ordinato secondo criteri non rigidi, non ha però permesso uno sviluppo della innovazione nella produzione finanziaria, nei limiti in cui l'esercizio dell'autonomia privata è consentito in tale ambito, ma ha in genere spinto gli operatori ad evitarla per non dover incorrere in

³⁴ B. PASTORE, *Il soft law nella teoria delle fonti*, in *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, cit., p. 117 ss.

complesse procedure o nel rischio di commettere violazione della normativa di settore.

La innovazione, nel settore dell'investimento dei privati, si è piuttosto prodotta su un diverso versante. Il legislatore europeo e italiano, per veicolare il risparmio, sia privato sia istituzionale, verso le piccole e medie imprese, nella logica già menzionata di una collaborazione pubblico-privato, ha dato vita a strumenti finanziari destinati a supportare le piccole e medie imprese. Con riferimento all'investimento privato ricordiamo i PIR (piani individuali di risparmio). I PIR hanno ad oggetto strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ETF ecc.) e prevedono un regime di esenzione fiscale se vengono rispettate le norme sui sottostanti e se lo strumento viene detenuto per almeno 5 anni. Si parla al riguardo, piuttosto che di fondi chiusi di «contenitori fiscali». I PIR e gli ELTIF³⁵, a differenza di altri strumenti di finanza innovativa, sono indirizzati anche all'investimento privato. Rappresentano indubbiamente una risposta allo scollamento tra risparmio e investimento di lungo periodo, ma se non guidati con chiarezza e tempestività dalle normative di esecuzione rischiano di mancare di operatività.

3. *Incertezze negli investimenti di lungo periodo*

Come detto l'investimento di lungo periodo richiede capacità di pianificazione la quale può essere minata dall'incompletezza delle informazioni determinata anche dalle possibili sopravvenienze economiche, sociali e ambientali.

L'incompletezza può essere anche fondata sull'incertezza del diritto ovvero sull'incertezza nella produzione del diritto sia in termini di normazione sia in termini di interpretazione creativa. Il riferimento è non solo ai mutevoli interventi sul piano fiscale, sicuramente incidenti sulle politiche di investimento, ma anche alla possibilità che interpretazioni future delle norme possano incidere sulle pianificazioni passate e sulle scelte compiute dagli investitori.

Un esempio lo si può individuare nel caso delle interpretazioni che si sono date in termini di qualificazione delle polizze linked ai

³⁵ V. *supra* cap. I par. 7.

fini della applicazione di disposizioni previste per i contratti di assicurazione sulla vita.

L'assicurazione vita rappresenta, anche grazie alla previsione di cui all'art. 1923 c.c., uno strumento privilegiato di investimento del patrimonio e di pianificazione del passaggio generazionale.

La norma prevede infatti che «Le somme dovute dall'assicuratore al contraente o al beneficiario non possono essere sottoposte ad azione esecutiva o cautelare.

Sono salve, rispetto ai premi pagati, le disposizioni relative alla revocazione degli atti compiuti in pregiudizio dei creditori e quelle relative alla collazione, all'imputazione e alla riduzione delle donazioni».

In tal modo si tenta di bilanciare i diritti dei beneficiari, da un lato, e quelli di eredi necessari e creditori del contraente, dall'altro, che possano vedere una lesione delle proprie pretese attraverso il depauperamento del patrimonio del loro dante causa col pagamento dei premi.

La norma apre comunque a questioni interpretative con particolare riferimento all'applicazione dell'art. 1923 c.c. in caso di fallimento del contraente che potrebbe essere anche un soggetto cui si applica la disciplina fallimentare³⁶. Non solo le persone fisiche, ma anche quelle giuridiche possono, infatti, stipulare polizze vita a favore assicurando la vita di una persona fisica secondo la formula dell'assicurazione sulla vita del terzo di cui all'art. 1920 c.c.

Ci si interroga anche circa l'applicabilità dell'art. 1923 alle polizze linked laddove la assenza o la ridotta presenza del rischio demografico volga la funzione in concreto del contratto verso investimenti speculativi piuttosto che verso investimenti previdenziali³⁷.

³⁶ Si veda Cass., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Assicurazioni*, 2009, pp. 341-345. Si precisa sin da ora che le misure cautelari cui la norma si riferisce sono quelle civili e non i sequestri penali. «Il sequestro preventivo può avere ad oggetto una polizza assicurativa sulla vita, dal momento che il divieto di sottoposizione ad azione esecutiva e cautelare stabilito dall'art. 1923 c.c. attiene esclusivamente alla definizione della garanzia patrimoniale a fronte della responsabilità civile e non riguarda la disciplina della responsabilità penale, nel cui esclusivo ambito ricade il sequestro preventivo. Così Cass. pen., 10 novembre 2016, n. 11945, in *Giust. civ. Mass.*, 2016; Cass. pen., 10 novembre 2011, n. 12838, *ivi*, 2011; Cass. pen., 17 aprile 2007, n. 16658, *ivi*, 2007. In altri casi i giudici hanno negato l'applicazione dell'art. 1923 per la natura finanziaria della polizza Cass. pen., 12 settembre 2017, n. 47012, in *ivi*, 2017; Cass. pen., 30 marzo 2016, n. 16750, *ivi*, 2016.

³⁷ A. CANDIAN, *La corte di legittimità e la qualificazione delle polizze vita (Nota*

La Cassazione si è occupata in tempi diversi e per questioni diverse della qualificazione di tali contratti.

Nel 2012 i giudici di legittimità si sono posti il problema della applicabilità delle regole di condotta del d.lgs. 58/1998 (Testo unico del mercato finanziario da ora in poi TUF) a polizze linked stipulate prima della riforma del 2006 con cui sono state estese alcune disposizioni del TUF a tali contratti³⁸.

Nella sentenza 10333 del 2018³⁹ la Cassazione ha affrontato il di-

a Cass., ord. 30 aprile 2018, n. 10333), in *Foro it.*, 2018, c. 3179; P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, cit., pp. 128-129; ID., *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'ISVAP*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, p. 94; E. PIRAS, *Polizze «index linked» collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, II, p. 76 ss.; A. CAMEDDA, *La tutela precontrattuale dei sottoscrittori di polizze linked stipulate prima delle riforme del T.u.f.*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 451; V. SANGIOVANNI, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2013, p. 773 ss.

³⁸ Cass., 18 aprile 2012, n. 6061, in *Foro it.*, 2013, 2, I, c. 631 ss. e Cass., 24 aprile 2015, n. 8412, in *Resp. civ. prev.*, 2015, 3, p. 970 ss. Il riferimento normativo è in particolare al già richiamato art. 1, lett. w *bis*) del d.lgs. 58/1998, e norme collegate, introdotto dall'art. 3 d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 3 il quale chiarisce che per prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione si intendono le polizze e le operazioni dei rami vita III e V di cui all'art. 2 d.lgs. 209/2005 codice delle assicurazioni private – CAP con esclusione delle forme pensionistiche individuali. Ci si riferisce quindi: i) alle assicurazioni sulla durata della vita umana e le assicurazioni di nuzialità e di natalità le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento oppure ii) alle operazioni di capitalizzazione.

³⁹ Cass., 30 aprile 2018, n. 10333, in *DIMAF*, 2018, p. 113 con nota di F. LA FATA, *La qualificazione giuridica delle polizze c.d. linked «pure» alla luce della funzione previdenziale dei contratti di assicurazione sulla vita*. In tal caso i giudici hanno ritenuto adeguata la tutela rinvenuta nel TUF e nelle comunicazioni Consob n. DI/98086703 del 4 novembre 1998 e n. DIN/6022348 del 10 marzo 2006 relative alla possibilità per le società fiduciarie, alle quali è consentita l'attività di amministrazione statica disciplinata dalla L. n. 1966 del 1939, di rendersi intestatarie di contratti di investimento e di contratti di negoziazione e raccolta ordini per conto dei propri fiduciari. Ciò che condivisibilmente l'organo di vigilanza ha evidenziato è che l'interposizione delle società fiduciarie è consentita in quanto resti sempre e comunque preservata la diretta riferibilità al cliente-fiduciante della volontà contrattuale e delle connesse tutele. È stato in particolare previsto che «il cliente/fiduciante deve essere reso identificabile in modo univoco attraverso l'attribuzione di un codice convenzionale» e che «l'intermediario deve ricevere dalla fiduciaria tutte le informazioni sul cliente previste dall'art. 28, comma 1, lett. a), del reg. Consob n. 11522 (con l'ec-

verso problema dei diritti dell'assicurato e del beneficiario in caso di polizza linked stipulata, nella forma per conto *ex art.* 1891, da un operatore qualificato (contraente) sulla vita di consumatori (assicurati) a favore del figlio di questi (beneficiario). Qui la Cassazione si occupa del problema della individuazione di quale sia il soggetto destinatario dell'informativa laddove il contratto sia stipulato, come nel caso di specie, da una fiduciaria che è appunto un operatore qualificato.

