

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA CATTEDRA DI DIRITTO CIVILE

RISK MANAGEMENT: REGOLE E RESPONSABILITA'

RELATORE

Prof. Mario Nuzzo CANDIDATO

Caponi Alessandro

CORRELATORE Matr. 043023

Prof. Attilio Zimatore

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

INDICE

INTRODUZIONE	
I – La gestione del rischio in azienda	6
II – La trasformazione del contesto	8
CAPITOLO 1	
EVOLUZIONE STORICA, FINALITÀ E METODOLOGIE DEL RISK MANAGEMENT	
1 – Il quadro normativo di riferimento	13
2 – Il concetto di Rischio	18
2.1 – Le principali classificazioni dei rischi	19
2.1.1 – Rischi imprenditoriali ed associati	21
2.1.2 – Rischi puri e speculativi	23
2.1.3 – Rischi interni ed esterni	24
2.1.4 – Rischi strategici ed operativi	25
2.1.5 – Rischi sistematici e specifici	28
3 – Definizione di Risk Management	31
3.1 – Evoluzione del Risk Management	33
3.2 – Risk Management oggi	36
4 – Risk Management, Corporate Governance e SCI	39
4.1 – Framework, Fonti di diritto e Codici di comportamento	43
5 – Il processo di Enterprise Risk Management	46
5.1 – I soggetti coinvolti	49
5.1.1 – Organo con funzione di supervisione strategica	51
5.1.2 – Organo con funzione di gestione	52
5.1.3 – Organo con funzione di controllo	56
5.2 – Le fasi del processo	58
5.2.1 – Identificazione della propensione al rischio	61
5.2.2 – Definizione degli obiettivi strategici	64
5.2.3 – Il Risk Assessment	66
5.2.3.1 – Identificazione dei rischi	67

5.2.3.2 – Valutazione del rischio	71
5.2.3.3 – La scelta legislativa	74
5.2.4 – Risposta al rischio	78
5.2.5 – Lo Stress Testing	84
5.2.6 – La determinazione del capitale interno complessivo	85
5.2.7 – Attività di controllo	87
5.2.8 – Informazioni e comunicazioni	90
5.2.9 – Monitoraggio	92
6 – Conclusioni	93
CAPITOLO 2	
La Disciplina	
1 – La riforma dei mercati	95
2 – La disciplina previgente	96
3 – La responsabilità da prospetto	98
3.1 – L'omessa pubblicazione del prospetto	105
4 – La crisi del risparmio	108
4.1 – Offerta pubblica indiretta e sollecitazione all'investimento	111
5 – Il primo intervento legislativo: D. Lgs. n. 310 del 2004	118
5.1 – La Legge n. 262 del 28 dicembre 2005	120
5.2 – Deleghe al Governo e Direttiva 2003/71/CE	127
5.3 – La normativa di recepimento: D. Lgs. n. 303/2006 e D. Lgs. n. 51/2007	129
6 – La nuova disciplina dell'appello al pubblico risparmio	130
7 – La nuova responsabilità da prospetto	135
7.1 – I soggetti attivi dell'azione di responsabilità da prospetto	136
7.2 – I soggetti passivi dell'azione di responsabilità da prospetto	137
7.3 – Condotta sanzionata ed evento dannoso	141
7.4 – Il nesso di causalità	143
7.5 – L'intermediario responsabile del collocamento	145
7.6 – La tutela nell'attuale disciplina da prospetto	149
8 – L'Articolo 100bis del TUF	153
8 1 – L'ampliamento dell'offerta al pubblico	155

8.2 – La sistematica rivendita	157
9 – Il nuovo quadro normativo	170
CAPITOLO 3	
RISK MANAGEMENT E CIRCOLAZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI	
1 – Il quadro normativo	172
2 – Il processo di Risk Management ICAAP	172
2.1 – Propensione al rischio ed obiettivi strategici	173
2.3 – Risk Assessment:	176
2.3.1 – Identificazione dei rischi	177
2.3.2 – Valutazione del rischio	181
2.4 – Stress Testing	182
2.5 – Risk Response	183
2.6 - Controllo, Informazione e Monitoraggio	188
3 – Conclusioni	190
CAPITOLO 4	
TUTELA E RESPONSABILITÀ	
1 – La tutela ex art. 100bis del TUF	191
1.1 – I soggetti attivi	192
1.2 – I soggetti passivi	196
1.3 – La condotta sanzionata	197
1.4 – L'azione di nullità	199
1.5 – Il risarcimento del danno	203
1.6 – Il rapporto tra le due tutele	208
1.7 – Conclusioni	215
2 – Mercato finanziario ed evoluzione della tutela	216
2.1 – L'ordinanza di remissione alle Sezioni Unite della Cassazione	217
2.2 – L'orientamento delle Sezioni Unite	222
2.3 – Il contributo evolutivo dell'art. 100bis del TUF	224
2.4 – Conclusioni	230
3 – Le responsabilità interne all'intermediario	232

3.1 – La responsabilità degli amministratori	233
3.2 – Profili di imputazione delle responsabilità	239
3.3 – Nesso di causalità	244
3.4 – Danno risarcibile	247
4 – Conclusioni	249
BIBLIOGRAFIA	253

INTRODUZIONE

I – LA GESTIONE DEL RISCHIO IN AZIENDA

Le singole imprese, come il sistema produttivo in generale hanno sempre attinto all'innovazione quale principale fattore di sviluppo.

In particolare, pur continuando l'evoluzione nei campi dell'informatica, della comunicazione e del marketing, gli ultimi decenni sono stati caratterizzati da una notevole crescita dell'attenzione per le tematiche attinenti la gestione del rischio, altrimenti detto Risk Management¹. Le aziende hanno sentito sempre più pressante la necessità di adottare modelli di riferimento in grado di identificare, misurare e valutare gli eventi incerti gravanti sull'organizzazione e sulle sue performance.

È peraltro innegabile che l'attenzione nei confronti dei rischi e della loro gestione sia letteralmente esplosa sull'onda emotiva dei clamorosi fallimenti e scandali finanziari che nel decennio passato hanno investito numerose imprese di livello mondiale, danneggiando gravemente azionisti, personale dipendente, creditori ed ogni altra categoria di stakeholder².

Questi scandali hanno rivelato come oggi le aziende operino in un contesto caratterizzato non più solo dal semplice rischio d'impresa. La crescente competitività ed incertezza, l'imperante globalizzazione, i repentini ed imprevedibili cambiamenti normativi, le nuove tecnologie, le attese dei clienti rapidamente mutevoli sono solo alcuni dei fattori che nel tempo hanno spinto le aziende a trovare una soluzione ai troppi fattori di incertezza, cercando di anticipare e gestire gli eventi futuri.

Peraltro l'attività d'impresa non può prescindere da un certo livello di rischio nelle proprie scelte³, riducendosi altrimenti a prendere decisioni puramente conservative,

¹ In proposito si veda, tra gli altri, Barlow D., "The Evolution of Risk Manager", in Risk Management, in "Risk Management", April 1993, No. 4, pp. 30-36.

² Stakeholder: portatore di qualsivoglia interesse nell'attività aziendale e senza il cui appoggio un'azienda non è in grado di sopravvivere (da "stake" che significa posta, scommessa ed "holder" che significa portatore). Il concetto di stakeholder è stato teorizzato per la prima volta dallo Stanford Research Institute nel 1963 per indicare tutti coloro che hanno un interesse. Il termine, comunque, è ormai di uso comune, si lega al concetto di portatori di interessi e non solo di diritti, contrapponendosi così all'espressione "shareholder", che identifica il possessore delle azioni, vale a dire il portatore di interessi e diritti economici precisi. (fonte: http://it.wikipedia.org/)

³ Il rilievo che assume il fattore del rischio nell'economia dell'impresa è stato oggetto degli studi economici dai primi anni del '900. Nella ampissima letteratura in merito si segnalano i pregevoli contributi di Sassi S., "Il sistema dei rischi d'impresa", Milano, 1940; Bertini U., "Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale", Pisa, 1969; Borghesi A., "La gestione dei rischi di azienda", Padova, 1985; Ferrero, G. "Istituzioni di economia d'azienda", Giuffrè, Milano, 1968. Tra

disincentivando il management a percorrere strade innovative e redditizie, seppur rischiose, e di fatto azzerando così la capacità imprenditoriale di soddisfare le aspettative di investitori, clienti, mercati e stakeholder.

Partendo, dunque, dal presupposto che il rischio è un elemento endemico all'attività d'impresa, le aziende, di fronte all'ovvia impossibilità di eliminarlo, non tentano più solo di limitarne i danni, ma mirano a gestirlo attivamente, mutando il proprio approccio da passivo e fatalista in reattivo e proattivo⁴.

Infatti solo modificando l'approccio al rischio ed adottando strumenti per la sua gestione, i vertici aziendali ed il management sono in grado di adottare le proprie scelte in modo razionale, ponderato e consapevole, potendo disporre di un vero e proprio "portafoglio" rappresentativo del profilo di rischio dell'azienda.

Gestendo i rischi in modo efficace, le aziende non solo possono contenere e minimizzare i danni nel caso in cui un evento incerto si manifesti, ma sono così in grado anche di sfruttare in maniera proattiva le opportunità che l'evento incerto prospetta per il raggiungimento degli obiettivi aziendali prefissati.

Il rischio, oggigiorno, non è visto più solo come un onere da sopportare, ma, al contrario, è percepito quale possibile fattore di successo, foriero di concreti vantaggi competitivi.

Come la dottrina ha infatti evidenziato, un'attenta gestione del rischio consente un tangibile aumento dell'efficienza allocativa delle risorse aziendali al proprio interno e quindi delle stesse performance, comportando vantaggi ad ogni livello, aziendale e non⁵.

Grazie ad un'efficace attuazione del Risk Management gli azionisti vedrebbero aumentare il valore delle proprie quote di partecipazione; l'azienda otterrebbe un maggiore apprezzamento sul mercato, oltre ad una minore onerosità nel reperire capitale di debito; i manager ed i dipendenti troverebbero senz'altro benefici di status, carriera e retribuzione, grazie alla migliorata redditività aziendale; finanche il

i contributi più recenti si segnalano Troina G., "Lezioni di economia aziendale", Roma, 1999, e Golinelli G.M., "L'approccio sistemico al governo dell'impresa", vol. II, Padova, 2000.

⁴ «Un risk manager (o una squadra) da solo non può vedere tutto, fare tutto e sapere tutto. Ecco perché il suo ruolo principale... deve essere quello di sviluppare uno stato d'animo, o una consapevolezza del rischio, in maniera che tutti si comportino responsabilmente...» in Settembrino F., "Risk management in enterprise: a systemic approach", 1994.

⁵ Tra gli altri in proposito si veda Bertini U., op. cit., Pisa, 1969; Bettinelli C., "Il sistema di controllo per la creazione di valore nelle imprese" in Amm. & fin., n. 13/2007; Nocco B.W. – Stulz R.M., "Enterprise Risk Management: Theory and Practice", 2006.

sistema economico generale potrebbe giovarsi di un soggetto di mercato capace di gestire i rischi ed allocare così nel modo più efficiente le proprie risorse, forte di una maggiore solidità e resistenza al rischio di fallimento, in grado di stimolare una sana e corretta concorrenza.

Nonostante i prospettati vantaggi, l'attenzione del management è incentrata ancora troppo sui mercati, sui clienti e sui prodotti, e troppo poco sui rischi. Non di rado le decisioni del vertice aziendale prescindono da un'oggettiva ed accurata valutazione dei rischi⁶. Tale insufficiente considerazione da parte del management può condurre, tra l'altro, a strategie non efficaci, insuccessi nel lancio di prodotti, scarsa competitività, cattiva gestione del contenzioso legale, con conseguenze negative per ogni soggetto coinvolto a qualsiasi titolo nell'azienda.

II - LA TRASFORMAZIONE DEL CONTESTO

Solo in tempi recenti la comunità economico-finanziaria ha riconosciuto al Risk Management il ruolo di vero pilastro del successo aziendale. Oggi è possibile affermare, senza timore di smentita, che una corretta gestione del rischio sia divenuta un tratto distintivo di un'azione imprenditoriale efficace ed una caratteristica essenziale del miglior management possibile.

Come detto, a tale riconoscimento ha di certo contribuito "l'onda emotiva" dei clamorosi scandali finanziari e fallimenti che hanno travolto numerose grandi imprese, tra cui Enron, Worldcom, Parmalat, Cirio e Lehamn Brothers.

Tuttavia, come spesso accade, questi eventi clamorosi sono solo la naturale conseguenza dell'incapacità di determinate realtà imprenditoriali ad adeguarsi alle mutate condizioni del contesto di riferimento: i crack finanziari hanno colpito quelle imprese ed aziende che non sono state in grado di individuare, valutare e gestire i rischi dei nuovi contesti in cui si sono trovate ad operare.

In particolare, nell'attuale momento storico le principali circostanze, che hanno ridefinito il quadro economico-finanziario ed hanno così portato in auge il Risk Management, sono principalmente quattro:

- l'evoluzione dei modelli organizzativi adottati dalle imprese;
- i mutamenti del contesto economico-sociopolitico in cui operano le imprese;
- il modificato rapporto tra stakeholder e management aziendale;

⁶ Cfr. Misani N. e Tagliavini P., "Rapporto Risk Management - Indagine generale sul Risk Management in Italia", Space, Egea, Università Bocconi, Milano, 1999.

- le implicazioni di tali mutamenti sulle dinamiche competitive dei mercati.

In passato le strutture aziendali erano abbastanza semplici, in quanto governate con una logica accentratrice, caratterizzata da un processo decisionale in cui salda e forte era la presenza dell'imprenditore/proprietario (le c.d. aziende "imprenditoriali"). Purtroppo il tessuto economico del nostro Paese si caratterizza ancora oggi per una cospicua presenza di questa tipologia di aziende⁷.

Tale modello organizzativo e di governance implica una gestione del rischio integrata, in quanto accentrata nella figura dell'imprenditore, e quindi tendenzialmente non strutturata ed approssimativa.

Oggi l'evoluzione dei mercati internazionali ha invece proclamato l'affermazione di realtà aziendali complesse, con una struttura organizzativa molto articolata, fortemente specializzata e decentrata (le c.d. aziende "manageriali"). La crescente complessità ed articolazione della struttura aziendale, nonché la conseguente suddivisione e specializzazione delle funzioni, finanche al vertice, preclude al management una visione sistemica dei rischi ai quali l'azienda è esposta, dovendosi giocoforza focalizzare principalmente su singoli segmenti di attività.

Pertanto, mentre in passato nell'azienda "imprenditoriale" la gestione del rischio poteva esser svolta con risultati sufficienti direttamente dal vertice imprenditoriale, oggigiorno il management, al vertice di strutture aziendali troppo complesse e decentrate, privo perciò di un'imprescindibile visione d'insieme, necessita di una specifica funzione che lo supporti nella gestione del rischi, coordinando a più livelli i diversi segmenti di attività.

In secondo luogo è inevitabile considerare gli eventi che hanno trasformato lo scenario economico, politico e sociale in cui le aziende operano. Gli ultimi decenni hanno proposto importanti mutamenti, quali, tra gli altri l'allargamento dell'Unione Europea, l'affermazione sui mercati internazionali di economie emergenti, l'invecchiamento della popolazione nei paesi industrializzati, la crescente immigrazione dai paesi del terzo mondo. A tutto ciò va aggiunto un contesto normativo in continuo fermento, sia a livello europeo che nazionale, incentrato sul tentativo di attribuire la giusta tutela alle nuove istanze sociali, come la protezione dell'ambiente e dei consumatori.

⁷ Cfr. Misani N. e Tagliavini P., 1999, op. cit..

Inoltre foriero di trasformazione è stato senz'altro l'avvento dell'ICT, ovvero Information and Communications Technology, che ha consentito l'espansione del mercato, un tempo locale, divenuto in pochi anni globale. L'apertura ai mercati internazionali ha provocato però l'aggravamento, tra gli altri, del problema individuato dalla teoria dell'agenzia⁸, a causa della separazione e sempre maggiore distanza tra proprietà dell'azienda e controllo manageriale della stessa.

Inoltre l'evoluzione dell'ICT ha consentito ad investitori e stakeholder di reperire informazioni complete e dettagliate sugli operatori economici e di confrontare molto meglio le diverse opportunità di mercato.

Il management ha perciò visto mutare nel tempo il proprio rapporto con investitori e stakeholder, che oggi sono in grado di pretendere una maggiore trasparenza nella gestione aziendale, nonché maggiori redditività e produttività, in forza di una concorrenza di mercato sempre più agguerrita, in quanto "globalizzata" e più trasparente.

Per completare il quadro è necessario citare gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, che hanno provocato l'immediato crollo delle borse internazionali ed una crisi economica a livello mondiale, di cui ancor'oggi si subiscono le conseguenze. Da quel momento i mercati sono stati caratterizzati da una turbolenza ed una volatilità vertiginose, mai riscontrate prima, determinando un clima di generale incertezza che condiziona fortemente gli investimenti ed il modo di governare le imprese.

Tutte queste trasformazioni, intervenute nel contesto aziendale, socio-politico ed economico hanno fatto emergere nuovi fattori di rischio, sconosciuti in passato, che contribuiscono ogni giorno a rendere più complicato ed incerto il lavoro del management, che si rende oramai conto di quanto il tradizionale metodo di gestione dell'impresa sia inadeguato alla luce dell'attuale contesto "globalizzato".

Teoria dell'agenzia: la relazione di agenzia è definita da Jensen e Meckling (1976) come un contratto per cui una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente". Il contratto di agenzia presenta dei rischi, dovuti al comportamento opportunistico delle parti, per massimizzare la propria utilità, come, ad esempio, l'asimmetria informativa a vantaggio dell'agente in merito all'esecuzione della mansione. La teoria dell'agenzia suppone che i comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili, ma solo contenibili, e che è praticamente impossibile che l'agente operi nell'interesse del principale. Questo genera i cosiddetti "costi di agenzia". Tale teoria ha avuto molta influenza in particolare sullo sviluppo dei sistemi retributivi di manager, nel ruolo di agenti, basati non su una retribuzione fissa, ma su un tipo di retribuzione variabile in base ai risultati dell'impresa e su altri tipi di incentivi (partecipazione azionaria, stock option) volti a limitare i comportamenti opportunistici dei manager.

Le aziende, reagendo in un primo momento ai mutamenti intervenuti, hanno mostrato un elevato dinamismo strutturale e procedurale, nel tentativo di adeguarsi al nuovo contesto. Tuttavia, aggrappandosi ancora alle vecchie ed inadeguate metodologie di management aziendale, la conseguenza è stata la continua modifica e revisione dei modelli di business, che ha provocato una sostanziale instabilità degli strumenti cognitivi del management. Il risultato finale è stata l'ulteriore difficoltà nei processi interni di comunicazione, con conseguente accresciuta incertezza ed approssimazione della gestione manageriale.

In conclusione le trasformazioni del contesto, in cui le aziende operano, da un lato hanno mostrato un'elevata intensità e rapidità, dall'altro una pervasività e diffusione tali da sconvolgere i vigenti modelli di business e travolgere persino realtà aziendali multinazionali.

Oggi l'azienda deve pertanto considerare il rischio quale fattore ineliminabile nell'azione del management, che va gestito in modo proattivo, utilizzando soluzioni organizzative ben definite e condivise, capaci di integrare la gestione del rischio all'interno dei generali processi decisionali del management.

Ecco spiegata la crescente attenzione che negli ultimi anni il Risk Management va assumendo nella letteratura manageriale, nella prassi aziendale⁹ e, non da ultimo, nella considerazione del legislatore.

L'adozione del Risk Management è apparsa quale unica plausibile soluzione alla crescente incertezza che caratterizza il mutato contesto economico, politico e sociale, sino ad influenzare sempre più i processi aziendali finalizzati alla creazione di valore. Vi è di più. Il Risk Management consente di prevenire e gestire i rischi, non solo in modo da tutelare il raggiungimento degli obiettivi fissati in sede di pianificazione delle strategie aziendali, ma addirittura trasformando gli stessi rischi in nuove fonti di opportunità e business per coloro che siano in grado di anticiparli e governarli.

In conclusione il Risk Management si presenta come uno strumento a disposizione dei vertici aziendali per la gestione efficace ed efficiente dell'impresa nel nuovo contesto socio-politico-economico e per soddisfare, al tempo stesso, le crescenti attese e pretese degli stakeholder, in termini di rendimento e di trasparenza.

⁹ Tra gli altri si veda D'Onza Giuseppe, "Il sistema di controllo interno nella prospettiva del Risk Management", Giuffrè, Milano, 2008.

Solo il Risk Management è oggi in grado di adempiere a tali compiti nel rispetto delle specificità gestionali imposte da ogni tipologia di rischio, ma proponendo una logica di azione generale ed integrata a livello strutturale.

Da par suo, il legislatore, per tentare di scongiurare il ripetersi dei crack finanziari ed il conseguente propagarsi di danni ad ogni livello e realtà sociale, ha iniziato ad introdurre, soprattutto nel settore bancario e finanziario, una serie di norme che obbligano, o anche solo incentivano l'adozione di efficaci ed efficienti sistemi di gestione del rischio.

Quest'ultima affermazione introduce il tema del presente lavoro, con il quale si persegue lo scopo di comprendere le linee evolutive e le scelte di fondo adottate dal legislatore per far in modo che non si ripetano i crack finanziari degli anni passati, nonché la conseguente crisi del mercato, degli investimenti e del risparmio.

Il legislatore, in particolare europeo, ha compreso infatti che la crisi del mercato ha sfiduciato gli investitori, non solo in qualità di acquirenti dei titoli spazzatura, ma anche in qualità di stakeholder, interessati dunque alle capacità di gestione degli intermediari bancari e finanziari. La paura che si è diffusa sul mercato riguardava non solo l'acquisto di titoli rischiosi privi di informazioni, ma anche l'investimento in istituti bancari e finanziari, i cui organi di vertice avevano compiuto scelte di management azzardate e discutibili, causa in buona parte della crisi stessa del mercato.

In conclusione il presente lavoro mira ad individuare una comune chiave di lettura nei diversi interventi legislativi che hanno caratterizzato la reazione comunitaria e nazionale alla crisi del mercato conseguente ai disastrosi crack finanziari verificatisi negli ultimi anni. In tal modo sarà possibile comprendere appieno la trasformazione che il complessivo intervento legislativo ha operato sulla Corporate Governance degli intermediari bancari e finanziari, modificandone le regole di responsabilità sia interne che esterne alla struttura aziendale, per tutelare appieno qualsivoglia tipologia di stakeholder. Al termine di tale analisi sarà inoltre possibile comprendere se il legislatore abbia da ultimo intrapreso per il settore bancario e finanziario un distacco dal sistema di diritto civile, già ipotizzato in passato, o si sia semplicemente mosso all'interno di quest'ultimo, adeguandone e modellandone gli istituti agli scopi dello specifico settore.

CAPITOLO 1

EVOLUZIONE STORICA, FINALITÀ E METODOLOGIE DEL RISK MANAGEMENT

1 – IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Il legislatore italiano negli ultimi anni ha dettato numerose norme destinate a regolamentare ed indirizzare il comportamento e l'organizzazione delle aziende, soprattutto in forza dell'impulso costante proveniente dagli organi delle Comunità Europee prima e dell'Unione Europea in seguito.

L'ordinamento nazionale pertanto ha costruito intorno agli operatori economici un fitto reticolo di diritti e doveri, di regole e responsabilità in merito ai più disparati argomenti, dalla sicurezza sul lavoro, ai requisiti patrimoniali sino, da ultimo, alle istanze ambientaliste.

Fulcro di questo consistente intervento legislativo è stata senz'altro la riforma del diritto societario, attuata in riferimento agli aspetti civilistici con il D.Lgs. n. 5 del 2003, che ha riscritto le regole di governance aziendale.

L'intervento del legislatore si è, inoltre, mostrato particolarmente fecondo ed articolato nel settore bancario e finanziario, sollecitato dal pressante interesse delle istituzioni europee ad una riorganizzazione e ristrutturazione delle regole di comportamento degli istituti operanti nel vecchio continente.

Da ultimo l'Unione Europea è intervenuta per dettare nuove regole di comportamento per i mercati e gli operatori al fine di scongiurare i comportamenti illeciti e dannosi che hanno provocato, a cavallo tra il ventesimo ed il ventunesimo secolo, i rovinosi crack di alcune multinazionali, che hanno messo a repentaglio non solo i risparmi degli investitori, ma anche gli stessi bilanci di numerosi operatori bancari e finanziari.

Con tale contesto normativo deve porsi in rapporto il presente lavoro, in quanto finalizzato ad analizzare il processo di Risk Management sotto il profilo giuridico in merito ad una nuova fattispecie, rintracciabile nell'art. 100bis del D. Lgs. n. 58 del 1998, anche detto Testo Unico Finanziario (di seguito TUF).

È prodromico, dunque, individuare e definire sin da subito il novero delle fonti normative che contribuiscono a delineare il modello normativo del processo di Risk Management, dettandone profili strategici, operativi e finanziari, influenzando le scelte finali di gestione del rischio e soprattutto determinando il quadro delle regole ed i relativi profili di responsabilità, con particolare attenzione alla gestione del momento patologico, rintracciabile nella violazione del disposto di cui all'art. 100bis del TUF.

Tale percorso normativo non può che prender le mosse dall'art. 47 del Titolo III della Costituzione Italiana, che sancisce la tutela del risparmio e la disciplina del credito, per poi proseguire con il Codice Civile, considerando specificatamente la nuova disciplina delle società, contenuta nel Titolo V del Libro V, che nel 2003 ha riscritto le regole di comportamento e le relative responsabilità nella governance societaria.

Con particolare riguardo al settore bancario e finanziario le norme codicistiche sono state poi dettagliatamente specificate ed integrate sia dal Testo Unico Bancario, D. Lgs. n. 385 del 1993 (di seguito TUB), che dal citato TUF.

In seguito, a causa dei menzionati e noti crack finanziari, il legislatore nazionale ha tentato di porre rimedio alle molteplici falle del sistema di regole del settore bancario e finanziario, approvando la Legge n. 262 del 2005, emblematicamente definita "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". Tra le molte, disparate e forse disorganiche modifiche apportate, questo provvedimento ha introdotto nel TUF il citato art. 100bis, occasione di studio del presente scritto.

Seppure anticipato dall'ordinamento italiano, neanche il legislatore europeo ha mancato l'occasione per emanare una disciplina che scongiurasse il ripetersi della diffusione dei danni tra i mercati ed i risparmiatori a seguito dei crack finanziari succedutisi a cavallo dell'anno duemila. L'approccio normativo seguito ha incentrato le linee d'intervento sulla riscrittura da un lato delle regole di trasparenza e correttezza, dall'altro delle regole di corretta, sana e prudente gestione aziendale. Come anticipato, il legislatore europeo ha da subito compreso che le linee di intervento dovevano essere necessariamente due, essendo necessario accompagnare la tutela degli investitori, quali utilizzatori dei servizi di investimento, alla tutela degli stessi investitori, in qualità di stakeholder degli intermediari finanziari e bancari.

La prima linea d'intervento ha trovato la più evidente concretizzazione nella Direttiva MiFID¹⁰, recepita nel nostro ordinamento attraverso il D. Lgs. n. 164 del

¹⁰ In base al c.d. "Approccio Lamfalussy" il Parlamento ed il Consiglio Europei hanno approvato la Direttiva 2004/39/CE, c.d. di 1° livello in quanto contenente norme di principio. A tale disciplina è

2007. Con questo intervento il legislatore europeo ha dettato nuove e più stringenti regole di comportamento ed organizzazione degli operatori finanziari, con l'obiettivo di favorire l'integrazione dei mercati e di realizzare un elevato standard comunitario di tutela degli investitori.

La seconda linea d'intervento, volta ad ottenere una corretta, sana e prudente gestione aziendale, ha trovato attuazione in due direttive, entrambe datate 14 giugno 2006, che hanno riscritto le norme organizzative in merito agli operatori bancari e finanziari. In particolare la Direttiva n. 2006/48/CE ha regolato l'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, mentre la Direttiva n. 2006/49/CE disciplina l'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi¹¹.

Attraverso questi due provvedimenti nell'ordinamento europeo e, conseguentemente, negli ordinamenti degli stati membri hanno trovato accoglimento i principi dettati dal c.d. "Accordo di Basilea II" in forza del quale gli operatori bancari e finanziari devono disporre di solidi sistemi di governo societario, di una chiara struttura organizzativa e di efficaci processi per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi, nonché di adeguati meccanismi di controllo interno.

Il riferimento alle citate direttive europee ed alla corrispondente normativa interna di recepimento, nonché alla Legge n. 262 del 2005 permette ora di porre l'attenzione sul quadro della corrispondente disciplina regolamentare, che riguarda in generale il settore bancario e finanziario, ed in particolare l'ambito del presente scritto.

Nello specifico, in forza dell'emendato art. 6, co. 2bis, del TUF¹³, è stato emanato il Regolamento Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 (di seguito Regolamento Congiunto) che, appunto, detta in modo più organico le concrete norme di recepimento sia della Direttiva MiFID che delle Direttive n. 2006/48/CE e n. 2006/49/CE.

¹¹ Le Direttive n. 2006/48/CE e 2006/49/CE sono state entrambe recepite nell'ordinamento italiano con il D.Lgs. n. 297 del 27 dicembre 2006.

seguita l'adozione della normativa di dettaglio, c.d. di 2° livello, contenuta nella Direttiva n. 2006/73/CE e Regolamento della Commissione Europea n. 1287/2006.

¹² Il "Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale firmato a Basilea", meglio noto come "Basilea II", del Giugno 2004 è un accordo internazionale di vigilanza prudenziale, maturato nell'ambito del Comitato di Basilea, riguardante i requisiti patrimoniali delle banche ed i rischi assunti dalle stesse, ponderati attraverso lo strumento del rating.

13 L'art. 6 del TUF è stato da ultimo riformato dal D.Lgs. n. 164 del 2007, normativa di recepimento

della Direttiva MiFID.

A sua volta, il Regolamento Congiunto deve poi coordinarsi¹⁴ con le "Disposizioni di Vigilanza prudenziale per le banche", dettate in forza degli artt. 53, 67 e 108 del TUB e rinnovate dalla Banca d'Italia con la Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 e con l'aggiornamento della Circolare n. 216 del 1996, entrambe attuative dei principi dettati dall'Accordo di Basilea II e dalle relative direttive comunitarie.

Infine lo specifico ambito di ricerca impone il confronto anche con il Regolamento n. 11971 emanato dalla Consob in data 14 maggio 1999 e recante la disciplina degli emittenti.

Analizzata la disciplina civilistica, è inoltre opportuno estendere l'analisi anche alle altre branche dell'ordinamento nazionale.

Infatti, quale ulteriore fonte di primo livello, va menzionato anche il D. Lgs. n. 231 del 2001, che ha introdotto, per la prima volta nel nostro ordinamento, la previsione di una responsabilità personale e diretta dell'ente collettivo in relazione alla commissione di una serie di reati da parte delle persone fisiche ad esso legate, che abbiano agito nell'interesse o a vantaggio dell'ente stesso. L'introduzione di questa nuova figura di responsabilità, pur se non direttamente attinente il campo d0indagine in questione, ha imposto alle aziende un riesame ed una riorganizzazione delle proprie procedure interne, attraverso l'adozione di idonei modelli di organizzazione e gestione, al fine di scongiurare l'imputazione della responsabilità amministrativa, usufruendo dell'esimente ex art. 6, co. 1, del citato Decreto Legislativo¹⁵.

Va peraltro specificato che il D. Lgs. n. 231 del 2001 non solo ha attribuito il rango di esimente la responsabilità amministrativa all'adozione ed all'attuazione di idonei modelli di organizzazione e gestione, incentivandone così l'utilizzo, ma ha inoltre fornito più di una indicazione in merito sia alla sostanza dei suddetti modelli che alle relative formalità di attuazione, controllo e revisione.

¹⁴ Il coordinamento con la normativa prudenziale della Banca d'Italia avviene in forza dell'art. 3 dello stesso Regolamento Congiunto Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007.

¹⁵ Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231

Art. 6 - Soggetti in posizione apicale e modelli di organizzazione dell'ente

^{1.} Se il reato e' stato commesso dalle persone indicate nell'articolo 5, comma 1, lettera a), l'ente non risponde se prova che: a) l'organo dirigente ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi; b) il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli di curare il loro aggiornamento e' stato affidato a un organismo dell'ente dotato di autonomi poteri di iniziativa e di controllo; c) le persone hanno commesso il reato eludendo fraudolentemente i modelli di organizzazione e di gestione; d) non vi e' stata omessa o insufficiente vigilanza da parte dell'organismo di cui alla lettera b). (omissis)

Il quadro normativo finora delineato è percorso da un filo conduttore comune, in quanto la disciplina detta sempre e comunque dei principi e dei doveri di organizzazione, comportamento e gestione, a cui devono attenersi gli operatori dei settori bancario e finanziario.

Conferma ne sia quanto affermato dalla stessa Banca d'Italia nella citata Circolare n. 263 del 2006: «Ove possibile, essa (ndr: la regolamentazione) tende, inoltre, a evitare un'eccessiva prescrittività, indicando solo principi di carattere generale, integrati da linee guida applicative e indicazioni su prassi accettabili, diffuse e utilizzate presso gli intermediari».

L'azienda si trova dunque a confrontarsi con un contesto legislativo articolato e dettagliato, ma privo di concreti riferimenti metodologici, in forza del quale l'operatore economico deve approntare una corporate governance rispettosa dei canoni normativi delineati e, al tempo stesso, quanto più possibile idonea a raggiungere gli obiettivi aziendali prefissati.

Il legislatore non fa alcuna scelta e non pone rigidi limiti in merito al modello di gestione da assumere concretamente, pretendendo solo che, attraverso questo, l'operatore sia in grado di raggiungere gli obiettivi ed il livello di tutela prefissati dalla normativa¹⁶.

Pertanto, in concreto, l'attività di Risk Management ha la necessità di approntare un modello di gestione dei rischi in grado di rispettare le disposizioni normative statuite a più livelli dal legislatore. Per far ciò il management deve affidarsi a quegli standard di comportamento ed organizzazione internazionale e nazionale, che spesso sono stati, essi stessi, posti dal legislatore alla base delle scelte effettuate.

Il riferimento è in primo luogo agli standard procedurali elaborati a livello internazionale, come il FERMA¹⁷ Risk Management Standard Framework o il CoSO

In merito al Secondo Pilastro, incentrato sulla "Valutazione aziendale dell'adeguatezza patrimoniale" la Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006 afferma che «Le banche definiscono in piena autonomia un processo per determinare il capitale complessivo adeguato in termini attuali e prospettici a fronteggiare tutti i rischi rilevanti. Il processo deve essere formalizzato, documentato, sottoposto a revisione interna e approvato dagli organi societari. Esso è proporzionato alle caratteristiche, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta.» Cfr. Circolare n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo 1, Sezione II, Par. 1.

¹⁷ FERMA è l'acronimo di "Federation of European Risk Management Associations".

Framework¹⁸, senza dimenticare il contributo di standardizzazione svolto dall'organizzazione internazionale ISO¹⁹.

Oltre agli standard internazionali le aziende possono prender a riferimento anche alcuni modelli e standard elaborati a livello nazionale, come i codici di comportamento e le linee guida previste dallo stesso art. 6, co. 3, del D. Lgs. n. 231 del 2001 ed elaborate dalle più importanti associazioni ed organizzazioni, non solo del settore bancario e finanziario: Borsa Italiana, ABI, AssoReti, Assonime, Assosim, Confindustria e Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili.

In conclusione, l'intermediario bancario e finanziario deve mirare ad adottare delle procedure di Risk Management che siano in grado di rispettare tutte le disposizioni normative vigenti nel campo di applicazione ed al tempo stesso riescano a gestire i rischi connessi, al fine di massimizzare le performance aziendali. Un compito non da poco, che tuttavia non è di certo raggiungibile se non riconoscendo adeguate risorse ed attenzione alla funzione di Risk Management all'interno della struttura aziendale.

2 - IL CONCETTO DI RISCHIO

Le molteplici definizioni proposte in tema²⁰ palesano quanto il rischio sia un elemento comune ed onnipresente non solo nella realtà sociale, ma soprattutto nella specifica realtà economico-aziendale²¹.

Pur se comune, tuttavia il concetto di rischio è al tempo stesso molto complesso e riluttante ad inquadramenti unanimi.

Come nella altre numerose discipline in cui viene utilizzato, anche nel pur circoscritto settore economico-aziendale si è rivelato oltremodo difficile poter formulare una definizione di "rischio" universalmente condivisibile²².

¹⁸ Cfr. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSO) "Enterprise Risk Management Integrated Framework" Settembre 2004, tradotto e integrato in Pricewaterhouse-Coopers, "La gestione del rischio aziendale – ERM – Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.

L'International Organization for Standardization, abbreviato nell'acronimo ISO, ha pubblicato, per quanto attiene al Risk Management, i documenti ISO/IEC 31000, su principi e linee guida, ISO/IEC 31010, in tema di tecniche, e ISO/IEC Guide 73, destinata a standardizzare i vocaboli utilizzati nell'ambito del Risk Management.

Una definizione tra molte: "Il rischio è la potenzialità che un'azione o un'attività scelta (includendo la scelta di non agire) porti a una perdita o ad un evento indesiderabile. La nozione implica che una scelta influenzi il risultato". Fonte: http://it.wikipedia.org/wiki/Rischio.

²¹ Cfr. Bertini U., Pisa, 1969, op. cit..

²² In tal senso si veda Bertini U., Pisa, 1969, op. cit..

Ciononostante è possibile individuare tre principali orientamenti ai quali fanno riferimento quasi tutte le nozioni presenti in letteratura²³.

L'orientamento "tradizionale-assicurativo", il più datato storicamente, fornisce del rischio una visione esclusivamente negativa, in quanto lo definisce come l'insieme delle possibili minacce. Il concetto di rischio qui coincide pertanto con quello di rischio puro, che verrà analizzato in seguito.

Di contro, secondo l'orientamento "statistico-finanziario", il rischio consiste in un'"aleatorietà stocastica", vale a dire come il possibile scostamento di una variabile aleatoria rispetto alle aspettative stimate.

Nella dottrina aziendalistica, peraltro, sembra oggi prevalere l'approccio manageriale, che interpreta il rischio come il possibile scostamento di una variabile aleatoria dagli obiettivi prefissati dal soggetto che si trova a farvi fronte²⁴.

In proposito la dottrina di stampo "manageriale", evidenziando il rapporto tra Risk Management ed obiettivi aziendali, definisce il rischio come "un evento o un insieme di condizioni inaspettate che riducono in misura significativa la capacità dei manager di implementare la strategia di business deliberata"²⁵.

Il vantaggio dell'orientamento "manageriale" rispetto agli altri approcci consiste nella sua adattabilità, essendo applicabile non solo ai rischi puri, ma anche e soprattutto ai rischi speculativi, la cui gestione viene oggi caratterizzata come opportunità di mercato e, dunque, precipuo obiettivo aziendale.

2.1 - LE PRINCIPALI CLASSIFICAZIONI DEI RISCHI

In letteratura sono state elaborate e proposte molteplici classificazioni delle tipologie di rischi in cui può incorrere la realtà aziendale. Ognuna delle classificazioni proposte è funzionale a mettere in evidenza, per ciascuna tipologia di rischio, determinate proprietà ed aspetti distintivi.

Tale proliferazione di classificazioni non può stupire, qualora si consideri la loro precipua utilità nell'individuare ed analizzare il profilo di rischio collegato all'attività operativa, in modo da costruire un legame tra l'implementazione della strategia, lo

²⁴ In tal senso Golinelli G.M., Cedam, Padova, 2000, op. cit.; Beretta, S, "Valutazione dei rischi e controllo interno", Università Bocconi, 2004.

²³ In proposito si veda Floreani A., "Introduzione al Risk Management. Un approccio integrato alla gestione dei rischi aziendali", RCS Libri, 2005.

In tal senso Simons R. "Sistemi di controllo e misure di performance", a cura di Franco Amigoni, Egea, Milano, 2007; PriceWaterHouseCoopers, Il Sole 24 Ore, 2006, op.cit..

svolgimento delle attività operative e i fattori di incertezza e di rischio ai quali le attività operative stesse sono esposte.

In altre parole, il ricorso ad uno schema di classificazione garantisce la standardizzazione e l'omogeneità nel processo di individuazione dei fattori di rischio in tutte le realtà aziendali, in modo da identificare e ricondurre le medesime situazioni ad uno stesso determinato rischio, non trascurandone alcun fattore, soprattutto al fine di creare un «linguaggio comune» che permetta la condivisione delle cause e delle informazioni.

E' infatti necessario adottare e diffondere un linguaggio comune all'interno dell'organizzazione, affinché ciascun fattore sia individuato e definito in maniera uniforme, evitando quindi ambiguità e discordanze nella sua descrizione, che potrebbero condurre ad un processo di gestione del rischio falsato.

Pertanto, su larga scala, una dettagliata ed uniforme classificazione dei fattori di rischio individuati è un passo necessario per giungere al successivo consolidamento dei rischi, individuati nelle attività e nei processi, verso livelli organizzativi più alti, non solo permettendo una più semplice, efficace e cosciente gestione dei rischi, ma soprattutto consentendo un proficuo scambio e confronto tra diverse realtà aziendali. Oltre alla specifica utilità aziendale, le numerose classificazioni dei rischi palesano anche una marcata rilevanza giuridica, dal momento che su tali classificazioni si basa la regolamentazione delle Autorità di vigilanza del settore bancario e finanziario.

In particolare ci si riferisce alla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006²⁶, che articola le norme prudenziali per le banche in tre "pilastri", riprendendo la suddivisione dapprima proposta dall'Accordo di "Basilea II" e fatta propria dalle Direttive n. 2006/48/CE e n. 2006/49/CE.

Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, Parte Prima, Paragrafo 1, pag. 1: «La nuova struttura della regolamentazione prudenziale si basa su "tre pilastri". Il primo introduce un requisito patrimoniale per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di controparte, di mercato e operativi); a tal fine sono previste metodologie alternative di calcolo dei requisiti patrimoniali caratterizzate da diversi livelli di complessità nella misurazione dei rischi e nei requisiti organizzativi e di controllo. Il secondo richiede alle banche di dotarsi di una strategia e di un processo di controllo dell'adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, rimettendo all'Autorità di vigilanza il compito di verificare l'affidabilità e la coerenza dei relativi risultati e di adottare, ove la situazione lo richieda, le opportune misure correttive. Il terzo introduce obblighi di informativa al pubblico riguardanti l'adeguatezza patrimoniale, l'esposizione ai rischi e le caratteristiche generali dei relativi sistemi di gestione e controllo». Sostanzialmente sulla stessa linea si pone la Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, contenente le Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB.

Pertanto la Banca d'Italia prescrive non solo specifiche metodologie di gestione in merito ai rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (rischio di credito, di controparte, di mercato e rischio operativo), ma impone inoltre «di dotarsi di processi e strumenti (Internal Capital Adequacy Assessment Process, ICAAP) per determinare il livello di capitale interno adeguato a fronteggiare ogni tipologia di rischio, anche diversi da quelli presidiati dal requisito patrimoniale complessivo ("Primo Pilastro"), nell'ambito di una valutazione dell'esposizione, attuale e prospettica, che tenga conto delle strategie e dell'evoluzione del contesto di riferimento»²⁷.

L'operatore bancario o finanziario sarà dunque in grado di individuare tali tipologie di rischi solo qualora abbia prima acquisito ed analizzato le diverse classificazioni dei rischi, soprattutto in occasione di nuove fattispecie, come l'art. 100bis del TUF. Inoltre è importante sottolineare come la disciplina regolamentare non faccia altro che specificare quanto genericamente prescritto dalla stessa disciplina codicistica²⁸, che impone agli amministratori societari di allegare al bilancio una relazione da cui, tra l'altro, risulti l'esposizione a determinate tipologie di rischi.

Naturalmente, lungi dall'avanzare pretese di completezza, la seguente rassegna tenta di proporre una veduta d'insieme del panorama delineato in letteratura, dove, non di rado, le diverse teorie si integrano e sovrappongono.

2.1.1 - RISCHI IMPRENDITORIALI ED ASSOCIATI

La prima distinzione scaturisce da una sguardo d'insieme della realtà aziendale e può apparire scontata, mentre meno scontate risultano esserne le ragioni.

Prendendo le mosse dal modello della catena di valore prospettato già nel 1987 da Porter, è utile dividere tra rischi imprenditoriali, attinenti tipicamente l'attività

²⁷ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, Parte Prima, Paragrafo 1, pag. 6.
²⁸ Cfr. Art. 2423bis c.c., per il quale «Nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi: (omissis) 4) si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura di questo;»; nonché Art. 2428 c.c, in forza de quale «1. Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultanto della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, (omissis). 2. Dalla relazione devono in ogni caso risultare: (omissis) 6) l'evoluzione prevedibile della gestione. 6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio: a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari».

principale dell'azienda (c.d. core business), e rischi associati, riguardanti tutte le attività di supporto ed in grado di influire, anche pesantemente, su risultati, redditività e valore dell'azienda²⁹.

Il rischio imprenditoriale deriva dall'attività principale dell'azienda, per cui esso è difficilmente trasferibile a terzi ed assicurabile attraverso i diversi strumenti di copertura. In merito è preferibile elaborare un'efficace politica di gestione e prevenzione interna all'azienda. Peraltro tale compito è di certo facilitato dalla maggiore conoscenza che comunemente appartiene all'imprenditore in merito alla precipua attività svolta dalla propria azienda.

La stessa Circolare n. 263 del 2006 evidenzia i rischi imprenditoriali che, anche secondo il legislatore europeo, caratterizzano l'attività degli intermediari bancari e finanziari e necessitano della vigilanza regolamentare. In particolare la Banca d'Italia afferma che «La nuova struttura della regolamentazione prudenziale si basa su "tre pilastri". Il primo introduce un requisito patrimoniale per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di controparte, di mercato e operativi)»³⁰.

Antitetico il discorso relativo ai rischi associati, identificati appunto come tutti gli elementi distorsivi estranei al core business³¹. Oggigiorno si è oramai compresa l'importanza di un'attenta ed efficace gestione anche di tali rischi, permettendo così all'azienda di concentrarsi sulle proprie attività principali. In via generale è opportuno gestire i rischi associati riducendone l'impatto sul valore e le performance dell'azienda, sia attraverso un'azione di presidio preventiva, sia utilizzando i conosciuti strumenti di trasferimento del rischio, difficilmente utilizzabili invece nel caso dei rischi imprenditoriali.

L'importanza di una gestione dei rischi associati rileva sotto un duplice aspetto:

- l'attuale contesto operativo, caratterizzato da un diffuso e crescente dinamismo, che costringe l'azienda a sostenere rischi prima sconosciuti. Un esempio su tutti è il rischio di cambio, ignoto ai più in passato, che oggi invece si deve affrontare, qualora si intenda esportare i propri prodotti e servizi anche nei mercati esteri;

²⁹ In proposito Prandi P., "Risk Management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa" Editore Franco Angeli, 2010 pagg. 57-58.

Tranco Tringen, 2010 pagg. 37 30. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, Parte Prima, Paragrafo 1.

³¹ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit..

- l'inesperienza ed approssimazione con cui l'azienda affronta e contrasta i rischi associati, in ragione del fatto che, comunemente, a fronte di una conoscenza solida del proprio core business e dei relativi rischi, l'azienda difetta di un'altrettanto solida coscienza e conoscenza dei rischi associati.

Nel novero dei rischi associati la letteratura ascrive, tra gli altri, i rischi patrimoniali, i rischi sulle risorse umane e di continuità gestionale³².

2.1.2 - RISCHI PURI E SPECULATIVI

Richiamando quanto già detto nell'analizzare i diversi orientamenti in merito alla definizione del concetto di rischio, si ripropone qui una classificazione che ha segnato la stessa evoluzione del Risk Management³³.

Infatti in passato la gestione dei rischi si incentrava sui soli rischi puri, anche detti statici, che si caratterizzano per esser connessi ad eventi dai quali possono derivare esclusivamente delle perdite³⁴.

Tali rischi sono indipendenti dal tipo di attività che l'azienda svolge, essendo sufficiente che essa sia "viva". Questa loro indipendenza dal core business dell'azienda permette una gestione basata sul trasferimento a terzi della minaccia e delle relative conseguenze, generalmente attraverso lo strumento assicurativo.

Di contro i rischi speculativi sono connessi ad eventi da cui l'azienda può alternativamente ricavare perdite o guadagni³⁵.

Per tale categoria di rischi, tra cui vanno annoverati i rischi finanziari, di mercato, di produzione, la strada da intraprendere è invece quella di una internalizzazione della gestione, attraverso efficaci processi di analisi, prevenzione e reazione. Solo così l'azienda potrà prendere delle coscienti e proficue decisioni, tali da permettere di cogliere l'opportunità di guadagno e valore che è insita nei soli rischi speculativi.

Peraltro la strada dell'internalizzazione necessaria è quella tracciata dalla stessa normativa europea di ultima emanazione³⁶.

³² Cfr. Prandi P., 2010, op. cit..

³³ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit.; Prandi P., 2010, op. cit.; Selleri L., "L'impresa ed il rischio. Introduzione all'Enterprise risk management", ISU Università Cattolica, Milano 2006.

³⁴ In proposito si veda Tarallo P., "La gestione integrata dei rischi puri e speculativi (a cura di)", Franco Angeli, Milano, 2000; Giorgino M., Travaglini F., "Il Risk Management nelle imprese italiane. Come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa" Il Sole 24 Ore, Milano, 2008.

³⁵ Cfr. Tarallo P., 2008, op. cit..

³⁶ Si veda quanto affermato dalla Direttiva n. 2006/48/CE, al Considerando n. 38: «Occorre prevedere adeguati incentivi per spingere gli enti creditizi ad adottare i metodi che presentano una maggiore

D'altronde è proprio questo il cuore dell'attività imprenditoriale: prendere decisioni che, sia in merito al core business che alle attività di supporto, consentano sempre e comunque all'azienda di ricavare un profitto, cogliendo le opportunità che la realtà, economica e non, è in grado di offrire.

2.1.3 - RISCHI INTERNI ED ESTERNI

I rischi interni traggono origine dalle azioni e decisioni degli organi di direzione aziendale in merito alla propria specifica attività imprenditoriale. A loro volta tali azioni e decisioni possono esser causate da variabili sia interne che esterne rispetto all'azienda.

Di contro i rischi esterni sono collegati ad eventi di natura esogena, tali per cui le azioni e le decisioni degli organi di direzione mostrano senz'altro minor efficacia nell'impedire, modificare e far cessare l'evento esogeno, non essendo in grado di intervenire su natura, momento e dinamiche dell'accadimento.