Entrambe queste sentenze, con riferimento alle polizze linked, adottano la teoria del contratto misto e arrivano a sostenere che la qualificazione di questi contratti dipende dalla componente assicurativo-previdenziale rispetto a quella puramente speculativo-finanziaria. Si tratta di un orientamento che ha avuto sèguito anche nella giurisprudenza di merito⁴⁰, che si è concentrata tra l'altro sul problema

cezione dei soli nome e cognome)». A propria volta, sulla scorta dei dati così acquisiti, l'intermediario «deve fornire al cliente, per il tramite della fiduciaria, informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento». In particolare, la segnalazione dell'eventuale «inadeguatezza» dell'operazione deve essere indirizzata al cliente-fiduciante».

⁴⁰ Cfr. Trib. Bologna, 12 gennaio 2001, in *Assicurazioni*, 2002, II, p. 164 ss.; Trib. Trani, 11 marzo 2008, *ivi*, 2009, I, p. 130 con nota di E. FABIANI, *Natura giuridica e disciplina delle polizze unit linked prima e dopo la riforma del t.u.f.*; Trib. Salerno, 6 ottobre 2008, e Trib. Busto Arsizio, 6 novembre 2009, entrambe consultabili in *www.insexplorer.it*; Trib. Milano, 21 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2010, 5, I, c. 1627; Trib. Parma, 10 agosto 2010, n. 1107, in *NGCC*, 2011, p. 189 con nota di C. PALMETOLA, *Sulla pignorabilità delle polizze index linked*; Trib. Ferrara, 25 giugno 2011, n. 1020, con nota di R. CAVALLI, *Polizze linked: contratti di assicurazione o contratti di investimento*, in *www.dirittobancario.it*; Trib. Gela, 2 marzo 2013, in *Dir. Giust. online*, 2013, 29 marzo; Trib. Napoli, 17 aprile 2013, n. 5060, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, 4, II, p. 445, con nota di A. CAMEDDA, *La tutela precontrattuale dei sottoscrittori di polizze linked stipulate prima delle riforme del t.u.f.*; Trib. Milano, 16 aprile 2015, n. 30127, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, 4, II, p. 449 ss., con nota di P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*; Trib. Bologna, 6 luglio 2015, n. 2146, in *Redazione Guffrè*; App. Milano, 11 maggio 2016, n. 1800, *ivi*; Trib. Bari, 28 febbraio 2017, n. 1091, *ivi*; App. Roma, 31 luglio 2017, n. 5204, *ivi*; Trib. Roma, 4 ottobre 2017, n. 18699, *ivi*.

L'orientamento trova riscontro in dottrina anche se con differenti conclusioni. Si veda in particolare A.C. NAZZARO, *La causa delle polizze unit e index linked*, in *DI-MAF*, 2016, 1, p. 59 ss.; ma anche, tra gli altri, A. ALBANESE, *Assicurazione (contratto) - «Le polizze linked tra assicurazione sulla vita e prodotti finanziari»*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, 12, p. 1569 ss.; P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, p. 457 ss.; ID., *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'ISVAP*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, p. 94;

dell'applicabilità in caso di polizze linked di norme del codice civile riferite alle polizze vita come l'art. 1923⁴¹.

Da ultimo i giudici della Cassazione hanno dichiarato nullo un contratto linked per assenza di causa assicurativa censurando la decisione della Corte di Appello sotto due profili:

– Avrebbe omesso di valutare se le pattuizioni contrattuali soddisfacessero le previsioni dell'art. 9 del regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009 ove si è chiarito che i contratti di ramo III «sono ca-

L. BUGIOLACCHI, *I prodotti «finanziari assicurativi»: considerazioni in tema di qualificazione giuridica e disciplina applicabile*, in *ivi*, 2011, 4, p. 876 ss. E. PIRAS, *Le polizze variabili nell'ordinamento italiano*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 46; M. ROSSETTI, *Polizze «linked» e tutela dell'assicurato*, in *Assicurazioni*, 2002, p. 221.

Si veda però G. VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e index linked (ai confini dell'assicurazione sulla vita)*, in *Assicurazioni*, 2000, I, p. 233 ss., la quale ritiene che nell'ampia definizione di contratti di assicurazione sulla vita di cui all'art. 1882 rientrano anche le linked.

Di interesse anche le riflessioni degli studiosi del diritto comunitario. Con l'art. 9 del regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009 si è chiarito che i contratti di ramo III «sono caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico», specificandosi altresì che «le imprese nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso tengono conto [...] dell'ammontare del premio versato». Al riguardo in dottrina si è messa in luce la possibile discriminazione rispetto alle compagnie italiane. «L'elenco delle «norme di interesse generale» pubblicato dall'ISVAP indica, come noto, le norme italiane che l'impresa comunitaria che intenda operare in stabilimento o in libera prestazione dei servizi in Italia deve rispettare. L'ISVAP ha incluso nell'elenco alcune disposizioni del regolamento 32, ma non l'art. 9. L'esclusione dell'art. 9 dalle norme di interesse generale conferma che anche le polizze linked senza garanzia di capitale sono assicurazioni ai sensi della direttiva 2002/83. L'ISVAP non ha evidentemente ritenuto di poter invocare il limite dell'interesse generale (art. 33 della direttiva 2002/83) quale motivo per applicare alle imprese comunitarie operanti in stabilimento e/o prestazione di servizi in Italia la norma per la quale il contratto deve prevedere una garanzia, seppur minima, di capitale. Invece, quello stesso limite è alla base dell'imposizione di vincolo per le imprese italiane. Si crea così una fattispecie di discriminazione alla rovescia, in cui le imprese italiane sono discriminate in *peius* rispetto alle concorrenti comunitarie»: così M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La qualificazione delle polizze linked nel diritto dell'unione Europea*, in *Assicurazioni*, 2013, p. 16.

⁴¹ Trib. Parma, 10 agosto 2010, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, 189 con nota di C. PALMETOLA, *Sulla pignorabilità delle polizze index linked*; Trib. Cagliari, 2 novembre 2010, in *Riv. giur. Sarda*, 2011, p. 283 con nota S. LANDINI, *Art. 1923 c.c. e polizze index e unit linked*.

ratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell'impresa a liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico», specificandosi altresì che «le imprese nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso tengono conto [...] dell'ammontare del premio versato». Per contro la Corte territoriale si sarebbe limitata a prendere atto della percentuale prevista dello 0,1% ritenendo sufficiente il solo fatto che fosse indicata.

– Non avrebbe considerato la parte finanziaria che è componente del bilanciamento che, caratterizzando la natura mista della causa del contratto, avrebbe imposto una valutazione del rapporto fra l'entità del premio iniziale e la misura del capitale garantito, strumentale alla corretta applicazione delle norme che la censura ritiene siano state violate.

Come osservato da parte della dottrina in materia di validità delle polizze linked occorre fare chiarezza sulla distinzione tra qualificazione del contratto e valutazione della esistenza di una causa in concreto⁴², ovvero una valutazione circa il rispetto della funzione previdenziale o di investimento che le parti avevano disegnato nella costruzione del rapporto contrattuale.

Dal punto di vista della qualificazione del contratto la norma di riferimento è l'art. 1882 che, nel definire il contratto di assicurazione sulla vita, lo individua come quel contratto che, verso il pagamento di un premio, prevede la corresponsione di un capitale o di una rendita al verificarsi di «un evento attinente alla vita umana».

Ai fini qualificatori e della individuazione della disciplina applicabile (e in particolare dell'applicabilità dell'art. 1923)⁴³, quello che rileva è che il credito assicurativo divenga esigibile al momento del verificarsi del sinistro che è appunto l'evento attinente alla vita umana indicato nel contratto.

Il contratto di assicurazione linked da questo punto di vista sarebbe qualificabile in termini di contratto di assicurazione sulla vita ai sensi dell'art. 1882⁴⁴.

⁴² In tal senso si veda A.C. NAZZARO, *La causa delle polizze unit e index linked*, in *DIMAF*, 2016, pp. 68-69.

⁴³ Così Cass., 5 marzo 2019, n. 6319, in *Mass. Foro it.*, 2019.