Tra i più significativi rischi esterni, che in genere attengono a tutte le variabili macroeconomiche, si possono annoverare:

- il rischio di concorrenza, relativo ad azioni e decisioni dei concorrenti;
- il rischio di eventi naturali imprevedibili o catastrofici;
- il rischio di innovazione tecnologica;
- il rischio di instabilità politica, legislativa e fiscale;
- il rischio relativo alla disponibilità e reperibilità di capitali sul mercato, laddove ciò sia indipendente dalle performance dell'azienda.

Anche tale distinzione trova la sua ragion d'essere nella diversa possibilità e capacità di gestione in seno all'azienda ed in particolare ai suoi organi decisionali.

Come sottolineato in dottrina, nel caso di rischi interni l'intervento del management aziendale può incidere, anche solo parzialmente, sul livello di rischiosità dell'evento, modificandone natura, tempi e modi di accadimento³⁷. Di contro nel caso di rischi esterni, l'azienda, non potendo intervenire sull'evento rischioso in sé, può solo

sensibilità al rischio.» nonché quanto affermato al Considerando n. 53: «Gli enti creditizi dovrebbero dotarsi di capitale interno che, in funzione dei rischi ai quali sono o possono essere esposti, sia adeguato in termini di quantità, qualità e ripartizione. Di conseguenza, gli enti creditizi dovrebbero dotarsi di strategie e processi che consentano loro di valutare e di conservare l'adeguatezza del loro capitale interno».

³⁷ In proposito si veda Floreani, 2005, op. cit..

attuare una gestione volta in un primo momento a prevenire l'evento, salvo poi contenerne o trasferirne le conseguenze.

Così appare ovvio come il quadro normativo tenda a concentrare il proprio intervento sui rischi interni, la cui gestione può esser molto influenzata da decisioni ed interventi del management. La naturale conseguenza di ciò è che sia la disciplina codicistica che la vigilanza regolamentare imputano al management una responsabilità diretta e maggiore in caso di mancata o carente gestione dei rischi c.d. interni, mentre in caso di rischi esterni i profili di responsabilità si concentrano sulla mancata prevenzione e soprattutto sul contenimento delle conseguenze dannose.

A riprova di tale affermazione si consideri come la Circolare n. 263 del 2006 imponga la gestione di una serie di rischi (di credito, di controparte e di mercato) annoverabili senz'altro nella categoria dei rischi interni, mentre la gestione del rischio operativo, introdotta nel nostro ordinamento recependo la Direttiva n. 2006/48/CE e regolata anche dalla Circolare n. 263 del 2006, ricomprende entrambe le tipologie di rischi, interni ed esterni³⁸.

2.1.4 - RISCHI STRATEGICI ED OPERATIVI

Nella sua evoluzione il Risk Management si è emancipato dal ristretto ambito dei rischi puri, specchio di una visione solamente negativa del rischio, per approdare ad un approccio più completo e moderno, comprendente anche i rischi speculativi, intesi quali eventi forieri non solo di pericoli e danni, ma anche ed auspicabilmente di vantaggi, profitti e performance migliori.

All'interno della categoria dei rischi speculativi la classificazione più conosciuta e diffusa in dottrina e nella prassi aziendale è quella che distingue i rischi c.d. "di business", intesi quali eventi che si ricollegano allo svolgimento dell'attività tipica della specifica impresa, dai rischi "derivati", propri invece delle sole operazioni finanziarie in senso lato, derivate appunto dall'attività tipica esercitata dall'impresa.

Tralasciando quest'ultima sottocategoria, importa qui invece incentrare l'attenzione sull'unanime suddivisione dei rischi di business in strategici ed operativi³⁹.

³⁸Cfr. Direttiva 2006/49/CE, Art. 4, co.1, n. 22): «"rischio operativo": il rischio di perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di processi, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni, ivi compreso il rischio giuridico».

³⁹ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit..

Il rischio strategico viene definito dalla Circolare n. 263 del 2006⁴⁰ come «il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da cambiamenti del contesto operativo o da decisioni aziendali errate, attuazione inadeguata di decisioni, scarsa reattività a variazioni del contesto competitivo».

I rischi strategici attengono dunque ad eventi o condizioni inaspettati, interni o esterni all'azienda, che sono in grado di ridurre significativamente la capacità del management di porre in atto le strategie di business perseguite.

In altre parole questa tipologia di rischi è in grado di influenzare gli effetti delle decisioni strategiche di più alto livello adottate dall'azienda, riuscendo a porre in pericolo gli stessi obiettivi aziendali, il cui grado di successo non può esser garantito a priori a causa dell'esistenza di una serie di fonti esterne e interne di aleatorietà che possono rendere le medesime strategie più o meno efficaci.

Nell'insieme dei rischi strategici rientrano, tra gli altri, quei fenomeni riconducibili al cambiamento del mercato di riferimento, alla concorrenza in senso lato ed in particolare all'ingresso di nuovi concorrenti, all'introduzione di nuovi prodotti o servizi, all'innovazione tecnologica, ai cambiamenti nella regolamentazione e nella normativa da applicare al proprio settore di attività, a nuove e diverse politiche di marketing e distribuzione, alla perdita della reputazione aziendale, alle ricadute della politica e delle implicazioni sociali sull'attività esercitata, finanche alla strutturazione di una efficace ed efficiente governance aziendale, intesa quale adeguata definizione degli organi di governo e di controllo interni all'azienda.

Di contro, il rischio operativo attiene alla gestione ordinaria dell'azienda ed è identificato⁴¹ come «il rischio di subire perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. Rientrano in tale tipologia, tra l'altro, le perdite derivanti da frodi, errori umani, interruzioni dell'operatività, indisponibilità dei sistemi, inadempienze contrattuali, catastrofi naturali. Nel rischio operativo è compreso il rischio legale, mentre non sono inclusi quelli strategici e di reputazione».

Pertanto alla categoria dei rischi operativi vanno ricondotti anche le minacce derivanti da comportamenti illeciti, siano essi interni, vale a dire perpetrati da

-

⁴⁰ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo 1, Allegato A.

⁴¹ Definizione contenuta nella Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 5, Parte Prima, Sezione I, Paragrafo 1, pag. 1.

manager o dipendenti, oppure esterni, commessi cioè da soggetti terzi che entrano in contatto con l'azienda.

Più nello specifico, nel novero dei rischi operativi vanno ricomprese anche le violazioni degli adempimenti previsti dalla normativa interna ed esterna all'impresa.

A tali violazioni vanno in primo luogo riconnessi i rischi legali, caratterizzati da perdite conseguenti a richieste di danni o risarcimenti derivanti dal manifestarsi di eventi di rischio come, ad esempio, la mancanza o l'utilizzo carente in alcuni elementi essenziali di documentazione aziendale ovvero l'uso di clausole contrattuali non aderenti alla normativa interna o esterna.

In secondo luogo vanno ricondotti alle violazione della normativa anche i c.d. rischi di "compliance", ovvero di non conformità delle attività aziendali alle disposizioni normative, ai regolamenti, alle procedure ed ai codici di condotta, che possono dare origine ad effetti negativi quali sanzioni, penali, ammende, perdite finanziarie e, nei casi più gravi, a danni alla reputazione aziendale⁴².

Infine occorre sottolineare come il legislatore del settore bancario e finanziario abbia fatta propria la distinzione tra rischi strategici ed operativi, dettando una disciplina nettamente distinta per ciascuno di essi.

Il rischio operativo, infatti, viene inserito nel c.d. "Primo Pilastro" tra i rischi tipici del settore bancario dalla Circolare n. 263 del 2006, che per esso detta precise norme e metodologie di gestione. Peraltro, nella stessa definizione proposta di rischio operativo, la Banca d'Italia tiene a specificare chiaramente come esso non includa il rischio strategico⁴³. Di contro, quest'ultimo viene ricompreso tra i rischi propri del "Secondo Pilastro", nell'ambito del quale «Le banche definiscono strategie e predispongono strumenti e procedure per determinare il capitale che esse ritengono adeguato - per importo e composizione - alla copertura permanente di tutti i rischi ai

statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina)».

⁴² Una prima definizione normativa viene proposta dalla Banca d'Italia con il Provvedimento n. 688006 del 10/07/2007, intitolato "Disposizione di Vigilanza. La funzione di conformità (compliance)": «Il rischio di non conformità alle norme è il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (di legge o di regolamenti) ovvero di autoregolamentazione (es.

⁴³ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 5, Parte Prima, Sezione I, Paragrafo 1, pag. 1: «Nel rischio operativo è compreso il rischio legale, mentre non sono inclusi quelli strategici e di reputazione».

quali sono o potrebbero essere esposte, anche diversi da quelli per i quali è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali»⁴⁴.

La distinzione tra queste due tipologie di rischi rileva, dunque, in ragione della meno stringente normativa prudenziale prevista per il rischio strategico rispetto a quello operativo, che si ripercuote, giocoforza, sul grado delle relative responsabilità imputate agli organi decisionali, anche in ragione della spinta comunitaria ad internalizzare i rischi operativi⁴⁵.

2.1.5 RISCHI SISTEMATICI E SPECIFICI

In letteratura si effettua un'ulteriore distinzione tra rischi sistematici e specifici⁴⁶, focalizzata sul contesto economico-finanziario di riferimento ed utile anch'essa per comprendere e rimuovere le cause dei diversi rischi che minacciano le performance e la stessa sopravvivenza delle aziende.

I rischi c.d. sistematici sono quei rischi legati a fonti di carattere sistematico, intese quali principali variabili macroeconomiche o finanziarie, in grado di coinvolgere l'intera economia, come l'andamento generale della economia, l'andamento dei tassi d'interesse, l'inflazione.

Spesso le fonti di rischio sistematico sono raccolte e "sintetizzate" da un unico fattore di rischio, denominato rischio "di mercato", al cui interno vengono ricondotte diverse tipologie di rischi⁴⁷.

La Circolare n. 263 del 2006 inserisce il rischio di mercato all'interno del "Primo Pilastro", dettando per questo specifiche norme e metodologie di gestione.

Di contro i rischi c.d. "specifici", attengono invece alla volatilità propria del solo settore di riferimento dell'impresa e delle specifiche caratteristiche della stessa. I rischi rientranti in questa categoria sono anche denominati come "diversificabili", in

⁴⁴ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Parte Prima, Sezione I, Par. 1,

pag. 1.

45 Cfr. Considerando n. 45 della Direttiva n. 2006/48/CE: «Il rischio operativo rappresenta un rischio dava essere coperto con fondi propri.»

⁴⁶ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit.; Prandi P., 2010, op. cit.; Ferrero, G., Milano, 1968, op. cit.. La distinzione è stata originariamente prospettata in Marcowitz H., "Portfolio Selection" in The Journal of Finance, vol. VII, n.1, 1952.

⁴⁷ Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, Presidente del CICR, n. 933 del 27/12/2006 Articolo 4 - Requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato

^{«1.} Le disposizioni di cui all'articolo 1 disciplinano le modalità di determinazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi connessi alle variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, dei corsi degli strumenti finanziari e del prezzo delle merci, nonché al regolamento delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari, valute o merci.>>

ragione della loro annullabilità attraverso l'attuazione di un'efficace strategia, appunto, di diversificazione.

Il processo di diversificazione, contemplato ed auspicato dallo stesso legislatore⁴⁸, consiste nell'assumere numerose variabili aleatorie non perfettamente correlate tra loro, al fine di ridurre la variabilità complessiva attraverso la compensazione dei rischi. In tale processo è fondamentale l'intervento del management, che può ottenere migliori performance di diversificazione attuando strategie volte a contrastare gli effetti di tali variabili.

Se poi si considera che statisticamente il 75-80% dei rischi aziendali in cui incorrono le imprese quotate è attribuibile a fattori di rischio specifico, si può facilmente comprendere quanto elevato ed importante possa esser il livello di impatto che un buon Risk Management, soprattutto sui rischi specifici, è in grado di attuare con mirate ed efficaci strategie di diversificazione⁴⁹.

Peraltro è importante specificare come la maggior parte dei rischi aziendali abbia una componente sistematica e una componente diversificabile. Ad esempio il rischio reputazionale, inserito nel "Secondo Pilastro" dalla Circolare n. 263 del 2006, che è sistematico o "di mercato" nella misura in cui esso dipenda dalla reputazione dell'intero comparto bancario e finanziario, mentre si configura come rischio specifico nella misura in cui dipenda dalla reputazione propria del singolo istituto bancario o finanziario.

La distinzione tra rischi diversificabili e sistematici è fondamentale nell'ambito del Risk Management, in quanto consente di canalizzare opportunamente le energie nelle aree in cui è più utile intervenire.

Infatti si ritiene unanimemente che l'assunzione di rischi diversificabili sia preferibile rispetto all'assunzione dei rischi sistematici, mentre l'assunzione di rischi anti-sistematici, vale a dire negativamente correlati con l'economia generale ed i mercati, sia preferibile rispetto all'assunzione degli stessi rischi diversificabili.

Quest'avversione ai rischi sistematici si spiega in primo luogo con l'impossibilità di annullarne gli effetti attraverso la diversificazione. Tali rischi infatti tendono quasi

⁴⁸ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sezione II, Paragrafo 3.3, pag. 11: «Nella determinazione del capitale interno complessivo assume particolare rilevanza la valutazione dell'esistenza di benefici da diversificazione tra i diversi tipi di rischio.»

⁴⁹ Cfr. Damodaran A., "Finanza Aziendale" II ed., a cura di Ferri. F., Apogeo, 2007.

sempre ad aggregarsi agli altri rischi aziendali, quasi mai compensandosi con questi. In secondo luogo l'assunzione dei rischi sistematici è osteggiata in quanto rimette nelle mani dell'andamento generale dell'economia e dei mercati buona parte delle performance, lasciando l'azienda in balia del volgere degli scenari macroeconomici ed impedendo al management di guidare al meglio la struttura verso migliori e più certi risultati.

Sotto il profilo giuridico tale distinzione rileva, tra l'altro, in merito all'imputabilità della responsabilità, in quanto appare evidente come la mancata o inefficiente gestione dei rischi sistematici sia, in via di principio, meno imputabile agli organi decisionali di quanto non lo sia quella dei rischi specifici, stante, sempre in via di principio, il maggior potere d'intervento appartenente al management in relazione a quest'ultima tipologia di rischi.

In conclusione le classificazioni qui presentate non sono di certo esaustive dell'intero panorama dottrinale che negli ultimi decenni ha caratterizzato l'evoluzione del Risk Management.

Peraltro occorre sottolineare nuovamente come la classificazione delle diverse tipologie di rischi sia necessaria e funzionale alla concreta attività di Risk Management, fornendo un fondamentale supporto al processo di analisi, misurazione, prevenzione e gestione di tutti i rischi che coinvolgono una determinata realtà aziendale.

Solo identificando la natura e le caratteristiche delle molteplici tipologie di rischi, nonché le loro interrelazioni, è possibile cogliere a fondo la mappatura dei rischi a cui l'azienda è soggetta e, di conseguenza, effettuare le più corrette e mirate scelte per prevenire, monitorare e gestire tali rischi.

Lo stesso legislatore impone agli operatori bancari e finanziari la periodica mappatura dei rischi, attività indispensabile e prodromica all'adempimento sia degli obblighi di informativa societaria, imposti in via generale dal Codice Civile⁵⁰, che dell'obbligo di gestione dei rischi previsto dal Primo e Secondo Pilastro delle Norme prudenziali contenute nella Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006⁵¹, ispirate ai principi e criteri dettati nel c.d. Accordo di "Basilea II".

⁵⁰ Cfr. Artt. 2423bis, 2424, 2424bis e 2428 c.c..

⁵¹ Identica disciplina viene dettata dalla Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, contenente le Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari di cui all'elenco speciale ex art. 107 del TUB.

3 - DEFINIZIONE DI RISK MANAGEMENT

In ragione di quanto sopra argomentato, appare scontato che l'azienda sia costretta ad assumere una serie di rischi, dal momento che lo stesso concetto di attività imprenditoriale presuppone l'assunzione degli stessi. Laddove, di contro, si adottasse un modello di business c.d. "risk adverse", vale a dire finalizzato ad eliminare qualsivoglia tipologia di rischio al fine di proteggere i propri asset da danni o perdite, si finirebbe con il costringere il management a prendere decisioni di solo stampo conservativo, condannando di fatto l'azienda all'aridità produttiva ed al fallimento, ancor più probabile nell'attuale contesto economico caratterizzato da una trasparente, globale e "feroce" concorrenza.

In proposito la dottrina è concorde nel ritenere che sia impossibile conseguire l'eliminazione congiunta di tutti i rischi d'impresa senza che vengano meno le stesse condizioni di funzionamento ed esistenza di quest'ultima⁵². Emblematica appare l'affermazione del Ferrero, il quale sostiene che "il rischio d'impresa non può essere eliminato, senza determinare contemporaneamente il dissolvimento dell'impresa medesima"⁵³.

Se, dunque, il rischio si sostanzia quale elemento ineliminabile dell'attività imprenditoriale, l'unica soluzione percorribile è, pertanto, una sua gestione, caratterizzata dalla precipua finalità di conseguire il giusto equilibrio tra protezione dell'azienda da potenziali perdite, materiali ed immateriali, e preservazione per gli organi decisionali dello spazio necessario all'attuazione del business.

La gestione del rischio deve così garantire al management la libertà di agire, assicurando che la potenziale redditività di ogni decisione aziendale sia consapevolmente ponderata, tenendo in considerazione i livelli di rischio coscientemente accettati dall'azienda.

⁵² Cfr. Bertini U., Pisa, 1969, op. cit..., pag. 39 e ss., per il quale è impossibile eliminare il rischio economico generale di impresa (che tende ad identificarsi con l'aspetto dinamico della stessa), essendo invece possibile gestire singoli rischi particolari (ossia specifici) nel tempo. Con un'efficace espressione l'autore afferma che «In quanto fenomeno vivente, anche se in senso economico, l'azienda rischia in quanto esiste» (cfr pag. 190).

⁵³ Cfr. Ferrero G., Impresa e Management, Milano, Giuffrè, 1987, op. cit.. Sostanzialmente concorde l'orientamento del Bertini, per il quale, «data la sua natura, il rischio economico generale tende a identificarsi con gli andamenti essenziali della vita dell'azienda: esso è perciò ineliminabile. Ciò significa che i singoli rischi particolari possono essere eliminati, ma solo in tempi diversi: la simultanea eliminazione degli stessi significherebbe, infatti, la eliminazione del rischio economico generale» (cfr. Bertini U., "Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale", Milano, Giuffrè, 1987).

Proprio in ragione delle cause contingenti, che l'hanno posta al centro dell'attenzione, è dunque possibile ricavare una prima, generale definizione del "Risk Management" quale "insieme delle attività coordinate al fine di direzionare e controllare un'organizzazione nei riguardi del rischio" ⁵⁴.

Tale definizione è senz'altro corretta, sebbene si limiti a sottolineare semplicemente la finalità di gestione dell'azienda in considerazione dei rischi che essa corre, tralasciando totalmente in cosa, di fatto, si concretizzi una gestione dei rischi.

Ponendo rimedio a tale lacuna, la dottrina aziendalista propone invece una definizione di Risk Management maggiormente esplicativa della specifica attività che caratterizza concretamente il processo di gestione del rischio⁵⁵.

Il Risk Management viene infatti concordemente definito come l'insieme articolato dei processi attraverso cui un'azienda identifica, analizza, quantifica, gestisce, elimina e monitora i rischi propri di un determinato processo produttivo⁵⁶.

Questo enunciato delinea i tratti fondamentali dell'attività di Risk Management, identificando in primo luogo lo strumento operativo, vale a dire un complesso di procedure; in secondo luogo il metodo, vale a dire l'identificazione, l'analisi e la quantificazione dei rischi; in ultima istanza la finalità, vale a dire la gestione, l'eliminazione in tutto o in parte ed il monitoraggio degli stessi rischi, perseguendo il precipuo scopo di massimizzare l'utilità aziendale, da un lato riducendo al minimo le perdite ed i danni e dall'altro realizzando i più alti profitti, sfruttando le opportunità che offrono i rischi speculativi.

Lo stesso ente ISO ha emanato le norme di standardizzazione UNI ISO 31000:2010⁵⁷, le quali individuano i principi a cui dovrebbe ispirarsi una corretta attività di Risk Management. Tali principi completano il quadro della caratteristiche essenziali per un'efficace ed efficiente sistema di gestione del rischio.

Per l'ente ISO il processo di Risk Management dovrebbe anzitutto creare valore, con ciò non solo intendendo una migliore allocazione delle risorse aziendali, ma anche ribadendo la nuova prospettiva di sfruttamento dei rischi come risorsa ed opportunità

⁵⁴ Traduzione della definizione contenuta nell'ISO-IEC Guide 73:2002, pag. 14: "Risk Management: coordinated activities to direct and control an organization with regard to risk".

⁵⁵ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit.; Prandi P., 2010, op. cit.; Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission Report (CoSO), "La gestione del rischio aziendale, ERM Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Il Sole 24ore, Milano, 2006.

⁵⁶ Fonte: www.borsaitaliana.it

⁵⁷ Fonte: http://store.uni.com

con l'obiettivo, appunto, di massimizzare il valore aziendale per tutte le categorie di stakeholder.

La gestione del rischio dovrebbe inoltre essere sistematica e strutturata all'interno dei processi organizzativi, sino ad integrarsi nelle stesse procedure decisionali apicali⁵⁸. Secondo le moderne teorie solo una siffatta capacità pervasiva nella struttura aziendale può consentire al Risk Management di svolgere appieno la propria funzione e perseguire al meglio i propri scopi⁵⁹.

L'azienda dovrebbe poi supportare i processi di Risk Management fornendo le migliori informazioni disponibili per analizzare e trattare i rischi⁶⁰.

Infine, sempre secondo l'ISO, la funzione di gestione del rischio dovrebbe rivelarsi adattabile, trasparente, inclusiva, dinamica, interattiva, al precipuo scopo di rispondere ai mutamenti del contesto di riferimento, creando continuamente miglioramento e valorizzazione della struttura aziendale.

3.1 – EVOLUZIONE DEL RISK MANAGEMENT

Al fine di comprendere l'attuale caratterizzazione e impostazione del Risk Management appare necessario esplorarne le radici storiche ed analizzarne le linee evolutive.

La gestione del rischio affonda le sue radici nella stessa storia dell'economia dei tempi moderni⁶¹ e ha iniziato ad ottenere un riconoscimento ufficiale già nei primi decenni del secolo scorso.

Unanimemente si rintraccia il primo contributo, foriero di un embrionale concetto di Risk Management, nel pensiero di uno dei fondatori delle scienze manageriali, Henri Fayol, che, in un suo lavoro del 1916⁶², citava esplicitamente, fra le attribuzioni del management, la funzione di sicurezza, intesa come protezione dei beni dell'impresa e delle risorse umane che operano al suo interno da eventi naturali o comportamenti in grado di ostacolare il corretto funzionamento dell'attività.

⁵⁹ Cfr. De Loach J.W., "Enterprise-Wide Risk Management", Financial Times, Prentice Hall, London, 2000.

⁵⁸ In tal senso si veda anche Crockford, G.N., "An Introduction to Risk Management (2nd ed.)". Woodhead-Faulkner, 1986.

⁶⁰ Cfr. Corvino G.P., "Risk Management strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri dell'impresa", a cura di Forestieri G., Cerap, Egea, Milano, 1996.

⁶¹ Cfr. Bernstein Peter L., "Più forti degli dei. La straordinaria storia del rischio", Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.

⁶² Cfr. Fayol Henri, "Administration industrielle et generale; prévoyance, organisation, commandement, coordination, controle", H. Dunod et E. Pinat, Parigi, 1916.

Tuttavia la moderna teoria del Risk Management inizia a prender corpo nella seconda metà degli anni '50 grazie ai contributi della scuola americana⁶³.

Il mondo aziendale statunitense ha sempre rappresentato una guida nell'evoluzione della materia grazie all'anticipata sperimentazione, rispetto ad altri paesi avanzati, di determinati fenomeni tecnologici, economici, sociali, che hanno reso particolarmente evidente il vantaggio per le società di adottare adeguate tecniche di gestione dei rischi. Negli anni tra il 1955 ed il 1969 la motivazione principale nell'adozione di tecniche di gestione del rischio era la riduzione degli importi delle spese assicurative e, di conseguenza, la funzione di gestione dei rischi coincideva con la ricerca di idonee e mirate coperture assicurative⁶⁴. Ecco spiegato il motivo per cui, riferendosi a tale periodo, si parla di Risk Management come evoluzione dell'"Insurance Management',65.

Il rischio viene qui identificato e valutato esclusivamente come rischio puro, dal momento che non solo le principali competenze in ambito di gestione del rischio erano di natura assicurativa, ma soprattutto perché in quegli anni la tipologia di danni associati ai rischi puri era senza dubbio predominante, mentre gli altri rischi, come i rischi finanziari o strategici, risultavano ancora scarsamente percepiti.

Per tali ragioni, in pratica, in una prima fase la gestione del rischio in azienda coincide sostanzialmente con l'attività di ricerca di idonee coperture assicurative, modellate in ragione delle specifiche esigenze aziendali.

Dalla fine degli anni '60 il Risk Management si diffonde lentamente, ma progressivamente, dapprima nell'intero apparato industriale americano, per poi approdare in Europa e principalmente in Gran Bretagna.