⁴⁴ Si rileva come in altri ordinamenti non vi sono dubbi circa la qualificabilità delle polizze linked come polizze vita. In Germania le linked sono considerate po-

Altre sono le valutazioni relative alla funzione in concreto che il contratto deve perseguire nel raggiungimento della funzione che le parti si sono prefisse al momento della stipulazione tenuto conto della tipologia di contratto scelta e, potremmo aggiungere, sulla base del flusso informativo che le parti si sono scambiate. Dalla parte dell'assicuratore, anche per il medio dell'intermediario che ha distribuito il prodotto, si tratterà di informazioni su questo rese sulla base di quanto indicato dalla normativa di settore⁴⁵, dal lato dell'assicurato/contraente

lize vita. Significativo è un caso recentemente posto al BGH (Bundesgerichtshof, la corte suprema tedesca) concernente una «fondsgebundenen Lebensversicherung», una polizza unit linked in cui l'assicurato aveva perso il capitale investito a sèguito di uno scioglimento anticipato dal contratto. La Corte tedesca ha rilevato che non vi sono tutele per l'assicurato nel caso in cui sia stato adeguatamente informato relativamente al prodotto che ha scelto accettandone i possibili profitti e le possibili perdite (v. sentenza del BGH del 21.03.2018, Az.: IV ZR 353/16). L'assicurato deve sopportare il rischio assunto, una diversa soluzione porterebbe ad una violazione del principio base del diritto delle assicurazioni della «Risikogemeinschaft» ovvero della condivisione del rischio (Senatsurteil vom 12. Oktober 2005 - IV ZR 162/03, BGHZ 164, 297, 322 [juris Rn. 60]; BVerfGE 114, 73, 102 f.; vgl. auch Senatsurteile vom 24. März 2010 - IV ZR 296/07, BGHZ 185, 83 Rn. 22 und IV ZR 69/08, VersR 2010, 801 Rn. 20; vom 8. Juni 1983 - IVa ZR 150/81, BGHZ 87, 346, 357 [juris Rn. 32]).

In Olanda le polizze linked sono considerate *life insurance*. Nessun problema viene posto sulla qualificazione del contratto. La definizione di polizze vita contenuta nel codice civile olandese è infatti molto lata. Si veda article 7:975 *Definition of life insurance agreement*: «A life insurance agreement is a sums insurance agreement (non-indemnity insurance) concluded on the life or death of a specific person, on the understanding that an accident insurance is not considered as a life insurance».

In Francia la Cassazione ha qualificato come polizza vita una polizza linked in cui la esigibilità della prestazione dell'assicuratore dipendeva da un evento attinente alla vita umana, la morte, in base alla definizione di cui all'art. L 132.2 del codice delle assicurazioni francese (Cass. 23.11.2004, n. 02-11.352, n. 01-13.592, n. 03-13.673 e n. 02-17.507 www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000007052641&fastReqId=1761391444&fastPos=1).

⁴⁵ Il d.lgs. approvato il 15 maggio 2018, in attuazione della direttiva IDD EU 2016/97 del 20 gennaio 2016, introduce modifiche al d.lgs. 209/2005 – codice delle assicurazioni private anche con riferimento alle regole di condotta nella distribuzione. Si introducono gli artt. 119 *bis* ss. contenenti obblighi comportamentali dei distributori che sono informati a nuovi principi. In particolare si segnala come alla diligenza, canone di «misurazione» del corretto adempimento alle obbligazioni di cui all'art. 1176 c.c., si sostituisce il concetto di equità, introducendo così un'idea di equo bilanciamento di diritti e obblighi nei contratti che si vanno concludendo per il tramite della distribuzione assicurativa. L'art. 119 *bis* prevede infatti che «I distributori

si tratterà delle informazioni relative agli interessi che hanno mosso

di prodotti assicurativi operano con equità, onestà, professionalità, correttezza e trasparenza nel miglior interesse dei contraenti».

L'informativa è ordinata a criteri di semplificazione. V. *supra* p. 37. Sul punto si ricorda come da ultimo la Comunità Europea sembra aver preso atto che la eccessiva quantità di informazioni può distogliere l'attenzione dei clienti scoraggiando la lettura della copiosa documentazione informativa, impedendo di focalizzare l'attenzione sugli elementi essenziali ai fini della formulazione di una scelta consapevole. Inoltre la mancanza di standardizzazione dei documenti informativi impedisce una corretta comparazione dei prodotti presenti sul mercato. Queste le linee che trovano rispondenza nella normativa nazionale di settore. Il nuovo articolo 185 del CAP relativo all'informativa precontrattuale è stato modificato in modo da rendere l'informativa precontrattuale complessivamente coerente con la citata normativa europea. A tal fine è stato predisposto un sistema informativo precontrattuale omogeneo per i rami vita e danni imperniato sulla redazione di tre documenti precontrattuali standard di base:

a) l'IPID (*Insurance Product Information Document*), è il documento informativo precontrattuale standard contenente la descrizione delle principali caratteristiche del prodotto, previsto dalla Direttiva IDD e dal Regolamento di esecuzione (UE) n. 2017/1469 dell'11 agosto 2017 per i prodotti assicurativi danni.

b) il DIP Vita per i prodotti vita di «puro rischio» (previsto dal CAP come specificità nazionale);

c) il KID per i prodotti d'investimento assicurativi (previsto dalla normativa UE). A livello di normativa secondaria il regolamento IVASS 41/2018, Capo III disciplina gli obblighi di informativa relativi ai prodotti d'investimento assicurativi (c.d. prodotti IBIP). Viene individuata la documentazione (c.d. set informativo) che deve essere predisposta (art. 20) e sono indicate le caratteristiche del Documento informativo precontrattuale aggiuntivo - DIP aggiuntivo IBIP (art. 21). Quest'ultimo è stato predisposto secondo uno standard che replica struttura e grafica dei modelli di DIP aggiuntivo relativi alle altre categorie di prodotti, con l'inserimento di ulteriori informazioni peculiari degli IBIP, in modo da sostituire le previgenti Scheda sintetica e Nota informativa, riportando in ogni caso le sole informazioni integrative del KID necessarie a rendere edotto il cliente circa il fatto che sta sottoscrivendo un contratto di assicurazione, anche se appartenente al genere dei prodotti «IBIP». Viene confermato l'obbligo di invio della lettera di conferma di investimento dei premi per i contratti unit linked (art. 22). Rispetto alla disciplina previgente, in analogia a quanto previsto per i prodotti vita diversi dagli IBIPs, è posto l'obbligo di descrizione delle opzioni, con evidenza dei costi e delle relative modalità di esercizio, all'interno del DIP aggiuntivo IBIP, nonché l'obbligo di comunicazione trenta giorni prima della scadenza per le obbligazioni a scadenza o a data certa. Analogo obbligo di comunicazione è previsto tre giorni prima dell'esercizio delle opzioni che determinano una variazione del capitale garantito (art. 23). Con riferimento all'informativa in corso di contratto, viene disciplinata la pubblicazione periodica delle informazioni relative alle prestazioni assicurative (art. 24) e l'estratto conto annuale differenziato per tipologia di prodotto (art. 25).

Quanto ai flussi informativi dal cliente alla Compagnia/intermediario, in base al-

il soggetto a contrarre, informazioni che potranno risultare in particolare dalle risposte ai questionari «*demands and needs*»⁴⁶.

Va detto che al momento non vi è unanimità sul punto e l'incertezza dominante rende difficile valutare, ai fini della pianificazione dell'investimento, l'applicabilità dell'art. 1923 alle polizze linked che per le ragioni sopradette rappresenta un valore aggiunto per l'investitore.

4. Verso la «disintermediazione» negli investimenti di lungo periodo?

In base alla definizione data dal *Framework for European Crowdfunding*, il «finanziamento collettivo» è un processo collaborativo «di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni. Solitamente attraverso o comunque con l'aiuto di Internet. I singoli progetti e le imprese sono finanziati con piccoli contributi da un gran numero di individui, permettendo a innovatori, imprenditori e titolari di aziende di utilizzare le loro reti sociali per raccogliere capitali»⁴⁷.

La possibilità di usare piattaforme digitali per raccogliere il pubblico risparmio e per collocare il proprio capitale di rischio ha realizzato un processo di disintermediazione intesa, non tanto come assoluta mancanza di un «mediatore», quanto piuttosto in termini di

l'art. 119 *ter* CAP introdotto dal d.lgs. 68/2018: «prima della conclusione di un contratto di assicurazione, il distributore di prodotti assicurativi: a) acquisisce dal contraente ogni informazione utile a identificare le richieste ed esigenze del contraente medesimo, al fine di valutare l'adeguatezza del contratto offerto».

⁴⁶ V. art. 58 Reg. IVASS 40/2018 su «valutazione delle richieste ed esigenze del contraente».

⁴⁷ Così K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN e D. MARON, *A framework for european crowdfunding*, 2012, www.eurocrowd.org. Si veda anche tra le prime ricostruzioni del fenomeno C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012, 1, p. 10 ss. Sull'evoluzione del fenomeno delle piattaforme in Italia e sull'impatto nei mercati con necessari riflessi regolatori si veda L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *federalismi.it*, 3 aprile 2019, in part. p. 7 ove si osserva «il tema che regolatori e legislatori si trovano ad affrontare è se l'innovazione può essere ricondotta all'interno del preesistente panorama legale e regolatorio utilizzando una regolazione tradizionale oppure se è necessario immaginare regolazioni differenziate in considerazione della diversità dei servizi offerti ma anche delle specificità della tecnologia».

un contatto tra entità in surplus e entità di deficit pur sempre mediato dalla presenza di una piattaforma che rappresenta il tramite tra le due pur non svolgendo la funzione degli intermediari istituzionali.

È il social web, che consente, mediante la creazione di networks, di mettere in contatto il proponente di un progetto (progetti socio-culturali ma anche imprenditoriali) con le entità in surplus.

Il fenomeno si colloca nel più ampio scenario della disintermediazione all'interno dei mercati finanziari dove il ruolo delle Banche come intermediari dei pagamenti e del mercato creditizio, delle Società di intermediazione, degli intermediari assicurativi viene ridotto dalla possibilità di accesso ai prodotti del mercato finanziario stesso attraverso piattaforme digitali in cui i vari attori del mercato comunicano tra loro. Il tutto si colloca in una «mutazione» sociale ancora più profonda che mette fuori gioco le autorità che mediavano i rapporti tra gli individui e le cose lasciandoli «galleggiare» nel mondo del *peer to peer*⁴⁸.

Con il termine *crowdfunding* si fa riferimento alla raccolta di fondi tramite una rete di contatti realizzata attraverso il ricorso a piattaforme on line⁴⁹.

Si tendono poi a distinguere diverse modalità: piattaforme volte a raccogliere donazioni, piattaforme di *preselling* dei prodotti frutto dell'impresa finanziata, il *social lending* caratterizzato da piattaforme per promuovere lo scambio di denaro tra privati senza l'intermediazione di banche o di imprese finanziarie, *l'equity based* in cui, sempre per il tramite di una piattaforma on line, si raccolgono capitali da investitori privati. *L'equity-crowdfunding* prevede, in particolare che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società

⁴⁸ «Se salti le mediazioni metti fuori gioco la casta dei mediatori e alla lunga anientati tutte le vecchie elite [...]. Se organizzo un sistema che li pone fuori gioco, sostituendoli con ambienti protetti in cui metto a diretto contatto gli uomini e le cose e spingo tutti a galleggiare su marea generate da un'imperscrutabile intelligenza di massa, io realizzo qualcosa di epocale: un mondo apparentemente senza elite, in una pianeta a trazione diretta»: A. BARICCO, *The game*, Torino, Einaudi, 2018, pp. 76-77.

⁴⁹ Per una disamina del fenomeno si rinvia al saggio di V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, cit., p. 389 ss. Si osserva come la disintermediazione porti ad una maggiore consapevolezza degli investitori rispetto alle attività che verranno finanziate con il loro intervento. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, Cedam, 2010, pp. 295-296.

proponente, una partecipazione al capitale. In pratica tramite l'investimento *on-line* si acquista un titolo di partecipazione in una società. Pertanto in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa⁵⁰.

Come dicevamo, da un punto di vista sociale, il fenomeno presenta aspetti positivi portando ad una maggiore consapevolezza degli investitori rispetto alle attività che verranno finanziate con il loro intervento⁵¹.

L'Italia è stata tra i primi paesi a dotarsi di norme che consentissero il finanziamento di *start up* innovative tramite il ricorso a portali on line garantendo un elevato livello di protezione degli investitori. Il Decreto Legge n. 179/2012 recante «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese» (c.d. «Decreto crescita *bis*», convertito con modifiche nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012) ha apportato anche alcune modifiche al TUF. Interventi normativi successivi hanno esteso la disciplina alla più generale raccolta di capitali per le piccole e medie imprese nonché per le imprese sociali. Con particolare riguardo a queste ultime si tratta di un fenomeno che, permettendo ad enti no profit (tipiche entità di deficit) di reperire risorse⁵², contribuisce a creare quel tessuto di finanza etica e di investimenti socialmente responsabili di cui abbiamo parlato nel primo capitolo⁵³.

In particolare si è introdotto all'art. 1 TUF il nuovo comma 5-*novies* (da ultimo modificato dall'art. 1, comma 236 della l. n. 145 del 30 dicembre 2018), che conteneva la definizione di «portale per la raccolta di capitali per le start up innovative», nel 2018 modificata in «portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie im-

⁵⁰ Si veda il documento Consob Equity - crowdfunding, Roma, 2016 www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3.

⁵¹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *ult. op. cit.*, pp. 295-296.

⁵² Si veda il contributo di M. RENNA, *Strumenti finanziari e terzo settore*, in *DI-MAF*, 2018, p. 287 ss.

⁵³ Cfr. M. GRONDONA, *Welfare e libertà: una prospettiva individualista*; U. MATTEI, *Civiltà e benessere: Stato, Stato minimo, collettività organizzate*, ambedue in AA.Vv., *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*, Napoli, ESI, 2015 rispettivamente, p. 51 ss. e p. 103 ss.; F. CAPRA e U. MATTEI, *Ecologia del diritto. Scienza, politica, beni comuni*, Sansepolcro, Aboca, 2017; A. QUARTA, *Il diritto dei contratti*, in U. MATTEI, *Punto di svolta. Ecologia, tecnologia e diritto privato. Dal capitale ai beni comuni*, Sansepolcro, Aboca, 2018, p. 139 ss.

prese e per le imprese sociali». Con l'espressione si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese. Si sono aggiunti nel capo III-*quater* due nuovi articoli: l'art. 50-*quinquies*, da ultimo modificato dal d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017, che disciplina la gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali e le offerte di adesione dei potenziali investitori, ridando centralità a intermediari istituzionali (Sim, Banche, ecc.). Prevede infatti la norma che:

«L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-*bis*), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori». Inoltre all'art. 100-*ter* sono disciplinate le tecniche e le modalità di offerta: le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto esclusivamente la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono prevedere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabi-

lità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti. La norma rimette a Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) il compito di specificare i principi base per tutelare gli investitori non professionali e quindi esercitare la vigilanza sulle piattaforme operanti nel mercato.

In tale contesto, la norma primaria ha delegato la Consob a disciplinare la gestione di portali per la raccolta di capitali⁵⁴. Consob già con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 ha adottato un Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (successivamente modificato con delibere Consob) prevedendo in particolare oneri e obblighi per i gestori delle piattaforme. Oltre ad un meccanismo autorizzatorio che valuti se i gestori sono in grado di fornire un buon livello di affidabilità, sono previste regole per assicurare trasparenza di cui all'art. 13 del Regolamento. Il gestore dovrà operare con diligenza, correttezza e trasparenza adottando tutte le misure prudenziali necessarie per evitare che gli eventuali conflitti di interesse, che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali, incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e per assicurare la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni.

⁵⁴ Per comprendere la portata del fenomeno riportiamo alcune analisi dei dati pubblicati da Consob. «I dati pubblicati dalla CONSOB (aggiornati al 31 marzo 2015) mostrano come su 4 campagne di raccolta andate a buon fine il numero degli investitori complessivo ammonta a 134 unità (di cui 16 persone giuridiche) con una media di 33 investitori per offerta (un minimo di 3 ed un massimo di 75) e un apporto medio di ogni singola sottoscrizione pari a 9.907,42 euro (con una quota minima di 400 euro e una quota massima di 150.000 euro). Inoltre, la percentuale sottoscritta in media dagli investitori professionali è stata del 12,42% dell'obiettivo della raccolta. Un valore alto se si pensa che è quasi due superiore alla quota di investimento del 5% riservato dal Regolamento agli investitori professionali o ad incubatori di start-up o a fondazioni bancarie.

Un altro elemento di particolare rilievo è quello relativo ai numeri degli investimenti minimi: gli investimenti sotto-soglia (500 euro se persone fisiche, 5.000 se persone giuridiche) hanno riguardato 67 soggetti su 134 che detengono meno del 4% del capitale complessivamente offerto.

Questi dati lasciano presupporre che, nella situazione attuale, l'*equity crowdfunding* italiano abbia trovato il proprio pubblico di riferimento negli investitori che hanno già un'esperienza in ambito finanziario e che vedono lo strumento come un'ulteriore possibilità d'investimento, piuttosto che attirare la vasta "folla" di piccoli investitori retail»: italiancrowdfunding.it/equity-crowdfunding-italia-investitori/.

Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni consapevoli. Il gestore richiama altresì l'attenzione degli investitori non professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Particolare attenzione è versata al lato della promozione finalizzata alla raccolta del risparmio. Essenziale è la rilevanza dei contenuti sul portale che diventa strumento di comunicazione e di trasparenza. Sempre l'art. 13 prevede che «Il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime».

Tra le cautele previste a favore degli investitori non professionali si prevede che:

1. Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.

2. Il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta. Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica.

Per quanto il fenomeno come detto possa incentivare gli investimenti di lungo periodo anche in funzione di finanza etica, non si possono tacere, soprattutto con riferimento agli investitori retail, gli svantaggi che per questi si presentano: scarsa alfabetizzazione economico-finanziaria e fenomeni di c.d. logica del branco che portano spesso ad allocare le risorse verso investimenti in realtà meno fruttiferi. Non mancano inoltre problematiche legate all'asimmetria informativa, all'azzardo morale ed alla selezione avversa evidenziate dalla Commissione Europea, problemi tipici del mercato finanziario, cui si aggiungono rischi specifici: la difficoltà di uscire dall'investimento per

l'assenza di un mercato secondario, la insolvenza dell'operatore della piattaforma, cybersecurity rispetto ai dati degli investitori⁵⁵.