Negli anni '70 la scuola americana propone un rinnovamento degli studi⁶⁶ e la nascita di un nuovo filone di ricerca, finalizzato a mettere in relazione il Risk Management con la più generale teoria dell'impresa.

⁶³ In proposito si veda Vaughan Emmet J., "Fundamentals of Risk and Insurance", J. Wiley, New York, 1992; Dickson G.C.A., "Education in Risk Management", in "The Geneva Papers on Risk and Insurance", 1992.

⁶⁴ Cfr. Urciuoli V., Crenca G., "Risk management: strategie e processi decisionali nella gestione dei rischi puri d'impresa", Rovereto, ISBA, 1989.

⁶⁵ Cfr. Misani N., "Introduzione al risk management", Egea, 1994.

⁶⁶ In questi anni prendono corpo le attività di "Risk Analisys", Loss Control" e "Loss Financing". In proposito si veda Corvino G.P., Cerap, Egea, Milano, 1996, op. cit..

Questa nuova impostazione, denominata "Total Risk Management", ottiene la definitiva consacrazione solo negli anni '80, quando una forte crisi del mercato assicurativo, con conseguenti notevoli incrementi tariffari, fece emergere la necessità di adottare tecniche di gestione dei rischi diverse da quella assicurativa⁶⁷.

Il Risk Management rompe così gli argini di una configurazione puramente assicurativa, cominciando a delinearsi nella moderna accezione e configurazione, mentre la copertura assicurativa venne riqualificata come una delle diverse e possibili modalità di trattamento dei rischi.

Il Risk Management, pertanto, si trasforma progressivamente nel processo di identificazione e analisi dei diversi rischi cui l'azienda è esposta, per deciderne poi la strategia di gestione, tramite l'utilizzo di adeguate valutazioni costi/benefici.

Il processo evolutivo si completa negli anni '90 grazie soprattutto alla spinta decisiva che l'elaborazione dottrinale riceve dal nuovo contesto economico, caratterizzato da dinamismo, globalizzazione ed innovazione. In tale contesto il rischio diventa un elemento chiave da identificare, misurare, gestire e controllare. Tutto ciò tenendo presente che il tradizionale rischio finanziario⁶⁸ non è più l'unico focus della gestione, dovendosi infatti ampliare il range di controllo ai rischi di business, che ora vengono ad includere, tra gli altri, anche i rischi operativi, di mercato e di innovazione.

La progressiva diffusione dell'utilizzo delle tecniche gestionali del rischio, unita al loro affinamento sotto il profilo scientifico, ha dunque condotto il Risk Management dapprima a poter trattare anche i rischi non assicurabili, segnatamente i rischi speculativi, per poi superare la logica di funzione aziendale delimitata ed accedere ad una visione integrata e veramente "totale", in forza della quale la gestione dei rischi diventa supporto necessario per qualsivoglia decisione manageriale, soprattutto per quelle strategiche e di vertice⁶⁹.

Gli anni più recenti sono dunque caratterizzati dalla tendenza ad una visione globale del Risk Management, basata sul principio che tale funzione debba occuparsi di tutti i rischi dell'azienda, siano essi persino politici, sociali o tecnologici.

67

⁶⁷ Misani N., Egea, 1994, op. cit.; Forestieri G., Egea, 1996, op. cit..

⁶⁸ Nel concetto di rischio finanziario la dottrina ricomprende, tra gli altri, il rischio di credito, tasso, valuta, liquidità, cambio e commodity. Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit..

⁶⁹ Cfr. Prandi P., 2010, op. cit.; Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit.; Forestieri G., Egea, 1996 op. cit..

3.2 - RISK MANAGEMENT OGGI

Il tentativo di trovare una chiave onnicomprensiva della realtà aziendale, al fine di creare valore per tutte le categorie di stakeholder, ha spinto la dottrina a concentrare l'attenzione dapprima sull'obiettivo di ridurre le probabilità che eventi negativi si verificassero e di aiutare l'impresa, così facendo, a contenere e possibilmente eliminare i costi, diretti ed indiretti, associati alle conseguenti perdite finanziarie⁷⁰.

L'elaborazione di un complessivo programma di Risk Management consente oggi all'imprenditore di identificare i problemi principali nell'ottimale svolgimento dell'attività e di affrontare il rischio d'impresa con maggiore sicurezza, ottimizzando il rapporto costi/benefici. Il valore così creato si sostanzia in una concreta riduzione di costi operativi, determinando in questo modo un incremento delle performance aziendali.

L'analisi dei rischi diviene, pertanto, un elemento essenziale per una ponderata allocazione delle risorse aziendali, ottenendo una massimizzazione del profitto e migliorando la competitività sul mercato.

Tuttavia tale orientamento, incentrato principalmente sulla creazione di valore per l'impresa, ha mostrato i propri limiti, soprattutto alla luce delle recenti crisi che si sono verificate sui mercati internazionali.

Si è dunque imposta in merito una nuova valutazione di quest'approccio c.d. "finanziario", in considerazione del fatto che, pur contribuendo ad una più razionale allocazione delle risorse ed al conseguimento degli obiettivi di business, esso non costituisce di per sé garanzia della sopravvivenza e della stabilità dell'azienda.

La sempre maggiore complessità del contesto economico e le crescenti aspettative delle varie categorie di stakeholders hanno, pertanto, costretto i vertici aziendali a riconsiderare i processi di Risk Management come una soluzione di tipo "integrato", che dovrebbe costituire, se efficacemente articolata ed implementata, non solo un reale elemento di vantaggio competitivo, ma anche una garanzia di stabilità e solidità dell'apparato produttivo.

In questa nuova ottica è facile comprendere l'evoluzione che il concetto aziendale di Risk Management ha dovuto subire negli ultimi anni.

-

⁷⁰ Cfr Nocco B.W. - Stulz R.M., Luglio 2006, op.cit.; Bettinelli C., in Amm. & fin., n. 13/2007 op.cit..

In tre tappe fondamentali⁷¹ si è passati da un'iniziale approccio focalizzato esclusivamente su rischi finanziari e rischi puri relativi ad eventi assicurabili, ad un approccio c.d. di "Business Risk Management", in quanto incentrato sulla gestione dei rischi di business. Qui il legame tra rischi e opportunità è divenuto più esplicito.

L'attuale stadio evolutivo propone, infine, una visione ancora più integrata nell'azienda, non a caso definita "Enterprise Risk Management". L'obiettivo è appunto l'interazione tra la gestione dei rischi di business e l'apparato dei controlli interni all'azienda⁷².

Considerato come la naturale evoluzione del concetto tradizionale di gestione del rischio, l'Enterprise Risk Management viene proposto dalla letteratura manageriale come un approccio integrato, che sia in grado di gestire tutti i rischi d'impresa, sia puri che speculativi, concentrando l'attenzione sia sui rischi che sulle opportunità che possono scaturire da un evento incerto, con l'obiettivo di massimizzare il valore atteso, garantendo al contempo la continuità aziendale⁷³.

Il concreto obiettivo di questo approccio è la creazione di un vero e proprio portafoglio di rischi, che fornisca ai vertici aziendali una visione dell'intero sistema di rischi gravanti sull'organizzazione, permettendo in tal modo una valutazione del profilo reale di rischio dell'azienda complessivamente considerata⁷⁴.

Per adottare ed implementare efficacemente un modello di Enterprise Risk Management le aziende devono evolvere la loro filosofia di gestione dei rischi in due direzioni.

In primo luogo è necessario abbandonare un'ottica "cost based", finalizzata a salvaguardare il valore creato evitando i rischi, adottando invece un'ottica "value

_

⁷¹ De Loach J.W., London, 2000, op.cit..

⁷² "L'Enteprise Risk Management è un processo, realizzato da un comitato, dal management o da altro personale di un'entità, applicato alla definizione della strategia e in tutta l'azienda, pensato per identificare eventi potenziali che impatti sull'entità stessa, e gestire i rischi che siano all'interno dei limiti accettati, per fornire una ragionevole assicurazione relativamente al raggiungimento degli obiettivi dell'entità", traduzione dall'inglese della definizione contenuta in "Enterprise Risk Management – Integrated Framework. Executive Summary" a cura del Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSO), Settembre, 2004.

⁷³ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit.; O'Donnell E., "Enterprise risk management: A systems-thinking framework for the event identification phase", International Journal of Accounting Information Systems, 7, 2005, pagg. 177-195.

Cfr. Dickinson G., "Enterprise Risk Management: its origins and conceptual foundation", The Geneva Papers on Risk and Insurance, 2001.

based", finalizzata alla creazione di nuovo valore attraverso la gestione dei rischi e delle opportunità connesse⁷⁵.

In secondo luogo le aziende devono assumere un approccio reattivo nei confronti dei rischi, non più solo adottando sistemi di protezione e controllo come risposta diretta al manifestarsi di eventi rischiosi, bensì sviluppando un approccio proattivo, focalizzato sull'anticipazione dei fenomeni futuri⁷⁶.

Secondo questo nuovo approccio non solo sarebbe necessario implementare un modello di Risk Management caratterizzato da una visione d'insieme della realtà aziendale, ma soprattutto il management dovrebbe perseguire l'obiettivo di sviluppare in ciascuna funzione aziendale la cultura della gestione del rischio, affinché ogni componente si adoperi per attuarla in rapporto alle proprie competenze e responsabilità⁷⁷.

L'Enterprise Risk Management rappresenta dunque un approccio globale, detto anche "olistico"⁷⁸, alla gestione del rischio di business, finalizzato ad aumentare e proteggere il valore dell'organizzazione nel breve e nel lungo termine per tutti gli stakeholder coinvolti.

Peraltro le considerazioni sin qui proposte valgono a maggior ragione per i mercati finanziari, date le particolari caratteristiche e la volatilità propria di queste realtà economiche. Infatti, nonostante la rapidità di circolazione delle informazioni, nei mercati finanziari gli scambi sono inevitabilmente accompagnati da un elevato grado di incertezza e l'accurata gestione dei rischi diviene indispensabile ancor più che in altri contesti. Tanto è rimarcata l'importanza del Risk Management in tale settore, che parte della dottrina qualifica la gestione ed il controllo del rischio come il nuovo cuore dell'intermediazione finanziaria⁷⁹.

⁷⁵ Cfr. Copeland T., Kotter T., Murrin J., "Il valore dell'impresa", Il sole 24 Ore.

⁷⁶ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers (a cura di), "La gestione del rischio aziendale. ERM - Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Milano, 2006.

⁷⁷ Cfr. Prandi P., 2010, op. cit..

⁷⁸ Cfr. KPMG Advisory (a cura di), "L'Enterprise Risk Management in Italia", www.kpmg.com, 2010.

⁷⁹ "Il risk management sta acquisendo un'importanza rilevante in ogni analisi di business, non solo agli occhi del management, ma anche a quelli degli organi di controllo dei mercati finanziari, al punto da essere considerato "uno dei tratti qualificanti dei sistemi di corporate governance adottati dalle imprese" in Beretta S., Università Bocconi Editore, Milano, 2004, op. cit.. In proposito si veda inoltre Revell J., "Verso una teoria microeconomica delle istituzioni finanziarie", in Bancaria, n. 10/1980, pag. 1017, nonché Onado M., "Banca e sistema finanziario", Bologna, 1982, pag. 243.

4 - RISK MANAGEMENT, CORPORATE GOVERNANCE E SCI

L'evoluzione del Risk Management all'interno della realtà economica, la sua progressiva integrazione nella struttura aziendale, l'utilità di tale strumento nel supportare ogni decisione, operativa o strategica che sia, hanno palesato la necessità di una nuova interazione ed integrazione tra la funzione di gestione dei rischi e la c.d. Corporate Governance.

Con quest'ultimo concetto si definisce l'insieme di processi, regole e meccanismi, di tipo formale ed informale, che riguardano il governo e la direzione dell'impresa e che hanno l'obiettivo di salvaguardare ed incrementare nel tempo il valore per stakeholder ed azionisti.

In via di principio la Corporate Governance, per realizzare il proprio scopo, deve assumere decisioni volte a perseguire concretamente tre precipui obiettivi:

- raggiungimento degli obiettivi d'impresa prefissati;
- mantenimento di un comportamento coerente alle aspettative;
- trasparenza nei confronti di azionisti e stakeholder.

Pertanto, seppur partendo da approcci diversi, sia l'Enterprise Risk Management che la Corporate Governance perseguono il comune obiettivo di salvaguardare ed incrementare nel tempo il valore dell'azienda⁸⁰. Da qui la necessità che una cultura di gestione globale dei rischi pervada le decisioni dei vertici aziendali, nell'accertata convinzione che, altrimenti, non sarebbe comunque possibile raggiungere il comune obiettivo.

Storicamente Corporate Governance e Risk Management hanno ricevuto una comune spinta evolutiva negli anni '80, allorquando si è sviluppato un intenso dibattito per tentare di porre rimedio e reagire ad inaspettati e disastrosi crack finanziari generati principalmente da sconsiderate scelte manageriali con il concorso di forti carenze nei controlli interni delle aziende stesse e nella normativa di vigilanza.

Di conseguenza, dalla fine degli anni '80 si è registrato un progressivo sviluppo ed approfondimento degli studi volti a garantire che i vertici aziendali gestissero l'azienda perseguendo effettivamente l'interesse degli stakeholders e rispettando le norme vigenti nel contesto economico, politico e sociale, all'interno del quale si svolge l'azione imprenditoriale.

-

⁸⁰ Cfr. Dittmeier C., "Internal Auditing", Egea, Milano, 2007, pag. 121.

Il progressivo intrecciarsi di Corporate Governance e Enterprise Risk Management è rintracciabile in particolare nell'evoluzione della normativa, europea e nazionale, del settore bancario e finanziario.

Se, infatti, nel 1988 l'Accordo di "Basilea I" stabiliva requisiti patrimoniali obbligatori per il solo rischio di credito, nel 2004 l'Accordo di "Basilea II" estende l'obbligo di tali requisiti patrimoniali anche ad altre tipologie di rischio, vale a dire rischi operativi e di mercato, ma soprattutto con il c.d. Secondo Pilastro sancisce una prospettiva evolutiva contemplante una gestione globale ed integrata di ogni possibile rischio a cui sia sottoposto l'operatore bancario e finanziario⁸¹.

Il legislatore comprende quanto l'Enterprise Risk Management, utilizzato finora dalle scienze aziendalistiche per massimizzare le performance aziendali, possa costituire lo strumento ottimale per garantire una gestione degli intermediari bancari e finanziari volta a perseguire gli obiettivi legislativi di sana e prudente gestione, nonché di trasparenza e correttezza del mercato.

Peraltro lo stesso Accordo di Basilea II, così come le conseguenti Direttive n. 2006/48/CE e 2006/49/CE, ha solo riconosciuto quanto il dibattito dottrinale aveva già da tempo evidenziato. Era infatti maturata in letteratura la convinzione che, dovendo mantenere flessibili i modelli di governance adottati dalle aziende, fosse impossibile regolamentare gli stessi attraverso norme cogenti e dettagliate, onde evitare irrigidimenti antieconomici delle strutture aziendali. Ancora oggi tale convinzione resta ferma per il legislatore sia europeo⁸² che nazionale⁸³.

Conseguentemente, la materia è stata regolamentata, fin dall'origine e nei vari paesi, per mezzo di codici di comportamento che, seppur privi giocoforza di carattere obbligatorio, sono stati elaborati, nella maggior parte dei casi, da commissioni

_

⁸¹ Cfr. Accordo di Basilea II del giugno 2004, pag. 138: «Il processo di controllo prudenziale dello Schema è inteso non solo a garantire che le banche dispongano di un capitale adeguato a sostenere tutti i rischi connessi con la loro attività, ma anche a incoraggiarle nell'elaborazione e nell'uso di tecniche migliori per monitorare e gestire tali rischi».

⁸² Cfr. Direttiva n. 2006/48/CE, Art. 123: «Gli enti creditizi dispongono di strategie e processi validi, efficaci e completi per valutare e mantenere in permanenza l'importo, la composizione e la distribuzione del capitale interno che essi ritengono adeguati per coprire la natura e il livello dei rischi a cui sono o potrebbero essere esposti.»

⁸³ «Le banche definiscono in piena autonomia un processo per determinare il capitale complessivo adeguato in termini attuali e prospettici a fronteggiare tutti i rischi rilevanti. Il processo deve essere formalizzato, documentato, sottoposto a revisione interna e approvato dagli organi societari. Esso è proporzionato alle caratteristiche, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta.» Cfr. Circolare n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo 1, Sezione II, Par. 1.

speciali costituite da organizzazioni private, come le borse nazionali, le principali società quotate, gli investitori istituzionali e le associazioni degli industriali.

Obiettivo comune ai molteplici codici di comportamento è quello di definire linee guida e principi di un modello di organizzazione societario adeguato a gestire il corretto controllo dei rischi d'impresa ed i potenziali conflitti di interesse fra "gestione" dell'azienda, vale a dire il management, e "controllo" della stessa, vale a dire la proprietà.

Pertanto, nell'implementazione di un efficace modello di Enterprise Risk Management assume un ruolo fondamentale il sistema dei controlli interni all'azienda, c.d. SCI. Questa funzione viene comunemente definita come «l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati» ⁸⁴. Già in questa definizione viene rimarcato lo stretto legame esistente tra l'apparato dei controlli interni ed il "processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi".

Della stessa opinione è il legislatore nazionale, che rimarca il legale tra gestione del rischio, Corporate Governance e sistema dei controlli interni in merito al processo di vigilanza prudenziale, quale Secondo Pilastro della normativa prudenziale per banche ed intermediari finanziari⁸⁵.

Parimenti, secondo l'ultima versione dell'Enterprise Risk Management Framework, licenziata nel 2004 dal comitato CoSO, il controllo interno deve costituire parte

⁸⁴ Definizione tratta dal Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana S.p.A., versione 2006, c.d. "Codice Preda".

⁸⁵ L'art. 4 del Regolamento Congiunto, dettando i principi generali in materia, esprime la consapevolezza dell'unitarietà dell'intero sistema organizzativo per il perseguimento delle finalità di carattere generale fissate dall'ordinamento, vale a dire "assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi" (sul punto si vedano anche le note di commento al Documento di Consultazione dell'ottobre 2007 che ha preceduto l'emanazione del testo regolamentare).

In proposito si consideri anche quanto concordemente affermato dalla Circolare n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo 1, Sezione I, Par. 1: «Il processo ICAAP è imperniato su idonei sistemi aziendali di gestione dei rischi e presuppone adeguati meccanismi di governo societario, una struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, efficaci sistemi di controllo interno. (omissis) Il processo ICAAP deve essere documentato, conosciuto e condiviso dalle strutture aziendali e sottoposto a revisione interna.>>.

integrante del sistema di gestione e controllo dei rischi⁸⁶. Infatti il comitato CoSO dipinge tale funzione come «un processo, svolto dal consiglio di amministrazione, dai dirigenti e da altri operatori della struttura aziendale, che si prefigge di fornire una ragionevole sicurezza sulla realizzazione degli obiettivi rientranti nelle seguenti categorie:

- efficacia ed efficienza delle attività operative;
- attendibilità delle informazioni di bilancio;
- conformità alle leggi ed ai regolamenti in vigore» ⁸⁷.

Pertanto, nel processo produttivo, dopo l'implementazione delle misure e delle strategie che sono state selezionate dal management, devono esser attuate le adeguate attività di controllo, dirette a garantire la costante applicazione, da parte di tutta la struttura aziendale, delle misure di risposta al rischio elaborate dai vertici decisionali. Il continuo monitoraggio sull'adeguatezza del sistema dei controlli esistente chiude il cerchio, mirando a garantire l'introduzione di nuove forme e modalità di controllo laddove quelle applicate in precedenza risultino inefficaci o superate, per evitare che persistano carenze nei controlli tali da permettere il ripetersi di danni dovuti a rischi mal gestiti o non gestiti affatto.

Dal momento che l'Enterprise Risk Management descrive un modello di tipo procedurale in un'ottica organizzativa, è evidente come la funzione di controllo interno assuma una posizione trasversale che interessa tutte le diverse aree aziendali. Alla luce del necessario controllo interno il modello organizzativo aziendale necessita, pertanto, che siano delineati ruoli e responsabilità di tutti i membri dell'organizzazione interessati dal processo ed è proprio in tale contesto che il modello aziendalistico di gestione del rischio viene ad intrecciarsi con il modello normativo.

Infatti il sistema di controllo interno delle imprese è oggetto di regolamentazione tanto da parte della legislazione primaria quanto da quella secondaria specifica per il settore bancario e finanziario.

⁸⁷ La definizione è tratta da Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers (a cura di), Milano 2006, op. cit..

_

⁸⁶ Cfr. Cantino V., "Corporate Governance, misurazione della performance e compliance del sistema di controllo interno", Giuffrè, Milano, 2007, pag. 52; nonché Gandini G., "Internal audit e gestione dei rischi nel governo aziendale", Milano, 2004.

In proposito le citate Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, si preoccupano proprio di delineare la tipologia di controlli necessari, nonché i ruoli e le responsabilità dei diversi soggetti coinvolti.

Appare ora chiaro come, seppur i principi economici possano influenzare la normativa dettata per la gestione del rischio, l'intervento legislativo debba, di contro, discostarsi dal modello puramente aziendalistico, perché, solo così facendo, può tutelare gli interessi dei diversi stakeholders. Questo avviene in ragione del fatto che l'approccio aziendale persegue la massimizzazione delle performance aziendali, mentre il modello normativo mira a garantire una sana e prudente gestione da parte degli operatori bancari e finanziari, nonché la stabilità complessiva, nell'interesse generale e, in particolare, di tutte le categorie di stakeholder⁸⁸.

Peraltro, a riprova della stretta correlazione tra approccio aziendalistico e approccio normativo alla gestione del rischio, si consideri che tra i destinatari del CoSO ERM Integrated Framework sono inclusi proprio i legislatori e le Autorità di Vigilanza⁸⁹, affinché gli stessi tengano a riferimento tale modello tanto nella fase di promulgazione della normativa, quanto nell'esercizio della vigilanza ispettiva e prudenziale sui soggetti regolamentati.

4.1 - FRAMEWORK, FONTI DI DIRITTO E CODICI DI COMPORTAMENTO

Come anticipato, l'Enterprise Risk Management ha trovato il proprio punto di riferimento a livello organizzativo nei "framework", vale a dire nei modelli di gestione del rischio completi e formalizzati, affermatisi negli ultimi venti anni in letteratura e nella prassi aziendale. Tra questi vanno senz'altro citati sia il FERMA Risk Management Standard⁹⁰, che il CoSO ERM Integrated Framework⁹¹.

In particolare quest'ultimo framework è divenuto un punto di riferimento internazionale per la corretta gestione dei rischi all'interno della struttura aziendale.

⁸⁸ Si veda, in proposito, il combinato disposto dell'art. 5 del TUB e dell'art. 5 del TUF.

⁸⁹ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

⁹⁰ Il FERMA Risk Management Standard è «il risultato del lavoro delle principali organizzazioni di risk management della Gran Bretagna ed è stato reso noto al pubblico nel 2003 a opera della Federazione delle Associazioni Europee di Risk Management (FERMA)». Citazione tratta da Prandi P., Editore Franco Angeli, 2010, op. cit., pag. 195.

⁹¹ L'ERM Integrated Framework è un modello di gestione del rischio elaborato in una prima versione nel 1992 e rinnovato nel 2004 (c.d. CoSO II) dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSO), nato nel 1985 negli Stati Uniti e composto dalla cinque maggiori associazioni professionali nordamericane. Tale modello di gestione è stato adottato anche nella stesura dello stesso Accordo di "Basilea II".

L'Italia non ha fatto eccezione ed il modello CoSO ha contribuito all'aggiornamento dei codici di comportamento nazionali, ora caratterizzati dall'obiettivo di integrare Corporate Governance e Risk Management.

In proposito è d'obbligo citare l'intervento più rilevante in materia, rappresentato dal "Progetto di Corporate Governance per l'Italia" (PCGI), elaborato nel 1995 da un comitato scientifico operativo in collaborazione con la Coopers & Lybrand⁹², che offre un importante contributo nell'identificare gli elementi fondamentali per assicurare il buon governo dell'impresa. Tale progetto nasce appunto con l'intento di realizzare un avvicinamento al documento statunitense noto come "CoSO Report", riguardante il sistema di controllo interno, e approfondisce i temi relativi ai ruoli, alle responsabilità ed ai processi che caratterizzano azionisti, amministratori, organi di controllo, società di revisione e tutti gli altri stakeholders.

Le aspettative create dal PCGI hanno portato, nel settore finanziario, all'emanazione del TUF, che tratta il tema della Corporate Governance, fissando alcuni principi e norme generali di comportamento degli organi sociali di gestione e controllo.

Ulteriore punto di riferimento nell'ambito del controllo dei rischi d'impresa è senz'altro il c.d. Codice Preda⁹³, quale primo codice di comportamento in materia di Corporate Governance, indirizzato alle società quotate, emanato nel 1999 e poi rivisto nel 2002 e nel 2006.

L'obiettivo dichiarato del Codice Preda era di rassicurare gli investitori internazionali sull'esistenza, nelle società quotate in Italia, di un modello organizzativo che prevedesse adeguate ripartizioni di responsabilità e poteri, oltre ad un corretto equilibrio fra gestione e controllo, obiettivo che è stato fatto proprio in seguito dal legislatore per lo specifico settore bancario e finanziario.

Il Codice si articola in 13 regole di comportamento⁹⁴ per il governo delle imprese, flessibili e non cogenti, in quanto proposte come modello di "best practice" alla

0

⁹² Studio di consulenza contabile, poi confluito nel 1998 nella PriceWaterHouseCoopers.