A ben vedere, per quanto si stiano sviluppando politiche che possono avvicinare la finanza etica e innovativa alle famiglie e alle PMI, la rivitalizzazione degli investimenti dei *Long term investors* privati passa prevalentemente attraverso la rivitalizzazione dell'iniziativa degli investitori istituzionali per gli strumenti che questi possono mettere a disposizione dei privati per:

⁵⁵ Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments*, 2018, pp. 14 ss. e COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a regulation of the European parliament and of the council On European Crowdfunding Service Providers (ECSP) For Business* e la proposta di DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL *amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments* {COM(2018) 113} - {COM(2018) 99} - {WD (2018) 57}, ove sono in particolare sottolineate le difficoltà e i rischi legati al *crowdfunding*. Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Report on crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 06 October 2016: «These risks may include: investors losing part or all of their capital or not getting the returns they expect; dilution in the case of equity crowdfunding (if the company engages in further rounds of capital raising); inability to exit investments (e.g. for lack of a secondary market); insufficient information or inability to price correctly the securities invested in, or misinformation (both in the pre-investment phase and over the lifetime of the investment); conflict and misalignment of interests between issuers, platforms and investors; insolvency of the platform operators, in particular as regards the continuous servicing of existing claims (e.g. dividend and interest payments) and protection of clients' assets; security of client data; platforms may be used for illicit activities; fraud (both for the investors and for the project) and related reputational risk for platforms. Lending-based crowdfunding may also give rise to some of the risks listed above: investors may not have sufficient information or may be misinformed; insolvency of the platform operators; conflict and misalignment of interests; security of client data; platforms are used for illicit activities; fraud and related reputational risk. Other risks may be specific to lending, and manifest themselves in the context of the crowdfunding business model (i.e. money handling and credit intermediation through an online platform). A non-exhaustive list of risks includes the following: credit risk for the lender (e.g. lender may lose the capital invested and the related interest); lenders may not be able to exit their investment in the absence of a secondary market for loans; borrowers may not have sufficient information to assess their ability to repay the loan, or borrowers may be misinformed».

- agevolare gli investimenti ad esempio attraverso l'accesso al credito oppure attraverso coperture dei rischi legati agli investimenti di lungo periodo;
- attuare politiche di investimento di lungo periodo ad esempio immettendo nel mercato prodotti di investimento di lungo periodo adeguati (si pensi a quanto detto sulle polizze linked) o intervenendo nella gestione delle piattaforme con cui si realizzano gli scambi tra unità di deficit e unità di surplus.

Diventa allora importante curare politiche di consolidamento e di rafforzamento della durata dei rapporti tra privati e intermediari finanziari creando o implementando, ove esistenti, *best practices* consolidate indirizzate alla soddisfazione degli interessi dei clienti nel mercato.

Rilievi conclusivi

Gli investimenti di lungo periodo rappresentano una risorsa per lo sviluppo economico e sociale mondiale in quanto contribuiscono alla crescita economica, costituendo un canale di finanziamento delle infrastrutture, inoltre riescono a bilanciare la volatilità dei mercati finanziari e in alcune circostanze la mancanza di liquidità, in gran parte dovute al comportamento a breve termine della maggior parte degli investitori.

Gli investimenti di lungo periodo contribuiscono all'innovazione in quanto la realizzazione di progetti innovativi ad alto rischio necessita di un lungo arco temporale per mostrare i risultati dell'investimento. Start up e progetti innovativi non riescono ad attrarre le unità in surplus che guardano agli investimenti tenuto conto di risultanze di breve periodo¹.

I LTIs trovano un limite nello *short-terminism* imperante ovvero in un'eccessiva attenzione ai risultati a breve termine dovuta a pressioni sulla *performance* a breve periodo per gli investitori con una minore attenzione a strategie orientate alla creazione di valore a lungo

¹ O. MAREUSE, *op. cit.*, p. 84: «Long-term investment should not be opposed; rather, it should be seen as contributing to the smooth functioning of financial markets. The excessive volatility we have seen in the markets – and in some circumstances, the lack of liquidity – are largely due to the short-term, herd-like behaviour of most investors.

Well-functioning financial markets need investors with different views about the actual value of the assets being traded, which requires, to a large extent, that investors also have *different time horizons*. Investors with a long-term horizon consider the intrinsic value of assets, rather than next weeks' market tendency, and are the most likely to act in a counter cyclical way. Therefore, financial markets, often described as short-term oriented, also need long-term investors to be able to arrive at the most appropriate pricing for listed assets».

termine². Questo comporta una riduzione delle spese per la ricerca e lo sviluppo e la rinuncia ad opportunità di investimento con un potenziale positivo a lungo termine, che possano favorire: lo sviluppo di prodotti sostenibili da parte delle aziende, misure che forniscano strutture operative efficienti, consentendo lo sviluppo di capitale umano e gestendo efficacemente i rischi sociali e ambientali delle attività industriali.

Abbiamo considerato le dinamiche che hanno portato ad una accentuata «miopia decisionale» sia degli investitori istituzionali, intendendo riferirci a quegli enti che compiono ingenti investimenti in maniera sistematica e cumulativa come le Banche, gli OICR, Imprese di assicurazione, Fondi pensione, sia degli investitori privati ovvero imprese e famiglie in senso economico del termine.

La crisi economico finanziaria accompagnata ad una crisi delle istituzioni e del sistema delle fonti del diritto nella regolazione del mercato finanziario avrebbe contribuito ad un aumento delle prospettive a breve termine degli investitori istituzionali i quali sembrano aver perso di vista gli obiettivi di redditività³, concentrandosi maggiormente sul rischio di liquidità, e il loro ruolo nel sostegno di iniziative che

² Sul punto si veda A. RAPPAPORT, *op. cit.*, p. 9 nota 1 per il quale il termine *short-termism* «indica la tendenza ad accorciare sempre più l'orizzonte temporale delle decisioni, sia nella condotta delle società, sia nei mercati finanziari». Continua l'autore che «(n)el mondo economico-finanziario la veduta corta si è andata sempre più diffondendo. La natura umana è rimasta quella di sempre mentre l'ambiente degli affari ha subito un profondo cambiamento» (p. 34).

Importante è anche l'impatto che lo *short-terminism* può avere sugli interessi degli azionisti. T. PADOA SCHIOPPA *op. cit.*, p. 70, osserva come «(l)a stessa idea di 'creazione di valore' che è diventata lo slogan magico di chi governa l'impresa, è una nozione ambigua se non si precisa l'arco temporale nel quale tale creazione deve avvenire. Se la misura dipende dal giudizio di mercato e se questo ha lo sguardo corto e cambia giudizio ogni giorno, sarà corto anche il significato che si dà all'espressione «creazione di valore» e addirittura sarà corta, riduttiva e fondamentalmente distorta la nozione stessa di cos'è un'impresa sana». La miopia decisionale impatta negativamente su quella che è la creazione di valore per gli azionisti, svuotando il termine «creazione di valore» di significato.

³ Usiamo il condizionale in quanto nella visione di alcuni autori l'ossessione per gli utili di breve periodo ha condotto a tale «miopia decisionale» che sarebbe la causa e non l'effetto della crisi innescata nel 2007. «I giornali finanziari insistono a promuovere l'importanza dei guadagni trimestrali [...]. Il fatto che i guadagni siano riportati così ampiamente fomenta la convinzione che i guadagni determinano il prezzo delle azioni»: A. RAPPAPORT, *op. cit.*, p. 69.

possono produrre nuovo valore economico e sociale ma che necessitano di pianificazioni, anche finanziarie, di lungo periodo perché se ne possa mettere in evidenza la reale redditività. Ancòra le stesse dinamiche avrebbero ridotto l'operatività dei *Long Term Investors* istituzionali nel sostegno e agevolazione degli investimenti dei privati.

La nostra attenzione si è concentrata sulle regole di governance degli intermediari finanziari, sulla loro genesi e sulla loro applicazione, che ha portato, come da più parti evidenziato, ad una spiccata attenzione per il rischio di liquidità.

La crisi innescata nel 2007 avrebbe attirato l'attenzione dei regolatori sul sistema dei controlli interni degli attori del mercato finanziario in modo da implementare la prudenzialità e il flusso delle informazioni verso l'autorità di controllo secondo un sistema di nuove sinergie tra controllori e controllati fortemente regolamentato e proceduralizzato, ma anche attraverso una maggiore responsabilizzazione degli organi di amministrazione e controllo di Banche, Compagnie di assicurazione e Fondi pensione, nella gestione in funzione preventiva della crisi di impresa.