⁹³ Codice emanato dal Comitato per la Corporate Governance della Borsa Italiana S.p.A., così definito in onore dell'allora Presidente della Borsa Italiana S.p.A., Stefano Preda.

⁹⁴ Le tematiche trattate dal Codice riguardano principalmente l'organizzazione e gli strumenti di controllo. Da un lato quindi la composizione del Consiglio di Amministrazione (amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti); la nomina, la responsabilità e la remunerazione degli Amministratori, i diritti degli azionisti e i rapporti con i soci; l' istituzione di Comitati di varia natura (es.: Comitato per il Controllo Interno, Comitato per la Remunerazione degli Amministratori, Comitato per le proposte di nomina, ecc.); i rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri

volontaria accettazione delle società. È quindi concesso alle imprese di personalizzare il proprio modello di governo societario in base alle proprie specifiche caratteristiche ed esigenze, mentre poi spetterà al mercato premiare gli strumenti ed i modelli più tutelanti.

Il Codice Preda colloca la responsabilità del governo della gestione dei rischi ai massimi livelli aziendali e si presenta come un modello di organizzazione societaria adeguato a gestire il controllo dei rischi d'impresa ed i potenziali conflitti di interesse, che possono sempre interferire nei rapporti sia tra amministratori ed azionisti, che tra maggioranze e minoranze della stessa compagine azionaria.

La pubblicazione di questo codice ha dunque contribuito ad incrementare l'interesse generale sul tema, creando da subito un dovere morale, per le imprese quotate, a seguire le indicazione in esso contenute.

Il dovere morale di aderire al codice di autodisciplina ha poi conquistato un riconoscimento normativo con l'art. 123bis del citato TUF, che, al comma 2, lett. a), impone agli emittenti di riportare, nella relazione sul governo societario, le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni del codice di comportamento.

Il problema di tale disposizione consiste nel fatto che la sua violazione non comporta alcun tipo di sanzione, se non di ordine meramente reputazionale, spettando poi al mercato punire un comportamento poco trasparente in ordine all'inevasa spiegazione della mancata o non completa attuazione del Codice Preda.

Da ultimo, il legislatore del settore bancario e finanziario ha fatto propria la necessità di prevedere un coordinamento efficace della Corporate Governance, dell'Enterprise Risk Management e del sistema dei controlli interni, attuando concretamente le Direttive n. 2006/48/CE e 2006/49/CE con l'emanazione delle Circolari n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, aggiornata al 2007.

L'evoluzione del contesto normativo, come della letteratura aziendalista, palesa il crescente interesse manifestatosi nei confronti del Risk Management, che va considerata non come una tendenza passeggera, ma piuttosto come un'inevitabile sviluppo dei sistemi di management aziendale.

soci. Dall'altro, aspetti riguardanti il sistema di controllo interno e la gestione dei rischi (Risk Management).

In particolare, nell'ottica della Corporate Governance la valutazione e gestione dei rischi aziendali si mostrano strettamente intrecciate con la progettazione ed implementazione dei sistemi di controllo interno, a garanzia dell'efficienza ed efficacia aziendale, della salvaguardia degli asset, nonché della conformità alle leggi ed ai regolamenti.

In conclusione, nel settore bancario e finanziario la funzione di Risk Management deve necessariamente integrarsi sia con la Corporate Governance che con il sistema dei controlli interni all'azienda, non solo affinché l'azione manageriale risulti efficace nel gestire ogni tipologia di rischio e nel conseguire tutti gli obiettivi di business prefissati, ma soprattutto perché oggi sono le stesse norme di vigilanza prudenziale che impongono tale integrazione come fattore imprescindibile per il raggiungimento degli obiettivi legislativi, identificati dalla sana e prudente gestione, dalla stabilità economica, nonché dalla trasparenza e correttezza del mercato.

Dopo timidi passi iniziali, l'ingresso del Risk Management tra gli strumenti asserviti dal legislatore agli scopi dell'ordinamento ha subito, dunque, una brusca accelerazione grazie, o meglio a causa della crisi dei mercati conseguente ai crack finanziari degli ultimi anni.

5 – IL PROCESSO DI ENTERPRISE RISK MANAGEMENT

Analizzato il contesto aziendale e normativo in cui si è sviluppato, nel settore bancario e finanziario, il Risk Management, è così possibile delineare un concreto modello di gestione del rischio capace di soddisfare al contempo sia le esigenze di performance aziendali che il quadro normativo vigente in materia.

Oggi, infatti, gli intermediari bancari e finanziari hanno l'obbligo di strutturare, attuare ed implementare un processo di Enterprise Risk Management volto non solo a perseguire gli obiettivi aziendali, ma anche e contestualmente gli obiettivi imposti dal legislatore.

Partendo dal profilo aziendale, come già specificato, allo stato attuale non è rintracciabile un unico approccio alla gestione del rischio che sia indifferentemente applicabile a tutte le realtà economiche. Questo avviene anzitutto perché il contesto economico si compone di aziende che, mostrando livelli diversi di maturità rispetto al percorso evolutivo del Risk Management, assumono differenti approcci in ragione delle proprie caratteristiche organizzative e dei propri obiettivi di business. Di ciò lo

stesso legislatore dà conferma, articolando i soggetti vigilati in tre classi, identificate in ragione della "diversa dimensione e complessità operativa"⁹⁵.

Ciò nonostante, è necessario che l'azienda si attenga comunque ad un modello standard, ad un quadro di riferimento comune, affinché sia in grado di condividere ed implementare la terminologia utilizzata, il processo di attuazione nonché la struttura organizzativa. In proposito il panorama dottrinale è costituito da numerose proposte alternative in merito al processo di Risk Management, ognuna con specifiche caratteristiche e propri ambiti di applicazione.

Tra le molteplici alternative il riferimento metodologico, unanimemente ritenuto più autorevole e preso a modello dall'Accordo di Basilea II, è senz'altro quello descritto nel rapporto emesso dal Comitato CoSO nel 2004 e denominato "Enterprise Risk Management Integrated Framework" (di seguito "CoSO Framework"), che, nato in una realtà all'avanguardia come quella statunitense, vanta il merito di fornire un quadro chiaro degli elementi che devono caratterizzare il processo di Risk Management, agevolando la creazione di un linguaggio tecnico comune e fornendo linee guida efficaci per l'implementazione e la valutazione del processo di gestione dei rischi.

Questo framework, anzitutto, mira ad allineare le strategie aziendali con il livello di rischio ritenuto accettabile dal management, attraverso la valutazione delle diverse strategie di gestione possibili e la scelta della risposta maggiormente rispettosa dell'equilibrio tra obiettivi di business e livello di rischio accettabile. Inoltre, attraverso l'analisi di tutti i potenziali eventi futuri, il management avrà la possibilità di sfruttare i rischi speculativi, nonché le relative opportunità, migliorando così le performance aziendali⁹⁷. Questo modello riesce dunque ad integrare e conciliare i vari approcci al Risk Management in un unico modello di riferimento⁹⁸, che costituisce oggi un valido supporto per la predisposizione, l'implementazione e il monitoraggio dei rischi a cui un'azienda è esposta⁹⁹.

⁹⁵ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo 1, Parte Ia, Par. 1.2, pag. 6.

⁹⁶ Cfr. CoSO, Il Sole 24ore, Milano, 2006, op. cit..

⁹⁷ Per un'analisi approfondita si veda Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWater-HouseCoopers (a cura di), Milano 2006, op. cit..

Moeller R.R., "COSO enterprise risk management: understanding the new integrated ERM framework", John Wiley and Sons, 2007.

Tanto è vero che è stato preso a riferimento dalle stesse Istruzioni di Vigilanza per le banche, emanate dalla Banca d'Italia con la Circolare n. 263 del 27/12/2006. Cfr. Dellarosa E., Razzante R.,

Inoltre la maggior parte delle proposte alternative al CoSO Framework ne condivide la logica di fondo, individuando il cuore del processo di gestione nelle fasi centrali di Risk Assessment, a sua volta articolata in identificazione e stima dei rischi, e di Risk Response, vale a dire la vera e propria "risposta" e "gestione" del rischio.

Assumendo ed implementando tale modello di gestione, l'azienda sarà in grado di garantirsi il raggiungimento di molteplici obiettivi, non solo strategici ed operativi, ma anche di reporting e di conformità¹⁰⁰.

Tuttavia ciò non è sufficiente. L'operatore bancario e finanziario deve infatti modellare il processo di gestione del rischio, improntato sul CoSO Framework, in modo tale che esso sia concretamente in grado di adempiere alle disposizioni normative vigenti in materia e, soprattutto, perseguire gli obiettivi gestionali che in esse il legislatore prefissa.

Nello specifico la Banca d'Italia, in forza del combinato disposto degli artt. 4, 53, 67 e 108 del TUB¹⁰¹, nonché in forza degli artt. 5, co. 2, e 6, co. 1, del TUF, ha il potere di regolamentare in materia di contenimento del rischio, di stabilità patrimoniale, nonché di sana e prudente gestione degli intermediari, sia bancari che finanziari. Questo potere regolamentare, demandato alla Banca d'Italia in forza dei provvedimenti di recepimento delle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, è stato esercitato con l'emanazione e l'aggiornamento di diverse circolari. Si tratta in particolare della già citata Circolare n. 263 del 2006, destinata agli istituti bancari, nonché della Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007 e destinata agli intermediari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 del TUB.

¹⁰¹ Testo Unico Bancario - Articolo 53 (Vigilanza regolamentare)

[&]quot;Il nuovo sistema dei controlli interni della banca", in Banca e Nuove Competenze, Franco Angeli, Milano, 2010, pag. 103.

¹⁰⁰ Cfr. Cfr. CoSO, Il Sole 24ore, Milano, 2006, op. cit..

<1. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto: a) l'adeguatezza patrimoniale; b) il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni; (omissis)</p>

²⁻bis. Le disposizioni emanate ai sensi del comma 1, lettera a), prevedono che le banche possano utilizzare: a) le valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni; le disposizioni disciplinano i requisiti, anche di competenza tecnica e di indipendenza, che tali soggetti devono possedere e le relative modalità di accertamento; b) sistemi interni di misurazione dei rischi per la determinazione dei requisiti patrimoniali, previa autorizzazione della Banca d'Italia. Per le banche sottoposte alla vigilanza consolidata di un'autorità di un altro Stato comunitario, la decisione è di competenza della medesima autorità, qualora, entro sei mesi dalla presentazione della domanda di autorizzazione, non venga adottata una decisione congiunta con la Banca d'Italia. (omissis)

Sostanzialmente identica la disciplina dettata dagli artt. 67 e 108 dello stesso TUB, rispettivamente in tema di vigilanza consolidata e di vigilanza per i soggetti operanti nel settore finanziario.

Inoltre, con specifico riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, l'art. 6, co. 2bis, del TUF stabilisce, al contempo, un potere regolamentare congiunto tra Consob e Banca d'Italia per la disciplina della gestione del rischio¹⁰². A tal proposito le due autorità, in data 29 ottobre 2007, hanno approvato il Regolamento Congiunto che recepisce le norme organizzative e procedurali dettate in tema di Risk Management e Corporate Governance dalla Direttiva MiFID, nonchè dalle Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, rinviando, ex art. 3, per quanto non diversamente previsto dallo stesso Regolamento Congiunto, alle "disposizioni adottate in attuazione del TUB", che nello specifico sono contenute nelle citate Circolari della Banca d'Italia n. 263 e n. 216.

In conclusione, nel presente lavoro si seguirà il metodo aziendale di gestione del rischio costituito dal CoSO Framework. Tale approccio aziendalistico verrà tuttavia integrato e modellato in ragione della disciplina e degli obiettivi delineati dalla regolamentazione del settore bancario e finanziario, onde ottenere un processo di Enterprise Risk Management economicamente performante e normativamente corretto. In particolare il riferimento è al processo di vigilanza prudenziale predisposto dalla Banca d'Italia per le banche¹⁰³ e per gli intermediari finanziari¹⁰⁴, all'interno del quale la stessa Autorità di Vigilanza delinea per sommi capi un modello "normativo" di gestione dei rischi, denominato ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process), a cui ogni modello aziendale di Risk Management deve giocoforza uniformarsi.

5.1 – I SOGGETTI COINVOLTI

Il primo passo utile per implementare correttamente un processo di Risk Management rispettoso delle norme vigenti è costituito dall'individuazione di ruoli delle diverse funzioni che devono partecipare al processo medesimo, soprattutto ai fini della successiva eventuale individuazione delle responsabilità interne all'intermediario.

¹⁰² Testo Unico Finanziario – Articolo 6 (Vigilanza Regolamentare)

²⁻bis. La Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) requisiti generali di organizzazione; (omissis) e) controllo della conformità alle norme; f) gestione del rischio dell'impresa; g) audit interno; h) responsabilità dell'alta dirigenza;

¹⁰³ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006.

¹⁰⁴ Circolare della Banca d'Italia n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007.

A tal fine è fondamentale distinguere i soggetti direttamente coinvolti, a cui sono imputabili responsabilità chiaramente delineate, da coloro che, pur non entrando direttamente a far parte dello specifico processo, possono influire sullo stesso per mezzo della propria attività.

La normativa regolamentare, nel disciplinare la "gestione ed il controllo dei rischi"¹⁰⁵, stabilisce che "la responsabilità primaria è rimessa agli organi di governo della banca, ciascuno secondo le rispettive competenze", ribadendo la necessaria individuazione di tre centri di imputazione di responsabilità imprescindibili, assegnatari delle funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo.

Fissato tale principio di fondo, è possibile individuare le principali funzioni aziendali che dovrebbero essere sempre coinvolte direttamente nel processo di gestione dei rischi, analizzando quanto in proposito stabilito in primo luogo dal Regolamento Congiunto, ed in secondo luogo dalle Circolari della Banca d'Italia in tema di vigilanza prudenziale.

Quest'analisi consente non solo di identificare con certezza gli organi a cui la normativa di settore attribuisce specifici compiti, ma anche di rintracciare i soggetti responsabili di singoli e specifici comportamenti illegittimi all'interno della struttura aziendale in riferimento al processo di Enterprise Risk Management.

Va tuttavia sottolineato come la distinzione di tipo "funzionale" effettuata dalla vigilanza prudenziale determini un'oggettiva difficoltà di rintracciare gli organi aziendali a cui, nei diversi modelli di gestione proposti dal diritto societario, vadano attribuite le tre diverse funzioni di Risk Management nel settore bancario e finanziario. A riprova di ciò, l'art. 2, co. 1, lettere k), l), m), del Regolamento Congiunto individua i diversi organi societari ai quali vanno attribuite le funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, a seconda del modello civilistico di Corporate Governance assunto 106.

¹⁰⁵ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 23.

¹⁰⁶ Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, art. 2, co.1:

^{1.} Ai fini del presente Regolamento si intendono per: (omissis)

k) "organo con funzione di supervisione strategica": l'organo aziendale a cui - ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria - sono attribuite funzioni di indirizzo della gestione dell'impresa, mediante, tra l'altro, esame e delibera in ordine ai piani industriali o finanziari ovvero alle operazioni strategiche;

^{1) &}quot;organo con funzione di gestione": l'organo aziendale o i componenti di esso a cui - ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria - spettano o sono delegati compiti di gestione corrente, intesa come attuazione degli indirizzi deliberati nell'esercizio della funzione di supervisione

L'anzidetta discrasia tra disciplina codicistica e norme di settore in merito ad organi societari e funzioni attribuite si coglie già a livello primario, nei due testi unici, in particolare all'art. 1, commi 3bis e 3ter, del TUB¹⁰⁷, nonché allo stesso art. 1, commi 6ter e 6quater, del TUF, laddove il legislatore è costretto a dettare norme di coordinamento tra il sistema codici stico e la disciplina specifica di settore.

5.1.1 – ORGANO CON FUNZIONE DI SUPERVISIONE STRATEGICA

In primo luogo la disciplina regolamentare definisce il ruolo dell'"organo con funzione di supervisione strategica". Tale organo ha il compito precipuo di definire le strategie di base per lo sviluppo e la realizzazione di un efficace processo di Risk Management, formulando gli obiettivi generali che l'organizzazione dovrà perseguire relativamente all'assunzione dei rischi, verificando poi l'efficacia del processo e del rispetto degli stessi obiettivi generali¹⁰⁸. Il ruolo attribuito è dunque di supervisione e guida, attraverso la verifica del grado di efficacia con cui il management ha realizzato il processo di gestione del rischio, conoscendo il livello di rischio

strategica. Il direttore generale rappresenta il vertice della struttura interna e come tale partecipa alla funzione di gestione;

¹⁰⁷ TUB, art. 1, commi 3bis e 3ter:

«3-bis. Se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all'organo amministrativo e agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione ed ai suoi componenti.

3-ter. Se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al collegio sindacale, ai sindaci ed all'organo che svolge la funzione di controllo si applicano anche al consiglio di sorveglianza ed al comitato per il controllo sulla gestione e ai loro componenti.>>

Sostanzialmente conforme la disciplina dettata dall'art. 1, commi 6ter e 6quater, del TUF.

108 Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, Art. 8:

- <1. L'organo con funzione di supervisione strategica:</p>
- a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa; ne verifica periodicamente la corretta attuazione e coerenza con l'evoluzione dell'attività aziendale;
- b) approva i processi relativi alla prestazione dei servizi e ne verifica periodicamente l'adeguatezza;
- c) verifica che l'assetto delle funzioni aziendali di controllo sia definito in coerenza con il principio di proporzionalità e con gli indirizzi strategici e che le funzioni medesime siano fornite di risorse qualitativamente e quantitativamente adeguate;
- d) approva e verifica periodicamente, con cadenza almeno annuale, la struttura organizzativa e l'attribuzione di compiti e responsabilità;
- e) verifica che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo e tempestivo;
- f) assicura che la struttura retributiva e di incentivazione sia tale da non accrescere i rischi aziendali e sia coerente con le strategie di lungo periodo.>>
- Ed inoltre si veda la Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 24: «In particolare, tale organo: (omissis)
- con riferimento al processo ICAAP, definisce e approva le linee generali del processo, ne assicura l'adeguamento tempestivo in relazione a modifiche significative delle linee strategiche, dell'assetto organizzativo, del contesto operativo di riferimento e promuove il pieno utilizzo delle risultanze dell'ICAAP a fini strategici e nelle decisioni d'impresa.»

m) "organi con funzione di controllo": il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione.

sostenibile prefissato dall'azienda, ottenendo informazioni sui rischi più rilevanti e sull'adeguatezza delle risposte fornite dal management ed, infine, rapportando l'effettivo profilo di rischio dell'azienda con quello ritenuto tollerabile dalla stessa.

Per assolvere tale funzione, l'organo deve disporre di tutti gli strumenti necessari, tra i quali riveste particolare importanza un efficace ed efficiente canale di report e comunicazione, tale da fornire ai vertici aziendali chiare, complete ed intellegibili informazioni, sulle quali si possano fondare analisi e scelte d'intervento.

Tentando di individuare concretamente l'organo aziendale che, di norma, dovrebbe vedersi attribuita tale funzione, il consiglio di amministrazione sembra esser l'unica alternativa prospettata dal coordinamento della disciplina codicistica con le norme di settore¹⁰⁹.

Va sottolineato il ruolo che l'organo svolge in relazione alla gestione effettuato poi in concreto dal management. Il consiglio d'amministrazione, in forza delle disposizioni sopra richiamata, ha il compito di dettare le linee guida della gestione che poi saranno concretamente messe in atto dall'organo con funzione di gestione. Sarà dunque questo rapporto tra i due organo a determinare le reciproche responsabilità in sede civile. Da un lato si dovrà valutare la legittimità e correttezza dalle linee guida impartite dal consiglio d'amministrazione, che svolgeranno il compito di "manuale operativo" per l'organo con funzione di gestione. Dall'altro lato sarà necessario valutare la responsabilità di quest'ultimo organo in ragione non solo delle proprie autonome scelte, ma soprattutto rapportando queste alle linee guida impartite dall'organo con funzione di supervisione strategica.

5.1.2 – ORGANO CON FUNZIONE DI GESTIONE

Secondo soggetto aziendale a dover essere coinvolto è l'"organo con funzioni di gestione", identificato genericamente con il management, che "attua le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica" in quanto "responsabile"

_

¹⁰⁹ Si veda in proposito l'identificazione degli organi aziendali in tema di "Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi" eseguito dall'art. 7 del Codice di Autodisciplina per le società quotate licenziato dalla Borsa Italiana, versione di Dicembre 2011, nel quale si afferma che «Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi coinvolge, ciascuno per le proprie competenze: a) il consiglio di amministrazione, che svolge un ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza del sistema (omissis)».

¹¹⁰ Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, Art. 9.

dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di gestione e controllo dei rischi, in attuazione degli indirizzi strategici"¹¹¹.

A tale organo la Banca d'Italia, nel dettaglio, demanda inoltre i delicati compiti di verificare ed adeguare di continuo il sistema di gestione e controllo del rischio (c.d. monitoraggio), di definire le responsabilità delle strutture e delle funzioni aziendali coinvolte, di garantire i flussi informativi aziendali necessari alla gestione del rischio. Infine la normativa di vigilanza prudenziale incarica tale organo di curare in ogni dettaglio la predisposizione del processo ICAAP¹¹².

Come anticipato la sovrapposizione tra disciplina codicistica e normativa del settore bancario e finanziario ha provocato non pochi problemi in merito all'identificazione degli organi aziendali a cui concretamente, nei diversi modelli di gestione e controllo predisposti dal diritto societario, dovessero attribuirsi le funzioni di supervisione strategica e di gestione¹¹³.

Gli stessi testi unici di settore, come già anticipato, riconoscono il problema, pur tralasciando di fornire un chiaro criterio di attribuzione delle funzioni, limitandosi a prevedere l'applicabilità delle norme, riferite a consiglio di amministrazione, organo amministrativo ed amministratori, al consiglio di gestione ed ai suoi componenti, nonché allo stesso direttore generale¹¹⁴.

In proposito ci si auspicherebbe che una regolamentazione di settore efficiente si muovesse all'interno dell'impianto codicistico, giungendo a delineare una forma di governo societario costruita sulle esigenze dello specifico ramo dell'ordinamento. La vigilanza regolamentare del settore bancario e finanziario dovrebbe, quindi, arricchire il contenuto dello statuto societario, sempre in conformità con le regole

112 Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 25-26:

¹¹¹ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 25.

[«]con riferimento al processo ICAAP, (ndr: l'organo con funzioni di gestione) dà attuazione a tale processo curando che lo stesso sia rispondente agli indirizzi strategici e che soddisfi i seguenti requisiti: consideri tutti i rischi rilevanti; incorpori valutazioni prospettiche; utilizzi appropriate metodologie; sia conosciuto e condiviso dalle strutture interne; sia adeguatamente formalizzato e documentato; individui i ruoli e le responsabilità assegnate alle funzioni e alle strutture aziendali; sia affidato a risorse quali-quantitativamente adeguate e dotate dell'autorità necessaria a far rispettare la pianificazione; sia parte integrante dell'attività gestionale.»

Cfr. Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, art. 2, co.1, lett. 1), che nella definizione include anche la figura del direttore generale.

¹¹⁴ Cfr. art. 1, comma 3bis, del TUB, nonché art. 1, comma 6ter, del TUF.

civilistiche, al fine di garantire le ragioni di specialità dell'ordinamento finanziario 115.

Purtroppo, al momento dell'attuazione concreta delle disposizioni di vigilanza la definizione elastica propria degli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione, introdotta con il Regolamento Congiunto, ha portato in taluni casi ad un'oggettiva difficoltà nell'individuare concretamente i soggetti aziendali a cui attribuire la specifica funzione e le relative responsabilità.

L'art. 8 del Regolamento Congiunto identifica l'organo con funzione di supervisione strategica delineandone i compiti di indirizzo della gestione d'impresa.

Di contro, secondo il successivo art. 9 l'organo con funzione di gestione è definito come quell'organo aziendale cui spetta l'attuazione degli indirizzi deliberati nell'esercizio della funzione di supervisione strategica.

Considerando tale quadro normativo, le disposizioni civilistiche o statutarie, ed in particolare l'art. 2381 c.c., attraverso l'attribuzione della funzione di approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari della società, dovrebbero fungere necessariamente da criterio per l'esatta individuazione degli organi sociali a cui spettano le due suddette funzioni.

Nell'ambito del sistema tradizionale di amministrazione e controllo, è immediato il richiamo alla suddivisione tra le funzioni proprie dell'organo amministrativo collegiale e quelle che competono invece al comitato esecutivo, nonché agli amministratori delegati.

Nel modello dualistico, invece, qualora lo statuto preveda che l'approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari spetti al consiglio di sorveglianza, ex art. 2409tredecies, co. 1, lett. f-bis) c.c., a quest'ultimo organo andrebbe riconosciuta la funzione di supervisione strategica ai fini della vigilanza¹¹⁶. In caso contrario, la suddivisione delle funzioni sarebbe la medesima del sistema tradizionale.

¹¹⁵ Per un approfondimento sul punto si rinvia a Vella F., "Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione", e più diffusamente Costi R., "Governo delle banche e potere normativo della Banca d'Italia", entrambi in Costi, R. - Vella, F., "Banche, governo societario e funzioni di vigilanza", in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia n. 62, settembre 2008.