Già le crisi finanziarie degli anni novanta, caratterizzate da crescenti squilibri sia di finanza pubblica (deficit pubblico) sia nei rapporti con l'estero (deficit della bilancia commerciale), hanno minato la fiducia nella sostenibilità del debito complessivo del Paese, determinando pressioni sul tasso di cambio e, per tale via, sui tassi di interesse e sul livello dei prezzi. Come noto nel 2004 veniva firmato a Basilea un accordo internazionale di vigilanza prudenziale, maturato nell'ambito del Comitato di Basilea e riguardante i requisiti patrimoniali delle Banche, in base al quale, le Banche dei Paesi aderenti devono accantonare quote di capitale proporzionate al rischio assunto, valutato attraverso lo strumento del rating. Tre i «pilastri» dell'accordo: requisiti patrimoniali, controllo delle Autorità di vigilanza, disciplina di mercato e trasparenza.

Questi orientamenti regolatori sono stati riprodotti negli altri settori del mercato finanziario, in particolare nel settore assicurativo e previdenziale, con una tecnica normativa che, per consentire una maggiore resilienza delle regole rispetto ai repentini mutamenti del mercato, è andata creando un tessuto di soft law istituzionale ancorato ad una autoregolamentazione orientata da linee guida comunque accompagnata da una mutevole regolazione secondaria. Si assiste così ad una responsabilizzazione forte degli attori del mercato che hanno

risposto elevando il livello di prudenzialità e di attenzione per il rischio di liquidità.

La tecnica regolatoria adottata, nella sua mutevolezza e duttilità rispetto alle varianze interpretative, ha inoltre contribuito alla scarsa predittività degli effetti giuridici intesa non come certezza del diritto, ma come tendenziale possibilità di compiere previsioni su trend e modelli di comportamento a partire dai dati giuridici.

Queste le principali condizioni giuridiche che hanno ridotto le prospettive temporali delle decisioni di investimento di Banche, Compagnie di assicurazione e Fondi pensione.

Lo *short-terminism* degli intermediari finanziari diventa particolarmente rilevante sia per il ruolo di *Long Term Investors* istituzionali, che questi hanno, sia per la tensione che si può creare tra gli intermediari e i titolari delle risorse finanziarie da loro gestite i quali spesso richiedono una visione degli investimenti a lungo termine, come è nel caso dei fondi pensione rispetto agli aderenti e nel caso delle imprese di assicurazione operanti nel ramo vita rispetto agli assicurati e ai beneficiari.

Inoltre una prospettiva orientata principalmente a performance di breve termine degli intermediari finanziari finisce per avere ricadute pure sugli investimenti dei privati e sulla stessa economia reale.

Gli investitori istituzionali possono intervenire con prodotti che agevolano i LTI di famiglie e imprese a livello di sopportazione del rischio connesso agli investimenti di lungo periodo e a livello di erogazione di risorse finanziarie.

Vari sono i contratti attraverso i quali si compiono transazioni che consentono ai soggetti che devono finanziare le proprie attività di reperire risorse economiche attraverso l'emissione di prodotti finanziari, facilitando il compimento del ciclo dei flussi finanziari dalle unità in surplus alle unità di deficit per consentire crescita e sviluppo. Ancóra nei mercati finanziari gli investitori possono reperire prodotti di gestione del rischio attraverso derivati di copertura.

Le modifiche nelle politiche di investimento richiedono riflessioni di lungo periodo e mutamenti culturali⁴. Molto può essere fatto però

⁴ Si pone adesso attenzione anche ai rischi legati alla *short term finance* caratterizzati dal ridotto tempo di reazione in caso di sopravvenienze. Le finanze a breve termine, come le finanze del commercio, spesso comprendono garanzie quali conti correnti o scorte. Una società impegnerà o venderà i propri crediti in cambio di con-

anche incidendo sugli aspetti giuridici che possono aver impattato sulle decisioni degli investitori.

Tre sono essenzialmente le linee di azione che vengono proposte al termine della nostra ricerca.

Occorre ripensare agli interventi di finanza innovativa.

Una politica favorevole agli investimenti di lungo periodo si sta sviluppando a livello comunitario con interventi rivolti primariamente alla creazione di strumenti finanziari innovativi.

La Commissione Europea sta promuovendo strumenti finanziari che si inseriscono nelle logiche del partenariato pubblico-privato favorendo iniziative economiche sulla base della valenza tecnica del progetto stesso piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti privati promotori dell'iniziativa. Si mira così a promuovere la capacità di crescita del settore privato, la creazione di posti di lavoro, l'inclusione e/o l'innovazione sociale, soprattutto sostenendo le nuove iniziative, le PMI, le microimprese, le imprese sociali, gli investimenti nel capitale umano, gli istituti di ricerca, i parchi d'impresa/scientifici, il trasferimento tecnologico/delle conoscenze o gli investimenti in diritti di proprietà intellettuale, la realizzazione di infrastrutture allo scopo di rafforzare la competitività e la sostenibilità dell'UE in settori quali i trasporti, l'ambiente, l'energia e le

tante immediato (ad esempio attraverso contratti di factoring). Mentre alcuni prestiti alle imprese e tipi di finanza di progetto di solito si rivolgono a uno scopo specifico come la costruzione o l'acquisto di attrezzature, i prestiti a breve termine come i prestiti di capitale circolante sono di solito per scopi generali e supportano le attività commerciali generali di un'azienda. Le questioni ambientali e sociali relative a una transazione finanziaria a breve termine vanno dal minimo al complesso e variano in base alle dimensioni, al settore industriale, all'ubicazione e all'impegno dell'azienda nella gestione dei rischi ambientali e sociali. Poiché un prestito di capitale d'esercizio fornisce in genere un supporto generale a una società e non mirato ad una specifica innovazione nella produzione, l'istituto finanziario è esposto al rischio complessivo del debitore, comprese potenziali questioni ambientali e sociali.

Il rischio reputazionale è la principale preoccupazione per i finanziamenti a breve termine, soprattutto se i mutuatari hanno problemi ambientali e sociali in sospeso che sono altamente visibili e controllati dal pubblico. A causa della natura a breve termine della transazione e dell'utilizzo della garanzia, il rischio di credito per un istituto finanziario è limitato. Tuttavia proprio in caso di finanziamento a breve termine, un istituto finanziario avrà una leva limitata nella gestione dei rischi ambientali e sociali (si pensi ad un mutuatario che versa in condizioni di sovraindebitamento per un'ingente obbligazione risarcitoria posta a suo carico per danni all'ambiente). Si veda efinancemanagement.com/sources-of-finance/short-term-finance.

infrastrutture digitali. Allo stesso tempo rivitalizzando gli investimenti a lungo periodo, si mira a contribuire allo sviluppo e al consolidamento dei mercati finanziari (dei capitali e azionari), nonché ad una maggiore integrazione del mercato finanziario UE, mettendo a disposizione fonti alternative di finanziamento per i settori generatori di crescita.

Si tratta però, come evidenziato⁵, di investimenti ad alto rischio che per trovare una soddisfacente risposta nel mercato necessitano una modifica nelle politiche degli investitori istituzionali rispetto al rischio di liquidità, secondo le linee che seguono.

Occorre ripensare alla tecnica regolatoria e di applicazione del diritto del mercato finanziario sia con riguardo alla *governance* degli intermediari finanziari, che può incidere sulle decisioni di investimento di questi, sia con riguardo ai contratti del mercato finanziario degli investimenti dei privati.

Un diritto poco predittivo sottoposto a continue modifiche rischia di spingere a politiche di investimento mosse da una prospettiva di breve periodo nel timore che il quadro regolatorio possa mutare velocemente con effetti anche sulle pianificazioni compiute.

Linee guida dettate dalle autorità e prassi consolidate in orientamenti degli organismi di soluzione delle controversie inseriti nelle Autorità di controllo⁶ e da orientamenti delle Autorità stesse dovrebbero rappresentare un sicuro percorso per gli operatori del settore, che non dovrebbero incontrare interventi sanzionatori laddove abbiano operato in ottemperanza a tali dettami.

Si è dato così particolare risalto al ruolo della *soft law* e degli organismi di risoluzione dei conflitti all'interno delle autorità di vigilanza le cui decisioni, pur non essendo dotate di esecutività, finiscono per aver un pieno riconoscimento nel mercato per l'autorevolezza dei decisori e per la pubblicità delle decisioni. Importante anche il ruolo dei siti internet istituzionali che raccolgono e ordinano la normativa di settore, le linee guida, gli orientamenti interpretativi della autorità anche sotto forma di risposta a FAQ (*frequently asked questions*) e

⁵ Vedi *supra* p. 99.

⁶ Si tratta, come detto (v. *supra* cap. I nota 54), di interventi che riguardano in prevalenza i rapporti di massa. Si pensi alla rilevanza degli interventi di ABF in tema di mutui usurari che hanno rappresentato importanti criteri orientativi per gli operatori nei rapporti con la clientela.

le decisioni degli organi di soluzione alternativa delle controversie come ABF. Il nostro vuole essere elenco puramente esemplificativo di contenuti che, inseriti nei siti delle autorità di controllo, finiscono per svolgere quella funzione che nell'età moderna hanno avuto i codici e che ora si è persa nel proliferare delle leggi speciali e normazione secondaria⁷.