¹¹⁶ In tal senso si è espressa anche la stessa Banca d'Italia nella Premessa alle "Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche" del 4 marzo 2008, puntualizzando che nonostante, di fatto, l'attività di supervisione strategica sia ripartita tra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza, ai fini della vigilanza la funzione di supervisione strategica si considera incardinata sul solo consiglio di sorveglianza. Ancorché il documento sia riferito alle

Infine, nel modello monistico la suddivisione tra supervisione strategica e gestione rifletterà la stessa logica che si applica all'interno del sistema tradizionale e sarà incardinata in tutti o solo in alcuni amministratori, a seconda delle scelte concrete del caso ed in applicazione del meccanismo delle deleghe gestionali¹¹⁷.

Se ne deve concludere che nell'attuale sistema normativo la funzione di supervisione strategica nel settore bancario e finanziario debba necessariamente essere intesa in maniera flessibile, non potendosi attribuire a priori ad uno specifico organo sociale e competendo in concreto a soggetti diversi in ciascuna realtà aziendale¹¹⁸.

Questa flessibilità provoca in taluni casi anche l'attribuzione al medesimo organo delle funzioni sia di supervisone strategica che di gestione, poiché entrambe attinenti alla gestione d'impresa ex art. 2, lett. n), del Regolamento Congiunto. In tale ipotesi l'esito concreto rischia di non essere coerente con alcuni dei requisiti generali che l'apparato organizzativo dell'intermediario deve soddisfare, con particolare riferimento alla garanzia di una chiara specificazione dei rapporti gerarchici, della suddivisione delle funzioni e delle responsabilità, nonché al principio dell'assicurazione del bilanciamento dei poteri e di un'efficace dialettica tra gli organi societari.

Lo stesso legislatore, conscio del problema, all'art. 7, lett. b), del Regolamento Congiunto, rubricato "Principi di governo societario", impone agli intermediari di

banche, la logica sottesa a questo tipo di considerazioni dovrebbe considerarsi la medesima anche per il caso degli intermediari (anche in considerazione del fatto che il Titolo I del Regolamento Congiunto si applica anche alle banche che prestano servizi e attività di investimento). Sia per le imprese bancarie che quelle che svolgono servizi di investimento, infatti, come si è già avuto modo di evidenziare, la caratterizzazione principale è in termini di avversione al rischio e di conduzione di una gestione sana e prudente.

117 In proposito è necessario sottolineare che l'art. 2 lett. n) del Regolamento Congiunto

In proposito è necessario sottolineare che l'art. 2 lett. n) del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia prevede per l'impresa d'investimento la libertà di devolvere la funzione di supervisione all'organo di controllo.

In tal senso si è pronunciata la stessa Autorità di Vigilanza nelle note di commento al Documento di Consultazione dell'ottobre 2007 che ha preceduto l'emanazione del Regolamento Congiunto, sub. art. 2, co. 1, lett. k), sottolineando come i riferimenti ai due organi con funzione strategica e di gestione debbano essere intesi in modo elastico, in ragione dell'adozione da parte degli intermediari dei diversi modelli organizzativi e di Governance. E ciò sia per il tipo di sistema di amministrazione e controllo adottato, sia di come questo venga modulato a seconda delle scelte statutarie, entro gli spazi di autonomia concessi dalla normativa del codice civile. Tuttavia, nelle Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche del 4 marzo 2008, la Banca d'Italia ha posto sottolineato la responsabilizzazione della banca, che comunque è chiamata ad effettuare una autovalutazione della propria operatività e struttura proprietaria e organizzativa. Per un commento al documento della Banca d'Italia, anche su questi aspetti, si veda Cera M., Presti G., "Commentario breve al Documento di Banca d'Italia "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", in AGE, n. 2/07, pag. 606.

adottare specifiche cautele, statutarie ed organizzative, mirate a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli che derivino dalla contemporanea attribuzione delle due funzioni al medesimo organo¹¹⁹. L'eventuale sovrapposizione di più funzioni non è quindi considerata a priori negativamente dalle Autorità di Vigilanza, pur mancando indicazioni più specifiche circa i possibili presidi da adottare per eliminare la possibile confusione di ruoli e responsabilità. La ratio della norma regolamentare va pertanto rintracciata nel fine di rendere sostanzialmente equivalenti, ai fini della vigilanza e tramite apposite previsioni statutarie e organizzative, i tre modelli di amministrazione e controllo¹²⁰.

Peraltro, sotto il profilo della responsabilità, si dovrà attribuire un diverso peso alle violazioni dei compiti di gestione, in ragione del diverso livello manageriale. Il c.d. "top management", vale a dire, in particolare, l'amministratore delegato alla gestione ed al controllo dei rischi sarà titolare della responsabilità ultima per l'effettiva ed adeguata implementazione del processo di Risk Management¹²¹. Egli deve vigilare affinché tutte le fasi vengano correttamente eseguite, attraverso riunioni periodiche con i manager responsabili, anche detti "senior manager", delle aree funzionali coinvolte.

Tramite questi continui contatti, a partire dal top management e scendendo sino ai manager che operano in specifici processi o funzioni, si deve creare una struttura di indirizzo e controllo affinché le linee guida e la supervisione dei vertici aziendali arrivino sino agli ultimi componenti il management aziendale, ai quali, giocoforza, sarà imputabile una residua responsabilità in tema di gestione del rischio, limitata al proprio ristretto ambito di competenza¹²².

5.1.3 – ORGANO CON FUNZIONE DI CONTROLLO

Da ultimo la disciplina regolamentare identifica l'"organo con funzioni di controllo" quale soggetto preposto a "rilevare le irregolarità nella gestione e le violazioni delle

-

¹¹⁹ Cfr. Art. 7 del Regolamento Congiunto: <<1. L'intermediario: a) definisce una ripartizione di compiti tra organi aziendali e all'interno degli stessi tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica; b) adotta idonee cautele, statutarie e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall'eventuale compresenza nello stesso organo aziendale di due o più funzioni (strategica, di gestione, di controllo) (omissis)».

¹²⁰ Cfr. "Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche" del 4 marzo 2008, dove la Banca d'Italia ha chiarito che, ferma restando la collegialità dell'organo, permane l'esigenza che vi sia una distinzione puntuale fra i ruoli svolti dai suoi componenti, per consentire una puntuale articolazione dei due momenti, supervisione e gestione.

consentire una puntuale articolazione dei due momenti, supervisione e gestione.

121 In merito alle responsabilità del top management si veda Simons R., Egea, Milano, 2007, op.cit..

122 Cfr. D'Onza Giuseppe, Milano, 2008, op. cit., pag. 129.

norme disciplinanti la prestazione dei servizi¹²³, in quanto incaricato di vigilare "sull'adeguatezza e sulla rispondenza del sistema di gestione e controllo dei rischi, nonché del processo ICAAP, ai requisiti stabiliti dalla normativa¹²⁴.

Anche in merito alla funzione di controllo la dottrina ha sollevato critiche, sottolineando come in ciascuno dei modelli di Governance proposti dal diritto societario si possa verificare un cumulo con la funzione di supervisione strategica, correndo così il rischio di creare una sovrapposizione non solo di compiti, ma soprattutto di responsabilità, confondendo ambiti che, al contrario, andrebbero tenuti ben distinti, anche nelle intenzioni del legislatore.

Gli stessi testi unici di settore, pur rivelando la questione, si limitano a prevedere l'applicabilità delle norme, riferite a collegio sindacale, sindaci e organo che svolge la funzione di controllo, anche al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione, nonché ai loro componenti¹²⁵.

Il problema si pone anche nel caso opposto, in cui una medesima funzione venga condivisa da due organi diversi, come nell'ipotesi per cui, adottando il modello dualistico, la funzione di indirizzo strategico sia condivisa tra il consiglio di sorveglianza, munito dei poteri di cui all'art. 2409terdecies, lett. f-bis), ed il consiglio di gestione, dove risiedono anche amministratori non esecutivi¹²⁶.

In conclusione, il problema della non rispondenza delle tre funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo del rischio ad altrettanti organi aziendali, come delineati dai modelli di diritto societario, è di carattere sistematico e nasce dal tentativo di sovrapporre alle regole di diritto societario categorie e concetti ulteriori, che la disciplina prudenziale non è ben riuscita ad adattare allo schema codicistico.

Per superare il problema, l'unica soluzione auspicabile, al fine di evitare un difficile e faticoso coordinamento, possibile solo in chiave interpretativa, sarebbe un dettagliato intervento legislativo, diretto a chiarire i termini della questione.

In conclusione il processo di Risk Management attuato dalla normativa regolamentare del settore bancario e finanziario delinea tre funzioni, di supervisione

¹²³ Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, Art. 10.

¹²⁴ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 26.

¹²⁵ Cfr. art. 1, co. 3ter, del TUB, nonché art. 1, co. 6quater, del TUF.

¹²⁶ In tali termini pone il problema Scognamiglio G., "Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari", in "La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi – Regole di Condotta – Consulenza in materia di investimento). Un confronto tra economisti e giuristi", a cura di De Mari M., Padova, 2009, pagg. 22-23.

strategica, di gestione e di controllo, che tuttavia non sono attribuite sempre allo stesso ed unico organo aziendale, per cui in generale e nel presente lavoro ci si riferirà all'organo quale titolare della relativa funzione, mentre in ciascun caso concreto sarà necessario individuare, tramite le norme codicistiche e statutarie, l'organo del singolo intermediario effettivamente titolare della funzione.

Anche tale organo, per lo svolgimento delle proprie funzioni, necessita di un costante flusso informativo, che risulta esser uno strumento comune e ricorrente nella struttura di Corporate Governance predisposta dal legislatore¹²⁷.

Il Regolamento Congiunto, dopo aver identificato gli organi e le funzioni direttamente responsabili del processo di gestione e controllo dei rischi, prevede all'art. 11 le funzioni aziendali di controllo, c.d. di secondo livello, quale indispensabile supporto nello svolgimento dei propri compiti. Tra di esse occorre qui citare la "funzione di gestione del rischio" ex art. 13 del Regolamento Congiunto, i cui compiti ne rivelano l'importanza per il continuo monitoraggio, implemento, ed adeguamento del sistema di Enterprise Risk Management¹²⁸.

5.2 – LE FASI DEL PROCESSO

Lo schema di Enterprise Risk Management proposto dal CoSO Framework si costituisce di otto elementi che rappresentano le interconnesse componenti di un processo sequenziale¹²⁹.

A tale modello aziendale si deve sovrapporre il modello normativo costituito dal processo di controllo prudenziale denominato ICAAP e previsto dal "Secondo Pilastro" della Circolare n. 263 del 2006¹³⁰, a cui fa espresso rinvio anche il Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007.

_

128 Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, Art. 13:

¹²⁷ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, par. 2.3, pag. 26, nella quale si specifica che «Per lo svolgimento delle proprie attribuzioni, tale organo dispone di adeguati flussi informativi da parte degli altri organi aziendali e delle funzioni di controllo interno».

<<1. La funzione di gestione del rischio: a) collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa; b) presiede al funzionamento del sistema di gestione del rischio dell'impresa e ne verifica il rispetto da parte dell'intermediario e dei soggetti rilevanti; c) verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio dell'impresa.</p>

^{2.} La funzione di gestione del rischio presenta agli organi aziendali, almeno una volta all'anno, relazioni sull'attività svolta e le fornisce consulenza.>>

 ¹²⁹ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano, 2006, op. cit..
 130 Disciplina sostanzialmente identica è prevista dalla Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, contenente le Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari iscritti nell'elenco ex art. 107 del TUB, per la quale valgono le medesime considerazioni svolte per la Circolare n. 263 del 2006.

Il modello normativo ICAAP, improntato sull'omonimo modello contenuto nell'Accordo di "Basilea II", seppur finalizzato alla valutazione dell'adeguatezza patrimoniale, impone alle banche ed agli intermediari finanziari un vero e proprio processo interno di Enterprise Risk Management¹³¹. Esso si articola in quattro fasi¹³², che possono facilmente sovrapporsi ed integrarsi con le fasi del CoSO Framework, sviluppando un processo di gestione del rischio economicamente performante e normativamente corretto.

Passando velocemente in rassegna le fasi del CoSO Framework, il primo elemento è identificato dall'"Ambiente interno", inteso quale contesto organizzativo in cui si svolge il processo di gestione del rischio, determinato dalle qualità personali, dai valori etici e dalle competenze dei soggetti che operano all'interno dell'azienda. La normativa specifica del settore bancario e finanziario non manca di plasmare l'ambiente interno, dettando in particolare una dettagliata disciplina in merito ai requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali¹³³. In tale fase si rinviene la definizione del c.d. "Risk Appetite" cardine della successiva strutturazione dell'intero sistema di gestione del rischio.

Successivamente si svolge la fase di "Definizione degli obiettivi assegnati all'organizzazione ed alla gestione del rischio": gli obiettivi strategici prefissati concorrono a determinare l'atteggiamento dell'azienda nei confronti del rischio, le relative risorse da impiegare, nonché la stessa struttura del processo di Risk Management. L'intermediario bancario e finanziario, oltre ai propri obiettivi aziendali, deve tener conto anche e soprattutto degli obiettivi imposti dalla normativa di settore, rintracciabili in generale nel combinato disposto degli artt. 5 del TUF e del

1

¹³¹ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo I, pag. 1:

[«]Le banche definiscono strategie e predispongono strumenti e procedure per determinare il capitale che esse ritengono adeguato - per importo e composizione - alla copertura permanente di tutti i rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte, anche diversi da quelli per i quali è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali (cfr. Titolo II, Capitolo 6). Il processo ICAAP è imperniato su idonei sistemi aziendali di gestione dei rischi e presuppone adeguati meccanismi di governo societario, una struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, efficaci sistemi di controllo interno.»

¹³² Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo I, Sezione II, Par. 3, pagg. 7-8: «Il processo ICAAP può essere scomposto nelle seguenti fasi: 1) individuazione dei rischi da sottoporre a valutazione; 2) misurazione/valutazione dei singoli rischi e del relativo capitale interno; 3) misurazione del capitale interno complessivo; 4) determinazione del capitale complessivo e riconciliazione con il patrimonio di vigilanza.»

¹³³ Il TUF inserisce tali norme al Capo II del Titolo I, sottolineando così importanza e centralità.

¹³⁴ Il "Risk Appetite", altrimenti detto "Risk Tolerance", si definisce come il livello massimo di rischio che l'impresa è disposta ad accettare. Cfr. KPMG Advisory, www.kpmg.com, 2010, op. cit., pag. 22; Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pag. 245.

TUB, ed in particolare, per il processo ICAAP, nella quantificazione del "capitale complessivo adeguato in termini attuali e prospettici a fronteggiare tutti i rischi rilevanti"135.

Svolte queste prime due fasi, si entra nel cuore del vero e proprio processo di gestione del rischio, denominato in letteratura "Risk Assessment", che si compone di più fasi tecniche, attraverso le quali dapprima si individuano gli eventi forieri di pericoli per l'azienda, per poi analizzare, stimare e valutare i relativi rischi ai quali è necessario far fronte. Esito ultimo del "Risk Assessment" dovrebbe essere la "mappatura del rischi", da cui poter dettagliatamente individuare anche il quadro delle funzioni aziendali coinvolte ed i relativi responsabili operativi¹³⁶.

La disciplina regolamentare identifica il Risk Assessment quale prima fase dello specifico processo ICAAP, proponendo peraltro, con l'Allegato A, un elenco, non esaustivo, dei rischi da considerare ed individuare obbligatoriamente nella mappatura della situazione aziendale ai fini della vigilanza prudenziale.

Il vero e proprio processo di Risk Management si completa con la successiva fase di "Risk Response", con cui il management seleziona i rischi rilevanti¹³⁷ e predispone gli interventi finalizzati ad allineare il profilo di rischio reale a quello prefissato nella valutazione di Risk Appetite. I possibili interventi sono generalmente classificati in base al metodo di gestione assunto: evitare, accettare, ridurre, compartecipare o trasferire il rischio.

Nel processo ICAAP la fase di Risk Response viene dal legislatore vincolata formalmente ad un'unica tipologia d'intervento, identificata dalla determinazione e dall'accantonamento dell'adeguato capitale interno di copertura per ciascun rischi rilevante identificato. Passo successivo diventa la determinazione del capitale complessivo adeguato alla copertura di tutti i rischi aziendali ed il suo coordinamento con la definizione del patrimonio di vigilanza¹³⁸.

¹³⁶ Cfr. Prandi P., 2010, op. cit., pag. 199.

¹³⁵ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo I, Sezione II, Par. 1, pag. 6.

¹³⁷ Si definiscono rilevanti quei rischi misurati e valutati al di sopra della soglia di Risk Tolerance determinata dall'azienda, per i quali è necessario un intervento specifico al fine di riportarli al di sotto della soglia di tolleranza.

¹³⁸ Il concetto di "patrimonio di vigilanza" è relativo alla determinazione dei coefficienti patrimoniali di cui al "Primo Pilastro" della normativa prudenziale inserita dalla Banca d'Italia nella Circolare n. 263 del 2006 e nella Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007.

Terminate le fasi che costituiscono il cuore del processo di Risk Management, il CoSO Framework propone tre ulteriori attività che, in un'ottica di gestione del rischio "globale" ed "integrata", svolgono un ruolo fondamentale, in quanto preposte alla valutazione e revisione degli esiti del processo, nonché all'implementazione degli stessi programmi di Enterprise Risk Management della specifica azienda.

Si tratta infatti della fase di "Controllo", attraverso la quale il management può avere un riscontro operativo sull'attuazione degli interventi predisposti; della fase di "Informazione e comunicazione", che permette la circolazione delle informazioni rilevanti all'interno di tutta la struttura aziendale, nella forma e nei tempi che consentano ai soggetti di adempiere correttamente le proprie responsabilità; ed infine della fase di "Monitoraggio", con cui è possibile accertare il corretto ed efficace funzionamento nel tempo dei processi di gestione approntati e permettere l'attivazione di reazioni tempestive e revisioni in caso di necessità.

In conclusione il CoSO Framework, anche in forza dell'adeguamento alla disciplina regolamentare di vigilanza, non si caratterizza come un processo necessariamente sequenziale ed unidirezionale, in cui ciascuna fase influenza solo quella successiva. Al contrario, si tratta di un modello in cui ogni componente può influire su un'altra, indipendentemente dalla sequenza del processo attuato, soprattutto una volta che l'approccio basato sull'Enterpirse Risk Management abbia coinvolto e permeato l'intero apparato aziendale.

Naturalmente ogni azienda dovrà plasmare il processo di Risk Management secondo le proprie modalità strutturali, conformemente ai propri bisogni ed alle proprie caratteristiche (settore di appartenenza, dimensione, cultura e filosofia gestionale). Nel settore bancario e finanziario, tuttavia, gli intermediari non possono perder di vista il modello di riferimento imposto dalla normativa prudenziale e gli obiettivi di stabilità economica, sana e prudente gestione legislativamente prefissati.

5.2.1 – IDENTIFICAZIONE DELLA PROPENSIONE AL RISCHIO

Il CoSO Framework inizia a delineare il modello di Enterprise Risk Management trattando l'"Ambiente interno", che "costituisce l'identità essenziale di un'azienda, determinando i modi in cui il rischio è considerato e affrontato dalle persone che operano in azienda, come pure la filosofia della gestione del rischio, i livelli di

accettabilità del rischio, l'integrità e i valori etici e l'ambiente di lavoro in generale" ¹³⁹.

Pertanto, anche la propensione al rischio di un operatore del settore bancario e finanziario, che determina il suo c.d. "Risk Appetite", risente di un insieme di fattori, appartenenti all'ambiente interno ed in gran parte riconducibili alla sfera personale dei soggetti che compongono la struttura aziendale.

Il Risk Appetite non è dunque solo frutto di valutazioni contabili, economiche e finanziarie, scaturendo anche dalla propensione al rischio personale, da aspirazioni, ambizioni ed obiettivi appartenenti ai soggetti che rivestono cariche decisionali e manageriali nell'azienda. ¹⁴⁰

La dottrina¹⁴¹ ha sottolineato come il settore bancario e finanziario sia ontologicamente caratterizzato da un'eccessiva propensione al rischio, il c.d. "moral hazard". Questa tendenza, riscontrata soprattutto a livello di management, si concretizza con l'adozione di strategie con elevati ritorni nell'immediato, al fine di percepire incentivi e bonus normalmente collegati, appunto, ai risultati di breve periodo. Peraltro gli operatori del settore in questione sono soggetti vigilati da Autorità con forti poteri e regolati da normative dettagliate. Tali circostanze hanno provocato eccessivo affidamento degli amministratori e degli azionisti sull'infallibilità del sistema di vigilanza grazie ai requisiti di capitale stabiliti per legge, ai sistemi di garanzia dei depositi, nonché al probabile intervento dello Stato in caso di crisi nel settore. Tutte queste certezze sono state confutate dalla recente crisi finanziaria globale, di cui parte della colpa viene proprio imputata alla tendenza del management verso un'eccessiva propensione al rischio¹⁴².

Non a caso l'art. 8, co. 1, lett. f) del Regolamento Congiunto incarica l'organo con funzione di supervisione strategica di assicurare un sistema di incentivazione e retribuzione tale da non accrescere i rischi aziendali¹⁴³. Tale previsione stabilisce

_

¹³⁹ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

¹⁴⁰ Cfr. D'Onza Giuseppe, Milano, 2008, op. cit., pag. 118.

¹⁴¹ Cfr. Ciancanelli P., Reyes Gonzalez J.A., "Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework, Paper" presentato alla "EFM Association Conference", Atene, 2000.

Conti V., "Dialettica tra Autorità e stakeholders nei controlli", intervento al Convegno Dexia Crediop di Roma del 6 giugno 2008.

¹⁴³ Cfr. Art. 8, co. 1, Reg. Congiunto: «L'organo con funzione di supervisione strategica: (omissis) f) assicura che la struttura retributiva e di incentivazione sia tale da non accrescere i rischi aziendali e sia coerente con le strategie di lungo periodo». In proposito la Banca d'Italia, nelle "Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche" del 4 marzo 2008,

esplicitamente che l'impostazione di fondo del sistema retributivo interno non deve contribuire all'assunzione, da parte del management, di decisioni non ponderate e troppo rischiose, con il solo fine di perseguire più alti emolumenti personali.

Al fine di determinare lo specifico livello di Risk Appetite di una specifica realtà aziendale, la letteratura¹⁴⁴ ha rintracciato alcuni strumenti e documenti utili in proposito. Anzitutto è possibile partire analizzando i documenti contenenti principi, filosofia e strategia del management¹⁴⁵. Inoltre possono rivelarsi utili anche le interviste con il top management al fine di rilevarne la percezione dei principali rischi aziendali e, soprattutto, le soglie ritenute accettabili in funzione degli obiettivi loro assegnati e della tipologia di business pianificata.

In dottrina¹⁴⁶ si è proceduto a calcolare la propensione al rischio di un'azienda, individuando i principali elementi di pressione interni alla stessa, identificati in crescita della struttura, cultura aziendale e gestione dell'informazione.

La crescita è una finalità propria di quasi tutte le aziende con buone performance, per tre fondamentali ragioni. In primo luogo i compensi ed i bonus dei dipendenti e dei manager sono spesso legati strettamente all'andamento aziendale, tanto da maturare, come detto, una mentalità del "profitto ad ogni costo", che naturalmente incrementa il Risk Appetite dell'impresa. In secondo luogo una troppo rapida espansione della capacità operativa impedisce all'azienda di rinnovare e riadeguare le strutture, di formare ed aggiornare il personale, potendo ciò intaccare la qualità produttiva erogata e, dunque, la stessa reputazione aziendale. Infine la naturale inesperienza ed impreparazione del nuovo personale, assunto in forza della crescita aziendale, provoca una maggior rischio di errori involontari, che possono portare a prendere decisioni errate e, di conseguenza, esporre l'azienda al rischio di perdite e danni.

Il secondo elemento, la cultura aziendale, delineata dalla storia e dallo stile della direzione manageriale, può determinare sensibili variazioni nella propensione al rischio di molti business. Lo stile manageriale può incoraggiare l'assunzione di rischi

146 Cfr. Simons R., Egea, Milano, 2007, op.cit..

aveva in parte anticipato gli standard internazionali, imponendo, tra l'altro, il collegamento dei premi retributivi ai risultati effettivi e sostenibili nel tempo, nonché l'utilizzo di forme di ponderazione in base al rischio.

¹⁴⁴ Cfr. Trotta C., "Integrated Risk Management: opportunità e vantaggi", in Quaderni di Management

n. 28 – luglio/agosto 2007.

145 In particolare sono rilevanti ai documenti contenenti la mission aziendale, il piano strategico, la struttura organizzativa, le relazioni di bilancio, i codici etici, il sistema delle deleghe, dei ruoli e delle responsabilità, i flussi informativi e di reporting, oltre alle analisi del contesto esterno.

alla ricerca di opportunità di mercato, stimolare gli investimenti in attività troppo rischiose. Inoltre la cultura aziendale può influire sul comportamento dei subordinati, che, ad esempio, possono non informare i superiori dell'esistenza di pericoli potenziali per l'impresa, qualora sia bassa la soglia di tolleranza dei manager alle cattive notizie. Questo è un classico esempio di barriere all'informazione ed alla comunicazione aziendale create dallo stile del management e facilmente removibili.

La stessa Banca d'Italia ha tentato di promuovere una "cultura aziendale improntata a principi di onestà, correttezza e rispetto non solo della lettera, ma anche dello spirito, delle norme"¹⁴⁷, con l'obiettivo di evitare il ripetersi di comportamenti di gestione e controllo eccessivamente propensi al rischio, perseguendo così una sana e prudente gestione, nonché, conseguentemente, la generale stabilità economica.

Infine il Risk Appetite è influenzato dal modo in cui vengono gestite le informazioni aziendali. In proposito risulta rilevante non solo la capacità di raccogliere e classificare le informazioni, ma soprattutto la loro attendibilità e rielaborazione, affinché il management possa usufruire di dati veritieri sullo stato dell'azienda e delle sue risorse. In proposito il Regolamento Congiunto ha previsto che l'attuazione, l'implementazione e le revisione di un sistema informativo "adeguato, corretto e tempestivo" siano attribuiti come competenza specifica sia all'organo con compiti di supervisione strategica che all'organo di gestione 148.

In conclusione ciascuno di questi tre elementi è in grado di influenzare il Risk Appetite, che risulta diverso a seconda di come l'"ambiente interno" riesca a gestire e indirizzare le fonti di pressione interne verso la propensione al rischio. Naturalmente la normativa di settore tenta anch'essa di indirizzare questi fattori verso il perseguimento degli obiettivi di sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale degli intermediari, ex art. 5, co. 2 del TUF.

5.2.2 – DEFINIZIONE DEGLI OBIETTIVI STRATEGICI

IL CoSO Framework prosegue nel delineare la seconda fase del modello di Enterprise Risk Management, in cui deve esser svolto un processo di definizione degli obiettivi a livello strategico che l'azione di gestione e controllo del rischio deve perseguire, nel rispetto della missione aziendale e dei livelli di rischio ritenuti accettabili.

_

¹⁴⁷ Cfr. Banca d'Italia, Disposizioni di Vigilanza di cui al Provvedimento n. 688006 del 10/07/2007.

¹⁴⁸ Cfr. Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29/10/2007, Artt. 8 e 9.

Sotto il profilo aziendalistico, in tale fase si definiscono gli obiettivi da perseguire per massimizzare sia le performance aziendali che il valore per gli stakeholder, determinando in particolare l'atteggiamento che deve essere assunto di fronte alle diverse tipologie di rischio, le risorse da dedicare alla attività di Risk Management, la strutturazione del processo, nonché la modalità di valutazione e trattamento dei rischi¹⁴⁹.

In tale fase gli obiettivi aziendali devono però confrontarsi con gli obiettivi di stabilità economica, sana e prudente gestione che la normativa di settore impone siano fatti propri e perseguiti da ogni operatore bancario e finanziario. La disciplina prudenziale, in particolare, incentiva il perseguimento degli obiettivi fissati dalla normativa, consentendo una riduzione del capitale di vigilanza in ragione, appunto, dell'efficacia ed efficienza del sistema di gestione e controlli dei rischi, per cui migliore è il sistema di Enterprise Risk Management, minore l'ammontare del capitale vincolato a fini prudenziali e, dunque, più elevate le performance aziendali e la fiducia del mercato.

Non a caso le Autorità di Vigilanza affidano il compito di determinare gli obiettivi del sistema di Risk Management all'organo con funzione di supervisione strategica¹⁵⁰. L'art. 8, co. 1, lett. a), del Regolamento Congiunto prevede, infatti, che «L'organo con funzione di supervisione strategica: a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa».

Tale momento si rivela come fondamentale anche sotto un ulteriore profilo: l'organo con funzione di supervisione strategica in tale fase determina quelle che saranno le linee guida della concreta attività di gestione che l'organo con funzione di gestione sarà chiamato a perseguire e realizzare.

Peraltro l'utilità di tale fase non si esaurisce qui, dal momento che la determinazione della responsabilità degli amministratori, o meglio dell'organo con funzione di gestione, dovrà esser valutata anche in rapporto con gli obiettivi strategici prefissati. Sarà questo il parametro che consentirà ex post di attribuire ad ogni organo le rispettive ed effettive responsabilità.

_

¹⁴⁹ Cfr. Floreani A., 2005, op. cit..

¹⁵⁰ Cfr. Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29/10/2007, Artt. 8, co. 1, lett. a).

Delineato il contesto e gli obiettivi strategici, in ossequio ai quali l'attività di Risk Management deve svolgersi, è dunque possibile ora analizzare il cuore del processo di gestione dei rischi, come delineato dalla dottrina aziendalistica e modellato dalla normativa prudenziale del settore bancario e finanziario.

Questo passaggio comporta anche la modificazione del profilo soggettivo: se finora era stato l'organo con funzione di supervisione strategica ad esser incaricato dalla legge di attuare il processo di Risk Management, adesso la titolarità, nonché la responsabilità passano nelle mani dell'organo con funzione di gestione, che TUB e TUF identificano diversamente a seconda del modello codicistico di Corporate Governance adottato¹⁵¹.

5.2.3 – IL RISK ASSESSMENT

Il vero e proprio processo di gestione del rischio ha inizio con la fase di Risk Assessment, in cui, una volta delineato il contesto di riferimento e gli obiettivi strategici della funzione di Risk Management, si procede ad individuare, analizzare, stimare e valutare i rischi ai quali l'azienda deve far fronte.

All'esito di tale fase si otterrà la "quantificazione del rischio", tecnicamente composta dalla stima della probabilità di accadimento di un evento incerto, detta anche indice di frequenza, unita alla valutazione d'impatto di tale evento sulla misura identificata come rappresentativa degli obiettivi aziendali¹⁵². Una volta quantificati tutti i rischi a cui l'azienda, si ritiene, possa esser soggetta, si potrà definire la "mappa dei rischi", necessaria per individuare i fattori di pericolo che risultano maggiormente rilevanti e sui quali è, dunque, indispensabile definire una qualche strategia d'intervento¹⁵³.

Questa fase ha, dunque, l'obiettivo di individuare tutti i rischi distinguendoli tra accettabili ed inaccettabili. A tal fine ogni operatore bancario e finanziario dovrà valutare il grado di pervasività strutturale di tale analisi, sia in termini di livelli organizzativi coinvolti che di qualità delle informazioni da ricavare.

¹⁵¹ Cfr. Art. 1, comma 3bis, del TUB, nonché art. 1, comma 6ter, del TUF, che prevede: «Se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all'organo amministrativo ed agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione e ai suoi componenti».

¹⁵² Cfr. Prandi S., 2010, op. cit., pag. 203.

¹⁵³ Cfr. Bozzolan S., "Risk Management e misure di performance", in Finanza, Marketing e Controllo, n° 1, 2008, pagg. 79-80;

La centralità, nel CoSO Framework, del Risk Assessment si ritrova anche nella previsioni normative del settore bancario e finanziario, dal momento che le prime due fasi del processo di valutazione ICAAP corrispondono ai due momenti del processo di quantificazione del rischio¹⁵⁴.

Come già specificato, mentre le prime due fasi del CoSO Framework appartenevano alla competenza dell'organo con funzione di supervisione strategica, l'attuazione della fase di Risk Assessment, al pari dell'intero processo ICAAP, è di esclusiva pertinenza dell'organo con funzioni di gestione, in forza dell'art. 9 del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia¹⁵⁵.

L'esperienza aziendale, peraltro, conferma che in questa fase vengono coinvolti usualmente solo i livelli più alti del management, i quali hanno il compito di comunicare gli obiettivi e le strategie aziendali anche ai livelli più bassi, con lo scopo di snellire la fase di Risk Assessment e guadagnare in termini di maggior accentramento, coordinamento ed efficienza del processo. La dottrina ha però sottolineato come tale prassi, avallata anche dalla normativa di settore, possa portare a trascurare i rischi di natura più operativa, spesso scarsamente percepiti dai manager di più alto livello¹⁵⁶. E', perciò, auspicabile che il top management sia anche supportato, nella fase di Risk Assessment, da un team di collaboratori interni, il cui compito sia proprio quello di segnalare i rischi di natura operativa degni di considerazione anche ai più alti livelli manageriali, direttamente responsabili del processo di "quantificazione del rischio".

5.2.3.1 – IDENTIFICAZIONE DEI RISCHI

Per la fase definita di "Risk Identification" particolarmente importante e delicata, è necessario prender le mosse dal quadro delineato dalla normativa prudenziale.

La Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, al Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.1, descrive così il processo di "identificazione dei rischi": «Le banche effettuano in autonomia un'accurata identificazione dei rischi ai quali sono esposte, avuto riguardo

¹⁵⁴ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3: «Il processo ICAAP può essere scomposto nelle seguenti fasi: 1) individuazione dei rischi da sottoporre a valutazione; 2) misurazione/valutazione dei singoli rischi e del relativo capitale interno; 3) misurazione del capitale interno complessivo; 4) determinazione del capitale complessivo e riconciliazione con il patrimonio

di vigilanza».

155 Concetto ribadito e puntualizzato dalla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Cap. 1, Parte Quarta, Par. 2.2.

¹⁵⁶ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit..

¹⁵⁷ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit..

alla propria operatività ed ai mercati di riferimento. Al fine di individuare i rischi rilevanti, l'analisi deve considerare almeno i rischi contenuti nell'elenco di cui all'Allegato A¹⁵⁸. Detto elenco non ha carattere esaustivo: è rimessa alla prudente valutazione di ogni banca l'individuazione di eventuali ulteriori fattori di rischio connessi con la propria specifica operatività.>>

La Banca d'Italia, pertanto, impone agli operatori del settore un'approfondita mappatura dei rischi, sia interni che esterni, rimettendo tuttavia all'autonomia di ciascun soggetto vigilato la scelta dei metodi da utilizzare per l'individuazione accurata dei pericoli a cui lo stesso è esposto.

Unico vincolo di carattere tassativo è il riferimento all'Allegato A. Nel processo ICAAP, infatti, l'intermediario bancario e finanziario deve svolgere un'analisi che almeno includa i rischi elencati all'Allegato A. Tale elenco comprende naturalmente i rischi dettagliatamente trattati nel Primo Pilastro della vigilanza prudenziale, nonché dell'Accordo di Basilea II, vale a dire i rischi di credito, di mercato ed operativo. Ad essi vengono affiancati ulteriori rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria, la cui individuazione e gestione viene rimessa all'autonomia del soggetto vigilato, sempre nel rispetto delle finalità imposte dagli artt. 5 del TUB e del TUF.

Da ultimo, la Banca d'Italia sottolinea come l'elenco di cui all'Allegato A non sia esaustivo, consentendo o, meglio, obbligando gli intermediari bancari e finanziari ad integrare tale elenco con gli "eventuali ulteriori fattori di rischio connessi con la propria specifica operatività".

Pertanto la normativa regolamentare si limita a fissare i canoni minimi di un'analisi di Risk Identification, lasciando al soggetto vigilato il compito di soddisfare concretamente i canoni di sana e prudente gestione, stabilità economica, efficienza e competitività.

Nulla di rilevante aggiunge il CoSO Framework al quadro tracciato dalla normativa prudenziale¹⁵⁹.

159 Cfr. CoSO Framework: «Identificazione degli eventi - Gli eventi esterni e interni, che influiscono sul conseguimento degli obiettivi aziendali, devono essere identificati distinguendoli tra "rischi" e "opportunità"». Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers (a cura di), Milano 2006, op. cit..

68

L'elenco di cui all'Allegato A del Titolo III della Circ. Banca d'Italia n. 263 del 2006 è pedissequamente ripreso dall'Allegato K della Circ. Banca d'Italia n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, relativa al processo ICAAP applicato agli intermediari iscritti all'elenco ex art. 107 del TUB.

Il vuoto normativo che si viene così a creare in tema di identificazione dei rischi rilevanti, appare, comunque, in linea con quell'impostazione di fondo, anche della normativa europea, che tenta di guidare il comportamento aziendale, senza tuttavia imbrigliare i soggetti vigilati in modelli rigidi e forzati, che sacrificherebbero la libertà e le capacità manageriali finanche a discapito della stessa redditività, che pur sempre rimane un obiettivo anche del legislatore, dal momento che la vigilanza del TUB e del TUF persegue comunque l'efficienza e la competitività del sistema finanziario.

L'azienda si trova dunque a dover strutturare un processo di "Risk Identification", che l'esperienza ha dimostrato esser molto costoso, assorbendo tempo e impegno di diversi soggetti aziendali, soprattutto di livello apicale. Ecco anche perché la scelta della tecnica di individuazione più adatta dovrebbe basarsi su un appropriato calcolo di convenienza economica, che consideri i costi dell'identificazione e i danni che potrebbero essere causati da un'imprecisa individuazione dei rischi rilevanti. Si consideri infatti che un rischio non identificato è un rischio non trattato e gestito, al quale l'azienda si troverà esposta senza difese.

Un corretto processo di identificazione dei rischi si articola in diverse fasi¹⁶⁰. Dapprima è necessario individuare gli eventi potenzialmente rischiosi e le relative aree critiche. In secondo luogo andranno analizzate le cause di tali eventi, nonché tutti i connessi rischi. Successivamente si dovranno individuare i fattori che creano o accrescono le probabilità che l'evento rischioso si verifichi. Infine occorrerà analizzare le conseguenze del possibile verificarsi dell'evento sull'impresa, non solo per indagare sulla tipologia del rischio, ma soprattutto per passare alla successiva fase di misurazione dei rischi. Parte della dottrina sostiene che un processo così articolato eviterebbe di trascurare le varie fonti del danno¹⁶¹. Inoltre è importante sottolineare come tale processo di identificazione riguardi tutti i rischi, anche se rientranti in categorie non elencate all'Allegato A della Circolare n. 263, dal momento che solo la fase di "Risk Identification" può colmare il vuoto normativo, identificando eventi, cause e conseguenze degli specifici rischi corsi dall'intermediario.

_

¹⁶⁰ Cfr. LaManna Di Salvo D., "L'influenza del fattore rischio nella gestione aziendale", UNI Service, Trento, 2004.

¹⁶¹ Cfr. Borghesi A., Padova, 1985, op. cit., pag. 141-142.

In letteratura sono state elaborate diverse tecniche a supporto dell'identificazione dei rischi¹⁶², le quali non si pongono necessariamente in alternativa l'una all'altra, ma possono, anzi dovrebbero essere usate anche simultaneamente¹⁶³. In proposito, limitando il panorama, quattro sono le tecniche più diffuse: l'analisi dell'esperienza passata, le check-list, le interviste, brainstorming e workshop.

L'analisi dell'esperienza passata, anche definita "Lessons learned", risulta fondamentale per riconoscere le principali classi di rischi aziendali. Essa si basa sull'esperienza personale dei soggetti presenti in azienda e sulla presenza di archivi storici finalizzati a registrare gli eventi più utili a tale scopo. Il problema principale di questa tecnica è l'inutilizzabilità, in tutto o in parte, proprio degli archivi di tal genere, in quanto troppo onerosi e, quindi, ritenuti spesso poco vantaggiosi da realizzare. Il limite di questa tecnica è invece nell'incapacità di individuare eventi che non si sono mai manifestati prima, per cui l'esperienza passata non risulta di alcuno aiuto. Un parziale rimedio a tale limite consiste nella condivisione delle esperienze passate tra gli operatori del settore di riferimento.

Vicine alla tecnica di "Lessons learned" sono le Check-list, costituite da promemoria di possibili rischi, compilati sulla base di esperienze pregresse nell'organizzazione produttiva o da esperti del settore economico in cui si colloca lo specifico prodotto o servizio¹⁶⁴. Pur avendo il vantaggio di esser poco costoso, questo strumento si mostra alquanto inadeguato, come ovvio, nell'individuare i rischi che non sono riportati nell'elenco formulato.

Parimenti poco costosa è la tecnica delle interviste, che vengono realizzate singolarmente su un campione significativo di soggetti che possono contribuire ad individuare eventi e cause rilevanti per il Risk Assessment. Normalmente l'intervistatore si avvale di un questionario predisposto a tale fine. Questa tecnica si è rivelata utile per l'identificazione di rischi operativi e potenziali di natura tecnica, che invece spesso riescono a sfuggire al panorama percettivo del top management.

Infine i Brainstorming ed i Workshop sono tecniche di gruppo, il cui scopo è generare idee per la risoluzione di determinati problemi. In proposito si é riscontrato

_

¹⁶² Cfr. Trotta C., in Quaderni di Management n. 28 – luglio/agosto 2007, op. cit.; D'Onza Giuseppe, Milano, 2008, op. cit..

¹⁶³ Cfr. LaManna Di Salvo Domenico, Trento, 2004, op. cit..

¹⁶⁴ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit..

che un approccio di gruppo può facilitare l'individuazione di eventi pericolosi e delle loro cause, soprattutto in merito a rischi particolarmente complessi ed alle loro eventuali correlazioni. Questa tecnica ha il pregio di mettere a frutto e condividere le esperienze personali di un gruppo di persone, potendo individuare quei rischi che le Check-list o le Lessons learned non sono in grado di rinvenire.

Al termine del processo di "Risk Identification" l'intermediario, come richiesto dalla normativa prudenziale, dovrà aver ben chiara e dettagliata la mappa del rischi a cui è sottoposto, delle relative cause ed eventi scatenanti, nonché delle conseguenze sulla struttura aziendale.

Infine, in un'ottica di Enterprise Risk Management, lo stesso legislatore di settore impone che la mappatura dei rischi venga effettuata tenendo conto dell'"esposizione complessiva" e delle "correlazioni fra fattori di rischio", anche al livello di "controllo integrato" ¹⁶⁵, dal momento che la correlazione tra rischi può aumentare o ridurre il complessivo impatto sull'azienda rispetto ai singoli rischi separatamente considerati.

5.2.3.2 – VALUTAZIONE DEL RISCHIO

Avvenuta l'identificazione e la mappatura dei rischi a cui l'intermediario bancario o finanziario è esposto, sia il modello ICAAP di vigilanza prudenziale che il CoSO Framework fanno seguire la fase di valutazione e misurazione di ciascun rischio.

Quest'ultimo modello di Risk Management specifica come tale fase, definita di "Risk Estimation" ¹⁶⁶, sia finalizzata a determinare la probabilità che un evento rischioso si verifichi in futuro ed il conseguente impatto sull'azienda¹⁶⁷. Il CoSO Framework suggerisce inoltre che i rischi siano valutati dapprima in termini di rischio inerente, inteso quale rischio in assenza di qualsiasi intervento, e successivamente in termini di rischio residuo, quale risultante dopo l'attuazione degli interventi deliberati per ridurlo, ribadendo ancora una volta come il processo di gestione e controllo dei rischi debba essere continuo, ciclico e strutturato all'interno della realtà aziendale¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Questi concetti di riferimento sono contenuti nella Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, come evidenziato da Dellarosa E., Razzante R., Franco Angeli, Milano, 2010, op. cit., pag. 69.

¹⁶⁶ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit..

¹⁶⁷ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

¹⁶⁸ Cfr. Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., "Internal Auditing, Dalla teoria alla pratica", IPSOA 2007, pagg. 111-112.

Tra le molteplici tecniche, elaborate dalla dottrina per la misurazione e valutazione delle singole tipologie di rischio, la Banca d'Italia, recependo le Direttive n. 2006/48/CE e n. 2006/49/CE e seguendo, dunque, le linee tracciate dall'Accordo di Basilea II, ha imposto l'applicazione di specifiche tecniche per la misurazione di alcuni dei rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria, lasciando invece libertà di organizzazione e gestione ai soggetti vigilati in merito agli ulteriori rischi sopportati. Per comprendere ed interpretare al meglio la scelta effettuata a livello europeo, ripresa dal nostro ordinamento, occorre qui richiamare una summa divisio delle tecniche di misurazione del rischio, oramai unanimemente condivisa dalla letteratura aziendalistica.

Prima di procedere, tuttavia, appare necessario premettere come lo scopo di qualsivoglia tecnica di misurazione o valutazione del rischio resti, comunque, quello esplicato dal CoSO Framework, vale a dire l'indicazione di un valore che sia la combinazione della misura dell'impatto atteso sull'azienda e della probabilità di manifestazione dell'evento, al fine di valutarne l'incidenza sulle performance aziendali e di determinarne il conseguente livello di capitale di vigilanza prudenziale, imposto dalla normativa regolamentare del settore bancario e finanziario.

Tale valutazione consentirà di ordinare i vari rischi secondo una scala di priorità, onde poter orientare l'attenzione del management e la scelta delle soluzioni di gestione.

La fase di Risk Estimation, centrale nel processo di Risk Assessment, per procedere a determinare la probabilità e quantificare l'impatto di ciascun rischio identificato, ricorre a diverse tecniche, che possono essere raggruppate in tre categorie: qualitative; semiquantitative; quantitative.

La discriminante che consente l'applicazione di una tipologia di tecniche rispetto alle altre è la disponibilità delle informazioni, il loro livello di completezza, accuratezza, profondità ed affidabilità.

In proposito le principali fonti informative possono essere rappresentate dall'esperienza dei dipendenti e dei consulenti interpellati, dalle serie storiche, da modelli teorici economici, fisici o ingegneristici, da modelli sperimentali, da ricerche di mercato, da previsioni macroeconomiche o di settore. Le caratteristiche delle informazioni relative agli eventi rischiosi influenzano a priori il grado di incertezza

delle stime che verranno effettuate. In ragione di ciò, se i dati a disposizione sono ridotti e poco attendibili, l'utilizzo delle tecniche numeriche o statistiche tende a produrre stime non verosimili.

Le tre categorie di tecniche identificano quindi strumenti alternativamente utilizzabili a seconda del livello quantitativo e qualitativo delle informazioni di volta in volta disponibili.

Le tecniche qualitative utilizzano una stima combinata di impatto/probabilità, ottenuta definendo una scala qualitativa rappresentativa da un lato delle diverse probabilità di accadimento dell'evento dannoso e dall'altro dei livelli di impatto, ovvero della gravità delle conseguenze dell'evento. Ad ogni possibile combinazione impatto/probabilità viene assegnato un giudizio, c.d. risk rating¹⁶⁹.

Definito lo schema delle combinazioni di impatto/probabilità, è così possibile procedere alla stima qualitativa dei rischi, identificando per ciascun rischio la combinazione più appropriata ed ottenendone il relativo risk rating.

Queste tecniche, sicuramente molto semplici e poco costose da implementare, sono tuttavia utilizzabile solo per situazioni piuttosto semplici, prive di scenari complessi e difficoltà valutative. Il management utilizza spesso le tecniche qualitative quando la tipologia dei rischi da valutare non si presta a essere quantificata, quando sono necessari un certo numero di dati affidabili, per una valida quantificazione, che risultano indisponibili, oppure quando la ricerca e l'analisi dei dati risulta molto onerosa, sino a palesarsi antieconomica.

Le tecniche semi-quantitative, invece, associano ad ogni classe di impatto/probabilità una valutazione numerica, c.d. risk score. Dalla combinazione di questi numeri si ottiene il risk rating espresso in forma numerica. Rispetto alle tecniche qualitative l'unico differenza consiste nel permettere la classificazione ed il confronto dei diversi rischi, non rappresentando però ancora una vera e propria quantificazione degli effetti economici del rischio.

In dottrina è d'uso assegnare punteggi proporzionali alla probabilità di realizzazione dell'evento e punteggi più che proporzionali all'impatto economico sull'azienda. In

_

¹⁶⁹ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit., pag. 143.

questo modo si attribuisce maggiore rilevanza agli eventi con bassa probabilità e alto impatto rispetto a quelli con alta probabilità e basso impatto¹⁷⁰.

Infine le tecniche quantitative esprimono numericamente sia la probabilità dell'evento, in percentuale, che l'impatto economico sull'azienda, solitamente in termini monetari.

I modelli quantitativi si suddividono in probabilistici e non. Mentre questi ultimi, anche detti "deterministici", usano ipotesi soggettive per stimare l'impatto, basandosi su dati storici e ipotesi di comportamento futuro, i modelli probabilistici associano sempre all'impatto una funzione di probabilità sulla base di ipotesi oggettive, come le serie storiche o i dati ricavati all'interno o all'esterno dell'azienda, qualora ritenuti attendibili anche per il futuro. La stima del rapporto impatto/probabilità avviene dunque attraverso simulazioni sull'evoluzione del comportamento del mercato¹⁷¹.

Le tecniche quantitative di valutazione, generalmente, richiedono un più elevato livello di applicazione e di rigore. L'attendibilità dei loro risultati dipende fortemente dalla qualità dei dati disponibili. Questo spiega perché tali tecniche sono particolarmente adeguate alla misurazione di rischi che si sono già manifestati in passato, preferibilmente con una certa frequenza e che consentono così di formulare previsioni attendibili.

5.2.3.3 – LA SCELTA LEGISLATIVA

Avendo presente il panorama delle tecniche di valutazione e misurazione dei rischi, il legislatore europeo ha effettuato in merito una scelta ispirata all'Accordo di Basilea II, ripresa dal legislatore nazionale con la normativa di vigilanza prudenziale.

Il modello ICAAP, in merito alla stima dei singoli rischi, sottolinea come «ai fini della determinazione del capitale interno, le banche misurano ovvero – in caso di rischi difficilmente quantificabili – valutano tutti i rischi rilevanti ai quali sono esposte, utilizzando le metodologie che ritengono più appropriate, in relazione alle proprie caratteristiche operative e organizzative» Pertanto, la Banca d'Italia non solo richiede che gli intermediari bancari e finanziari analizzino, gestiscano e controllino almeno "tutti i rischi rilevanti", ma riprende anche la distinzione tra tecniche quantitative, laddove sia previsto che "la banche misurano", e tecniche

70

¹⁷⁰ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit., pag. 146.

¹⁷¹ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit., pag. 151.

¹⁷² Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2.

qualitative, laddove invece le stesse "- in caso di rischi difficilmente quantificabili - valutano".