Con particolare riguardo agli investitori istituzionali, occorre coordinare il rischio di liquidità con quello di redditività con tecniche di gestione piuttosto che di eliminazione del rischio che è condizione di ogni attività di impresa.

La stessa prudenzialità non può portare all'eliminazione dei rischi ma alla loro gestione. Il nuovo *framework* regolamentare introduce, seppur in modo differenziato tra le Banche e i diversi intermediari vigilati, la necessità di maggior presidio del rischio di liquidità rispetto alla precedente regolamentazione. Si distingue un *funding liquidity risk* relativo a possibili difficoltà per gli intermediari di far fronte ai deflussi di cassa attesi e inattesi dovuti a passività e un *market liquidity risk* relativo alla possibile difficoltà di convertire in moneta attività finanziarie senza subire una decurtazione del prezzo.

Per parlare di processo di gestione del rischio (*risk management*), è necessario, partire dalle stesse accezioni con cui è utilizzato il termine «rischio» nelle scienze economiche. Qui il rischio assume non solo la accezione negativa di possibilità di accadimento di fatto av-

⁷ Sul punto si ricorda M. PAPA, *Dal codice penale «scheumorfico» alle playlist. Considerazioni inattuali sul principio della riserva di codice*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2018, pp. 151-152. L'autore a partire dal principio della riserva di codice di cui all'art. 85, lett. q), della legge delega della riforma Orlando (l. n. 103/2017), osserva come: «un progetto di riorganizzazione e razionalizzazione del sistema del diritto penale non può che essere, oggi, globale, policentrico, a rete. E riguardare probabilmente l'intero sistema legislativo.

Come procedere è difficilissimo a dirsi, anche perché il problema delle forme organizzative della legislazione si lega sempre a quello dei contenuti normativi e delle tecniche di redazione delle singole norme, problemi questi ultimi che non possiamo qui neanche sfiorare. Il fatto incoraggiante è che oggi disponiamo di strumenti informativi attraverso i quali possiamo provare a concepire e strutturare in modo razionale, accessibile, l'intero «villaggio globale» del diritto, e del diritto penale in particolare. Le norme penali sono suscettibili di costituire base di dati, la cui struttura non è condizionata da alcun predeterminato assetto fisico, materiale. Nel mondo digitale, nessuna norma è inchiodata ad un luogo, nessuna è confinata ineluttabilmente in una determinata «residenza anagrafica». La materia è fluida ed è solo chi organizza dati a stabilire le regole della loro gestione».

verso, come è nelle scienze assicurative, ma un significato neutro come possibile scostamento rispetto agli obiettivi. Il termine è neutro in quanto si può avere sia uno scostamento negativo, e in questo caso si parla di minaccia che può ostacolare la creazione di valore o erodere quello esistente, sia uno scostamento positivo e in questo caso di parla di opportunità. Il rischio è quindi la combinazione tra la probabilità che un determinato evento si verifichi e le conseguenze (impatto/danno) che questo evento provoca al suo realizzarsi⁸.

I rischi possono essere definiti anche come tutti gli eventi futuri e incerti che possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi strategici, operativi e finanziari di un'organizzazione pubblica, privata o sociale, associazione, gruppo o individuo (da ora in poi si parlerà genericamente del «soggetto»).

Il concetto di rischio viene solitamente identificato attraverso tre elementi che lo caratterizzano:

1. il verificarsi di un evento,
2. l'incertezza sul se e sul quando l'evento si realizzerà,
3. la presenza di un effetto che origina dal suddetto evento.

Gestire il rischio significa quindi agire sulla probabilità di accadimento di un evento e/o sulle sue conseguenze negative o positive.

Ciò posto dar vita ad un processo di gestione del rischio vuole dire realizzare un insieme coordinato e sistematico di azioni, iterative e continuamente aggiornate, funzionale al rispetto degli obiettivi di un soggetto, volto ad identificare e gestire rischi di diversa natura, con lo scopo di creare e preservare valore per il soggetto stesso e per i suoi *stakeholders*.

Diventa in tale logica centrale la individuazione degli obiettivi del soggetto, in quanto la gestione del rischio è tesa proprio ad evitare o minimizzare gli ostacoli e, quindi, gli eventi dolosi o accidentali, frapposti al raggiungimento dei suddetti obiettivi. Obiettivi che possono essere di diversa natura: strategici, operativi, economici, di sicurezza, di *compliance*.

⁸ Si veda per una ricostruzione delle tecniche di gestione del rischio nelle istituzioni finanziarie e nelle altre imprese J.C. HULL, *Risk management e istituzioni finanziarie*, Milano, Pearson, 2008; D.M. SALVIONI, *Governance, Risk Management and Business Effectiveness in Global Firm*, in D. TIPURIC e M. DABIC (a cura di), *Management, Governance, and Entrepreneurship. New Perspectives and Challenges*, Darwen, Access Press UK, 2012.

Gli obiettivi strategici rappresentano i traguardi che il soggetto si prefigge di raggiungere per realizzare con successo la propria missione. In particolare, gli obiettivi strategici faranno riferimento ad un orizzonte temporale pluriennale ed avranno un elevato grado di rilevanza, richiedendo uno sforzo di pianificazione per lo meno di medio periodo.

Un obiettivo è operativo quando individua risultati concreti che occorre realizzare per raggiungere l'obiettivo strategico. Deve essere realmente concreto anche in termini di verificabilità attraverso indicatori.

I principi di sviluppo e attuazione del *risk management*, definiti dai principali standard⁹, riassumono l'approccio, le finalità e le caratteristiche di un sistema di gestione del rischio efficace. In linea generale, i principi prevedono che il processo di gestione sia collegato agli obiettivi del soggetto e ne favorisca il perseguimento. Occorrerà trattare in maniera sistematica, strutturata e tempestiva l'incertezza sulle base delle migliori informazioni disponibili. Il processo dovrà essere altresì costruito su misura per il soggetto in modo che sia dinamico, iterativo e che si adatti al cambiamento con un *follow up* continuo che consenta il miglioramento e il rafforzamento dei risultati.

Le fasi e azioni ricorrenti di un processo di *risk management* degli enti possono essere così sintetizzate:

– analisi del contesto, rilevazione dei fattori di rischio interni ed esterni al soggetto, attraverso ad esempio l'osservazione dell'organizzazione, dei suoi processi, degli individui e delle dinamiche che li caratterizzano, del contesto socio-economico in cui essa opera;

⁹ Tra i principali standard riconosciuti e applicati a livello internazionale si annoverano: l'*Enterprise Risk Management Framework* - ERM prodotto e pubblicato nel 2004 dal *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*; l'ISO 31000:2009, emanato dall'*International Organization for Standardization*. A tali standard di taglio generale, si aggiungono una serie di linee guida specifiche. Ad esempio per la gestione del rischio di frode e corruzione ricordiamo: la «*Fraud Risk Management: A Guide to Good Practice*», emanata nel 2002 dal CIMA - *Chartered Institute of Management Accountants*, e aggiornata nel 2009; la «*Managing the Business Risk of Fraud: a practical guide*», emanata nel 2008 dall'*Institute of Internal Auditors*, dall'*American Institute of Certified Public Accountants* e dall'*Association of Certified Fraud Examiners*. Infine, di recente pubblicazione, è lo standard ISO 37001:2016 sui sistemi di gestione anticorruzione.

- identificazione degli eventi di rischio attraverso la mappatura degli eventi potenziali che possono pregiudicare il conseguimento degli obiettivi del soggetto e l'analisi delle modalità operative e delle cause determinanti dei rischi;
- stima della probabilità di accadimento e dell'impatto generato sulla base di tecniche quantitative e/o qualitative;
- valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia del sistema di controllo esistente in relazione ai rischi identificati, per evidenziare il rischio residuo;
- ponderazione del rischio secondo livelli rilevati sulla base di criteri predefinitivi al fine di decidere quali rischi trattare e con quali priorità;
- trattamento del rischio con individuazione delle soluzioni individuate per modificare il rischio;
- monitoraggio e valutazione, finalizzati a verificare l'attuazione e valutare l'efficacia delle soluzioni di trattamento del rischio individuate;
- *continuous reporting* e comunicazione, in caso enti, finalizzati alla rendicontazione agli organi di vertice e al management delle informazioni prodotte ed elaborate dal sistema di *risk management* in modo da supportare le loro decisioni e azioni, creando una cultura del rischio condivisa e un atteggiamento funzionale all'efficacia del sistema organizzativo.

Le tecniche di gestione del rischio stanno, per certi aspetti, sostituendo il diritto nella organizzazione del sociale basti pensare all'uso dei modelli gestionali specificamente pensati per la prevenzione delle frodi e della corruzione, per la tutela dei dati personali e potremmo continuare. Con questo non vogliamo negare l'utilità dei processi di gestione di rischi soprattutto quando condividono nei propri fini i valori ordinamentali¹⁰. Si pensi agli obiettivi nella *data protection* come delineati nelle premesse del Regolamento UE 2016/679 ove, nel declamare i fini dell'intervento comunitario, si dice che «(l)a protezione

¹⁰ Il rischio è che l'attenzione si concentri sul rispetto formale delle procedure perdendo di vista il quadro valoriale di riferimento che ne rappresenta il fine. Sul l'uso improprio di procedure è emblematico il libro di M. ALVESSON e A. SPICER, *The Stupidity Paradox*, London: Profile Books Ltd, 2016. Tra le varie forme di stupidità gli autori individuano quella funzionale che intendono come incapacità nel far uso delle proprie capacità cognitive e riflessive perché distratti dall'incedere di procedure e protocolli che ci fanno adattare a modi di pensare precostituiti.

delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati di carattere personale è un diritto fondamentale. L'articolo 8, paragrafo 1, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea («Carta») e l'articolo 16, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea («TFUE») stabiliscono che ogni persona ha diritto alla protezione dei dati di carattere personale che la riguardano.» Vorremmo piuttosto evidenziare come occorra una maggiore interazione tra scienze economico-statistiche e scienze giuridiche nella individuazione degli strumenti gestionali e nell'analisi dei dati giuridici che possano costituire indicatori di identificazione, stima e valutazione dei fattori di rischio.

È possibile che effetti giuridici rappresentino i fattori di rischio, come da noi evidenziato con riferimento ai problemi di «predittibilità» della risposta giuridica con riguardo all'applicazione delle regole sul *risk management* degli investitori istituzionali e delle regole sui contratti di investimento dei privati.

Il diritto non è solo parte delle informazioni necessarie per la gestione ma anche strumento di gestione.

In caso di investimenti di lungo periodo, le evenienze che possono incidere sul raggiungimento degli obiettivi, possono essere gestite con strumenti giuridici, in particolare contratti, che consentano «adattamenti» degli scenari possibili, il che importa di riflettere sulle dinamiche tra rischio e contratto, sulla definizione di «scommessa»¹¹. La diffusione di contratti di gestione/traslazione del rischio nella loro complessità dovrà portare a riflessioni sulla meritevolezza degli stessi¹²

¹¹ V. *supra* cap. III par. 4.3.

¹² Sul controllo di contenuto dei contratti E. LA ROSA, *Percorsi della causa nel Sistema*, Torino, Giappichelli, 2014, p. 74; M. COSTANZA, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 423; P. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in *Id.*, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, Esi, 2003, p. 395 ss.; *Id.*, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, Esi, 1984, p. 235; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia private*, Milano, Giuffrè, 1974, p. 105. Alcuni autori spostano l'attenzione sul consenso dell'investitore «L'alea razionale garantisce la liceità del compenso probabile dell'intermediario e responsabilizza l'investitore, eliminando la questione della liceità dei c.d. costi impliciti».

La trasparenza del rischio consente di osservare quel che, invece, l'intrasparenza impedisce: e cioè che il fatto che l'investitore concluda un contratto derivato caratterizzato da uno squilibrio anche particolarmente elevato, è irrilevante, sul piano della validità del contratto, come è irrilevante che, nei contratti con causa di scambio, il

e sul rispetto delle regole della distribuzione di prodotti finanziari ove applicabili¹³.

La gestione del rischio di liquidità in particolare non importa solo protocolli e procedure, ma piuttosto la necessità di trovare un portafoglio ottimale di copertura della liquidità tale da generare sufficiente capacità di controbilanciamento se non con certezza, con un'alta probabilità.

Si può pensare di acquisire attività che possono generare flussi di cassa futuri compensando i deflussi.

Si può pensare a strumenti di controbilanciamento dinamici attraverso l'uso di linee di credito, vendite di attività e pronti contro termine al fine di generare liquidità nel momento esatto in cui il flusso di cassa contrattuale netto non può bilanciarsi da solo nonché contratti finanziari di coperture di possibili perdite.

La «miopia decisionale» degli investitori trova tra le proprie cause anche cause giuridiche e in particolare quella che abbiamo definito come una carenza di predittività del diritto in considerazione della mutevolezza del contesto giuridico che restringe gli orizzonti decisionali. Le regole di *governance*, improntate alla trasparenza, e di informativa impongono informazioni di breve periodo che falsano le politiche decisionali degli investitori. Una *governance* degli intermediari finanziari orientata alla gestione del rischio e in particolare al rischio di liquidità finisce per allontanarli dal mercato dei LTI.

Giuridiche possono essere anche le soluzioni non solo in termini di un ripensamento delle tecniche ordinanti il mercato finanziario, ma pure attraverso strumenti/contratti che possono agevolare gli investimenti di lungo periodo nella gestione dei rischi ad essi collegati.

compratore corrisponda per l'acquisto di un bene un corrispettivo anche molto superiore rispetto al suo valore c.d. di mercato. Ciò che conta è che il contraente nello scambio, conosca l'oggetto del suo acquisto e, di conseguenza, che la sua dichiarazione contrattuale cada su qualcosa, di cui egli è consapevole. Quanto poi il contraente, consapevole, lo paghi, è affar suo. Nella scommessa finanziaria, il contraente non acquista un bene, bensì assume un'alea, e ciò che rileva è che egli, entrando nella scommessa, sia a conoscenza della distribuzione qualitativa del rischio»: D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, pp. 1121 s.

¹³ V. *supra* cap. III, par. 2.

Nella stessa collana:

1. PIETRO SIRENA (a cura di), *Oltre il «positivismo giuridico». In onore di Angelo Falzea*, 2012.
2. SARA LANDINI, *Le invalidità del negozio testamentario*, 2012.
3. ANNA BIZZARRO, *La priorità temporale nella circolazione giuridica contrattuale*, 2012.
4. ADRIANA ADDANTE, *Autonomia privata e responsabilità sociale dell'impresa*, 2012.
5. ELISA DE BELVIS, *La successione necessaria tra storie e riforme*, 2013.
6. ROSSANA PENNAZIO, *Rischio e sopravvenienze*, 2013.
7. ANGELO SPATUZZI, *La prelazione di fonte volontaria*, 2013.
8. STEFANO PAGLIANTINI e ALBERTO M. BENEDETTI, *Profili sull'invalidità e la caducità delle disposizioni testamentarie*, 2013.
9. SABRINA LANNI e PIETRO SIRENA (a cura di), *Il modello giuridico – scientifico e legislativo – italiano fuori dall'Europa*, 2013.
10. ALBERTO DE FRANCESCHI, *I limiti negoziali alla cessione del credito. L'evoluzione della disciplina italiana nel contesto europeo e internazionale*, 2014.
11. MATTEO MARIA FRANCISSETTI BROLIN, *Danno non patrimoniale e inadempimento. Logiche «patrimonialistiche» e valori della persona*, 2014.
12. ROBERTA S. BONINI, *Destinazione di beni ad uno scopo. Contributo all'interpretazione dell'art. 2645 ter c.c.*, 2015.
13. VALERIA CORRIERO, *Autonomia negoziale e vincoli negli atti di destinazione patrimoniale*, 2015.
14. GIOVANNI PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, 2015.
15. CORRADO CHessa, *Il forfaiting*, 2016.
16. RICCARDO MAZZARIOL, *Comproprietà e vendita di cosa altrui*, 2016.
17. GABRIELE SALVI, *Validità ed efficacia del divieto convenzionale di alienazione*, 2016.
18. GIANFRANCO ORLANDO, *Mutuo dissenso. Contributo per una teoria della causa di «neutralizzazione» degli atti giuridici*, 2016.
19. ALESSANDRA PISU, *L'adeguamento dei contratti tra ius variandi e rinegoziazione*, 2017.

20. FABRIZIO CALISAI, *Ricchezza, arricchimento e criteri di attribuzione*, 2017.
21. GIOVANNI IORIO, *Profili civilistici dei partiti politici. Statuti, prassi, tecniche legislative*, 2018.
22. VINCENZO BARBA, *Contenuto del testamento e atti di ultima volontà*, 2018.
23. SARA TOMMASI, *La tutele del consumatore nei contratti di credito immobiliare*, 2018.
24. GIULIANA CERDONIO CHIAROMONTE, *Il contratto telematico sotto nome altrui*, 2018.
25. GIANNI BALLARANI, *Il matrimonio concordatario nella metamorfosi della famiglia*, 2018.
26. ROLANDO QUADRI, *La rinuncia al diritto reale immobiliare. Spunti di riflessione sulla causa dell'atto unilaterale*, 2019.
27. SILVIA BRANDANI, *Simulazione assoluta e autonomia negoziale*, 2019.
28. VITTORIO OCCORSIO, *Pegno non possessorio e tutela dei creditori*, 2019.



LA BUONA STAMPA

Questo volume è stato impresso
nel mese di luglio dell'anno 2019
per le Edizioni Scientifiche Italiane s.p.a., Napoli
Stampato in Italia / Printed in Italy
red.nignat - ftc.desgiu

Per informazioni ed acquisti

Edizioni Scientifiche Italiane - via Chiatamone, 7 - 80121 Napoli
Tel. 0817645443 - Fax 0817646477
Internet: www.edizioniesi.it