Premesso ciò, la normativa prudenziale provvede a delimitare e contenere l'apparente libertà di scelta dei soggetti vigilati in merito alle tecniche di misurazione.

Infatti, l'Autorità di Vigilanza, attuando qui il principio di proporzionalità¹⁷³, immanente in tutta la disciplina prudenziale, riprende la suddivisione degli intermediari in tre classi ed impone l'applicazione di diverse metodologie di misurazione delle singole tipologie di rischi in ragione della dimensione, della complessità nonché di altre specifiche caratteristiche degli operatori di mercato.

In merito al Primo Pilastro l'impianto normativo prevede l'applicazione di specifiche metodologie per ciascun rischio al fine di determinare il requisito patrimoniale.

Per quanto attiene al rischio di credito¹⁷⁴, che include anche il rischio di controparte, sono attuabili due metodi di misurazione e calcolo del requisito: il metodo standardizzato, già elaborato nell'Accordo di Basilea I del 1988, ed il metodo dei rating interni, c.d. IRB (Internal Rating Based), previsto nelle versioni base ed avanzata.

Con riferimento al rischio di mercato¹⁷⁵ il requisito patrimoniale adeguato a fronteggiare le perdite, derivanti dall'operatività sui mercati di strumenti finanziari, valute e merci, può essere determinato seguendo o il metodo standardizzato, basato su un approccio c.d. "building block", o metodi alternativi, basati su modelli interni di controllo quotidiano dell'esposizione al rischio, calcolata per mezzo di procedure statistiche, come il più diffuso metodo VaR, acronimo di "Value at Risk".

Per quanto attiene il rischio operativo¹⁷⁶, il legislatore ha fatto propria l'innovazione dell'Accordo di Basilea II, che ha introdotto uno specifico requisito patrimoniale con l'obiettivo di fronteggiare l'accresciuta esposizione degli intermediari bancari e finanziari a tale tipologia di rischio. In proposito la normativa prevede tre metodi

¹⁷⁵ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 4.

75

¹⁷³ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Cap. 1, Parte I: «In attuazione del principio di proporzionalità, che informa ampie parti della nuova disciplina, la regolamentazione tiene conto delle diversità degli intermediari - in termini di dimensioni, complessità e altre caratteristiche dettando, per taluni ambiti, regole differenziate e sollecitando, in via più generale, un'applicazione delle disposizioni coerente con le specificità di ciascun intermediario.» Il principio viene poi ulteriormente specificato per il processo ICAAP al Titolo III, Cap. I, Sez. II, Par. 2 della stessa Circolare n. 263 del 2006.

¹⁷⁴ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 1.

¹⁷⁶ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 5.

Approach", che applica il coefficiente regolamentare al margine d'intermediazione nel suo complesso come unico riferimento; il metodo "TSA", ovvero "Traditional Standardised Approach", che invece riferisce il coefficiente regolamentare a ciascuna delle otto linee di business in cui viene suddivisa l'operatività tipica dei soggetti vigilati; il metodo "AMA", ovvero "Advanced Measurement Approach", che utilizza modelli di calcolo basati su dati di perdita operativa ed altri elementi di valutazione.

A differenza del Primo Pilastro, in cui il legislatore impone l'utilizzo di determinate tecniche di misurazione e valutazione, in merito al Secondo Pilastro la normativa regolamentare, lasciando ai soggetti vigilati la libertà di adottare le tecniche ritenute più appropriate, si limita a fornire linee guida per la determinazione del capitale interno e l'analisi dell'esposizione ai rischi.

La Banca d'Italia, infatti, dispone che «Per determinare l'esposizione e l'eventuale capitale interno relativi al rischio di concentrazione (per singoli prenditori o gruppi di clienti connessi) e al rischio di tasso d'interesse sul portafoglio bancario le banche utilizzano come riferimento le metodologie semplificate illustrate rispettivamente negli Allegati B e C>>¹⁷⁷.

Nello specifico, mentre per il rischio di concentrazione la Banca d'Italia invita a tener conto della maggiore sensibilità di un portafoglio creditizio maggiormente concentrato sull'insolvenza di un singolo cliente o gruppo di clienti, in merito al rischio di tasso d'interesse le linee guida spingono verso la realizzazione di un sistema semplificato per la misurazione del rischio, incentrato sulla sensibilità delle poste attive e passive rispetto ad una variazione ipotetica dei tassi d'interesse¹⁷⁸.

Infine per il rischio di liquidità la normativa non parla di misurazione dello stesso, ma di "linee guida" da adottare obbligatoriamente per la sua valutazione, consentendo quindi l'attuazione anche di tecniche qualitative¹⁷⁹. Queste linee guida

76

-

¹⁷⁷ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1.

¹⁷⁸ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2, pag. 8: «Relativamente al rischio di tasso di interesse, tutte le banche (indipendentemente dalla classe di appartenenza, dalla metodologia utilizzata e dalle variazioni stimate/scenari prescelti per calcolare il capitale interno in condizioni ordinarie/di stress) valutano l'impatto di una variazione ipotetica dei tassi pari a +/- 200 punti base sull'esposizione al rischio di tasso di interesse relativo al portafoglio bancario. Nel caso in cui si determini una riduzione del valore economico della banca superiore al 20% del patrimonio di vigilanza, la Banca d'Italia approfondisce con la banca i risultati e si riserva di adottare opportuni interventi.)>

¹⁷⁹ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo V, Cap. 2.

si sostanziano nella preventiva determinazione di una soglia di tolleranza al rischio di liquidità, sia operativa che strutturale, accompagnate da corrispondenti ed adeguate riserve di liquidità.

Inoltre è poi necessaria la creazione di un modello "maturity ladder", tale da permettere la valutazione dell'equilibrio dei flussi di cassa attesi, attraverso la contrapposizione delle attività e passività distinte per fasce temporali a seconda della loro scadenza.

In conclusione il quadro normativo che emerge dalle disposizioni di vigilanza prudenziale costruisce una struttura articolata, all'interno della quale le singole tipologie di rischio sono diversamente identificate e valutate dal legislatore.

Come visto in dettaglio, il processo ICAAP deve portare l'operatore bancario o finanziario ad identificare tutti i rischi a cui è sottoposto, con l'obbligo di includere nella conseguente mappatura almeno i rischi contenuti nell'elenco di cui all'Allegato A della Circolare n. 263 del 2006¹⁸⁰. Successivamente le norme di vigilanza impongono una serie di metodi di misurazione e linee guida per la valutazione dei rischi contenuti nel citato Allegato A.

Per i rischi di credito, di mercato ed operativo, inclusi nel Primo Pilastro, vengono imposte tecniche quantitative, basate su consolidati standard e metodi di calcolo internazionali. Parimenti i rischi di tasso d'interesse e di concentrazione devono essere misurati attraverso le tecniche quantitative previste dalla disciplina regolamentare in merito al Secondo Pilastro, pur prevedendo la possibilità che l'intermediario adotti modelli aziendali più appropriati ed evoluti. Di contro per il rischio di liquidità, anch'esso incluso nel Secondo Pilastro, la normativa prudenziale, pur considerandolo misurabile, non impone una tecnica quantitativa per la stima, ma detta solo delle linee guida, lasciando ai soggetti vigilati la libertà di adottare il modello aziendale di misurazione del rischio che ritengono più opportuno ed appropriato. Infine la Banca d'Italia implicitamente considera non misurabili, in quanto "difficilmente quantificabili", i restanti rischi di cui al Secondo Pilastro elencati nell'Allegato A¹⁸¹, per i quali la disciplina prudenziale rimette nelle mani

¹⁸⁰ L'elenco dell'Allegato A corrisponde all'elenco dell'Allegato K della Circolare n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, destinata agli intermediari finanziari iscritto all'albo ex art. 107 TUB.

¹⁸¹ I rischi considerati allo stato difficilmente quantificabili e dunque misurabili dall'Allegato A della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006 sono i rischi residuo, derivante da cartolarizzazioni, strategico e reputazionale, a cui si aggiunge il rischio di compliance, in forza del Provv. della Banca

degli operatori bancari e finanziari la scelta delle tecniche di valutazione «che ritengono più appropriate, in relazione alle proprie caratteristiche operative e organizzative» (con la sola avvertenza che «Lo sviluppo di modelli che tengono conto della diversificazione all'interno di ciascun rischio deve fondarsi su analisi robuste, visti gli effetti che ne possono derivare sulla determinazione del relativo capitale interno» (183).

In conclusione il sistema di Enterprise Risk Management approntato dal legislatore per il settore bancario e finanziario richiede la mappatura di tutti i rischi, ed almeno di quelli contenuti nell'Allegato A della Circolare n. 263 del 2006, prevedendo per la stima di ciascuno di essi l'applicazione di modelli di misurazione o valutazione differenziati a seconda della quantificabilità o meno degli stessi rischi, quantificabilità determinata anche in ragione della costante evoluzione delle tecniche di misurazione.

5.2.4 – RISPOSTA AL RISCHIO

Chiuso il processo di Risk Assessment, il CoSO Framework passa alla fase del "Risk Response"¹⁸⁴, nella quale «Il management seleziona le risposte al rischio emerso (evitarlo, accettarlo, ridurlo, comparteciparlo) sviluppando interventi per allineare i rischi emersi con i livelli di tolleranza al rischio e di rischio accettabile»¹⁸⁵.

In questa fase il management sostanzialmente decide con quali strategie e interventi affrontare i singoli rischi misurati e valutati in precedenza, onde riportarli al di sotto della soglia di Risk Appettite, anche detta, appunto, Risk Tollerance.

In realtà, in proposito, il modello regolamentare ICAAP impone una risposta obbligata, almeno in un primo momento. L'operatore bancario e finanziario anzitutto deve rispondere ai rischi specifici contenuti nell'elenco di cui all'Allegato A, determinando, in base al metodo di misurazione o valutazione adottato, la quota di capitale da destinare alla copertura di ciascuno dei rischi individuati come rilevanti dal soggetto vigilato¹⁸⁶.

¹⁸⁵ Definizione tratta da AIIA – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

d'Italia n. 688006 del 10/07/2007, che in merito detta solo linee guida per un'efficace ed efficiente sistema di gestione.

¹⁸² Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2, pag. 8.

¹⁸³ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2, pag. 10.

¹⁸⁴ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pagg. 77 e ss..

Si veda quanto affermato in proposito nella Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, Par. 1, pag. 1: «Le banche definiscono strategie e predispongono strumenti e

Questo non deve far credere, però, che il compito del management si esaurisca qui. Anche dopo aver determinato ed accantonato il capitale di vigilanza prudenziale, il modello normativo, al pari dal modello aziendale, inizia a perseguire il vero e proprio obiettivo: la riduzione dei rischi a cui l'azienda è soggetta, con l'ulteriore scopo di ridurre proporzionalmente lo stesso capitale vincolato a fini di vigilanza prudenziale. Infatti, quanto il management in questa fase si mostrerà in grado di rispondere ai rischi, riducendoli e controllandoli, tanto più sarà possibile, anche in fini della normativa prudenziale, ridurre il livello del capitale vincolato a copertura dei rischi residui. Questo consentirà all'intermediario non solo di liberare capitale dal vincolo regolamentare, ottenendo maggiori risorse per le proprie operazioni, ma soprattutto incentiverà i soggetti vigilati ancor di più, nell'intenzione del legislatore, ad attuare validi sistemi di gestione del rischio.

Pertanto, se l'obiettivo immediato del legislatore è di garantire la stabilità e la sana e prudente gestione degli operatori bancari e finanziari, imponendo il vincolo di capitali adeguati alla copertura di tutti i rischi a cui gli stessi sono soggetti, l'obiettivo di più lungo periodo appare esser quello di incentivare i soggetti vigilati ad attuare le più efficaci ed efficienti metodologie di gestione e controllo del rischio al fine, non solo, di ridurre il più possibile il capitale di vigilanza vincolato a tutela di tutti i rischi, ma anche per garantire migliori performance aziendali e soprattutto il perseguimento degli obiettivi normativi, grazie alla solidità strutturale e prospettica degli intermediari più che a coefficienti patrimoniali imposti dal legislatore.

Il livello di capitale di vigilanza, dunque, identificherà non solo l'incidenza dei rischi "mappati" sulle performance aziendali, ma anche la capacità dell'intermediario di rispondere agli stessi rischi, determinata dalla riduzione nel tempo dello stesso capitale di vigilanza.

Che lo scopo del legislatore sia quello di implementare la funzione di gestione e controllo dei rischi si comprende facilmente analizzando le disposizioni regolamentari che riguardano il controllo della Banca d'Italia in merito al processo ICAAP approntato dai soggetti vigilati.

procedure per determinare il capitale che esse ritengono adeguato - per importo e composizione - alla copertura permanente di tutti i rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte, anche diversi da quelli per i quali è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali».

79

La normativa dispone, infatti, che gli operatori bancari e finanziari «illustrano alla Banca d'Italia, con cadenza annuale, le caratteristiche fondamentali del processo, l'esposizione ai rischi e la determinazione del capitale ritenuto adeguato a fronteggiarli attraverso un resoconto strutturato» ¹⁸⁷.

L'Autorità di Vigilanza è così in grado «di individuare i rischi rilevanti assunti dalle banche e di valutarne i sistemi di gestione e controllo, anche ai fini del riesame della determinazione del capitale interno effettuata dalle stesse.» ¹⁸⁸ Ciò dimostra come l'attenzione della Banca d'Italia, e più in generale del legislatore, sia incentrata sui sistemi di gestione e controllo del rischio, più che sul rispetto dei coefficienti patrimoniali di vigilanza prudenziale.

Quanto affermato appare ancora più evidente, qualora si consideri il passaggio immediatamente successivo della Circolare n. 263 del 2006, per il quale, «Nel caso in cui dall'analisi complessiva emergano profili di anomalia, la Banca d'Italia richiede l'adozione di idonee misure correttive di natura organizzativa e patrimoniale». L'Autorità di Vigilanza ha dunque il potere di richiedere idonei correttivi alle anomalie riscontrate nel processo ICAAP, ma tali correttivi devono intervenire in primo luogo sul piano organizzativo, e solo in un secondo tempo sotto il profilo patrimoniale¹⁸⁹. Questa gerarchia di obiettivi, esplicitamente stabilita dal legislatore, appare ancor più evidente se si consideri che «Gli interventi aventi effetti patrimoniali sono richiesti, di norma, qualora l'applicazione delle altre misure non sia in grado di esplicare i propri effetti correttivi in un arco temporale accettabile» ¹⁹⁰.

¹⁸⁷ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, Par. 1, pag. 1.

¹⁸⁸ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, Par. 1, pag. 2.

¹⁸⁹ Conclusione ancor più rafforzata dall'analisi dei possibili interventi correttivi che la Banca d'Italia può richiedere. Tali interventi sono infatti per lo più di carattere organizzativo: «La Banca d'Italia può richiedere alle banche gli interventi correttivi di seguito indicati, aventi diverso grado di incisività, in relazione alla rilevanza delle carenze riscontrate: - rafforzamento dei sistemi, delle procedure e dei processi relativamente alla gestione dei rischi, ai meccanismi di controllo e alla valutazione aziendale dell'adeguatezza patrimoniale; - contenimento del livello dei rischi, anche attraverso il divieto di effettuare determinate categorie di operazioni; - riduzione dei rischi anche attraverso restrizioni ad attività o alla struttura territoriale; - limitazione alla distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio; - detenzione di mezzi patrimoniali in misura superiore al livello regolamentare previsto per i rischi di credito, controparte, mercato e operativi, anche attraverso l'applicazione agli aggregati di riferimento di un trattamento specifico con riferimento alle modalità di determinazione dei requisiti patrimoniali. Gli interventi aventi effetti patrimoniali sono richiesti, di norma, qualora l'applicazione delle altre misure non sia in grado di esplicare i propri effetti correttivi in un arco temporale accettabile.» Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 5, pag. 19.

¹⁹⁰ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 5, pag. 19.

Ecco perché nella fase di "Risk Response", anche come prospettata dalla normativa prudenziale, la determinazione del capitale di vigilanza per la copertura dei rischi sia solo il primo passo, dal momento che il legislatore incentiva i soggetti vigilati, in tal modo e con tale strumento, ad attuare ed implementare i migliori sistemi di Risk Management.

Peraltro la circostanza che il legislatore stimoli ed incentivi in tale direzione gli operatori bancari e finanziari si rintraccia anche nell'obbligo loro imposto di inserire, nel resoconto da presentare annualmente alla Banca d'Italia, «un'auto-valutazione dell'ICAAP che individua le aree di miglioramento, le eventuali carenze del processo e le azioni correttive che si ritiene di porre in essere.»

Premessi, dunque, i vincoli e gli incentivi adottati dal legislatore, occorre in breve analizzare come poi concretamente l'azienda possa intervenire sui rischi, riducendoli e conformandoli al livello di "Risk Tollerance", stabilito dagli organi con funzione di supervisione strategica.

Una volta costituito il capitale di vigilanza così come determinato in base al processo ICAAP, il legislatore lascia all'intermediario bancario o finanziario la libertà di attuare e soprattutto migliorare il sistema di gestione e controllo del rischio, in particolare approntando ed implementando metodologie di risposta e trattamento dei singoli rischi in grado di perseguire gli obiettivi legislativi di stabilità economica e di sana e prudente gestione.

In proposito la dottrina¹⁹² ha suddiviso tutti i possibili interventi di "Risk Response" in quattro categorie, identificate in funzione delle modalità di intervento sul rischio adottate per l'allineamento al livello di Risk Appetite aziendale.

Peraltro lo stesso legislatore suggerisce alcune strategie di risposta al rischio, nel momento in cui specifica gli interventi correttivi che la Banca d'Italia può richiedere ai soggetti vigilati in ragione delle carenze riscontrate a livello organizzativo per la gestione ed il controllo dei rischi¹⁹³.

In conclusione, intrecciando il panorama dottrinale con gli "interventi correttivi" previsti dalla normativa, le quattro alternative che si presentano al management sono:

_

¹⁹¹ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, pagg. 1-2.

¹⁹² Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pagg. 77 e ss..

¹⁹³ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 5, pag. 19.

- evitare il rischio, c.d. Risk Avoidance: si elimina il rischio, rinunciando alle attività o alle operazioni che ne costituiscono la causa, ad esempio non entrando in nuovo mercato, abbandonando un prodotto o, nei casi più estremi, un business aziendale. È peraltro quanto prevede il legislatore, quando tra i possibili interventi correttivi, che la Banca d'Italia può richiedere, inserisce il "contenimento del livello dei rischi, anche attraverso il divieto di effettuare determinate categorie di operazioni". Questa tipologia di risposta rappresenta, sicuramente, il metodo più sicuro per impedire il manifestarsi di un rischio, ma, in casi estremi, anche quello più cieco e conservativo, andando di certo ad impattare sull'attività aziendale, mortificandone le performance e le prospettive di sviluppo. Questa tecnica rappresenta, dunque, l'extrema ratio, che l'azienda si deve ridurre ad adottare solo nel caso in cui non riesca, con nessun altro tipo di intervento, a ridurre probabilità ed impatto del rischio, tanto da allinearlo al Risk Appetite;
- ridurre il rischio, c.d. "Risk Reduction": in questo caso il management, rispetto al "Risk Avoidance", decide di eseguire un lavoro più specifico, realizzando degli interventi mirati per cercare di ridurre le probabilità di accadimento o l'impatto atteso del rischio, sino a riportarlo al di sotto della "Risk Tollerance". Tra gli "interventi correttivi", la cui richiesta è nei poteri della Banca d'Italia, risultano appartenere a tale tipologia di risposta sia la "riduzione dei rischi anche attraverso restrizioni ad attività o alla struttura territoriale", quali misure decisamente funzionali e preventive, sia la "limitazione alla distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio", quali misure invece prettamente patrimoniali e protettive; - condividere il rischio, c.d. "Risk Sharing" questa tipologia di intervento comporta una riduzione del rapporto probabilità/impatto attraverso trasferimento, totale o parziale, di tipo assicurativo o meno, del rischio. In proposito, mentre il contratto assicurativo garantisce all'azienda una copertura finanziaria in relazione al verificarsi di sinistri, trasferendo alla compagnia assicurativa le sole conseguenze monetarie derivanti dall'evento dannoso, il trasferimento non assicurativo è, invece, lo spostamento del rischio su soggetti diversi da una compagnia di assicurazione. Anche in questo caso il trasferimento si effettua tramite un contratto che non ha generalmente come causa il rischio in sé,

-

¹⁹⁴ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pagg. 77-78.

ma uno scambio, tra le parti, di beni o prestazioni alle quali sono collegati dei rischi potenziali. L'esempio classico in ambito bancario e finanziario è l'operazione di cartolarizzazione, non a caso disciplinata anch'essa dalle Circolari della Banca d'Italia in tema di vigilanza prudenziale¹⁹⁵.

- accettare il rischio, c.d. "Risk Acceptance" l'azienda decide di non realizzare alcun intervento per ridurre probabilità ed impatto del rischio. Ciò si verifica quando l'adozione di vere e proprie misure di gestione non risulta essere economicamente conveniente l'97. In merito l'impresa può scegliere di adottare delle soluzioni self-insurance, vale a dire accantonando una quota di capitale, stimata tramite tecniche statistiche, per compensare le potenziali perdite future determinate in ragione del rapporto probabilità/impatto. Le soluzioni self-insurance hanno il vantaggio di eliminare integralmente la spesa amministrativa dell'assicurazione, riducendo così il costo della gestione del rischio sul lungo periodo. Come sottolineato, analizzando in principio di paragrafo la risposta al rischio nel modello ICAAP, la soluzione self-insurance è la scelta iniziale che il legislatore ha imposto agli operatori del mercato bancario e finanziario, costretti ad accantonare quote di capitale per coprire tutti i rischi rilevanti.

In conclusione è interessante notare come nell'elenco degli "interventi correttivi" 198, che la Banca d'Italia può richiedere, non a caso vi sia al primo posto il «rafforzamento dei sistemi, delle procedure e dei processi relativamente alla gestione dei rischi, ai meccanismi di controllo e alla valutazione aziendale dell'adeguatezza patrimoniale», quali misure prettamente organizzative, a sottolineare come rivesta primaria importanza, anche per il legislatore, lo sviluppo di un solido ed efficiente apparato di Risk Management. Di contro sono relegate all'ultimo posto dell'elenco, anche qui non a caso, misure di carattere prettamente patrimoniale, quale la «detenzione di mezzi patrimoniali in misura superiore al livello regolamentare previsto per i rischi di credito, controparte, mercato e operativi, anche attraverso l'applicazione agli aggregati di riferimento di un trattamento specifico con riferimento alle modalità di determinazione dei requisiti patrimoniali».

_

¹⁹⁵ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 2, Parte IIa.

¹⁹⁶ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pag. 78.

¹⁹⁷ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit., pag. 165.

¹⁹⁸ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 5, pagg. 19-20.

5.2.5 – Lo Stress Testing

Sempre all'interno della fase di "Risk Response" il modello ICAAP prevede un'attività di controllo immediato dell'efficacia dei sistemi di misurazione e valutazione dei rischi individuati dall'intermediario¹⁹⁹. Nello specifico il legislatore definisce tale attività "stress testing", intesa quale applicazione di «tecniche quantitative e qualitative con le quali le banche valutano la propria vulnerabilità ad eventi eccezionali ma plausibili; esse si estrinsecano nel valutare gli effetti sui rischi della banca di eventi specifici (analisi di sensibilità) o di movimenti congiunti di un insieme di variabili economico-finanziarie in ipotesi di scenari avversi (analisi di scenario)»²⁰⁰.

Per comprendere la previsione degli "stress test" è necessario analizzarne le cause.

Questi test si sostanziano, infatti, in una gamma di strumenti utilizzati per misurare la sensibilità di un portafoglio di strumenti finanziari o bancari rispetto ad eventi estremi, ma comunque possibili. Dunque lo "stress test" consiste in una stima approssimativa del cambiamento di valore di un portafoglio quando si verificano ampie, finanche estreme, variazioni nei fattori di rischio.

La specifica analisi degli eventi estremi si è resa necessaria in quanto le esperienze dei passati crack finanziari hanno evidenziato come negli ordinari sistemi di controllo e gestione dei rischi, utilizzati dagli intermediari, non si riuscisse normalmente a tener conto del verificarsi di eventi eccezionali, essendo tali sistemi basati su informazioni e dati relativi a periodi di andamento normale dei mercati.

La normativa impone che i soggetti vigilati svolgano due tipologie di "stress test": le "analisi di sensibilità", nelle quali si modifica un singolo fattore di rischio; le "analisi di scenario" nelle quali un insieme di fattori di rischio viene modificato in modo coerente, per meglio comprendere le interazioni sistemiche di diversi eventi dannosi²⁰¹.

Definizione tratta dalla Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 3.2.1, pag. 10.

¹⁹⁹ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 3.2.1, pag. 10: «Le banche effettuano prove di stress per una migliore valutazione della loro esposizione ai rischi, dei relativi sistemi di attenuazione e controllo e, ove ritenuto necessario, dell'adeguatezza del capitale interno».

²⁰¹ Per un'analisi approfondita si rimanda ad ABI, "Percorso guidato per gli stress test e libreria degli scenari di stress macroeconomici", 26 febbraio 2010.

L'attività di "stress testing" è prevista dalle normative di molti Paesi finanziariamente avanzati, in quanto assai utile a valutare la solidità del sistema finanziario a fronte del verificarsi di shock macroeconomici negativi o di anomale condizioni di mercato, fornendo una visione prospettica della robustezza del sistema finanziario, evidenziando i fattori di fragilità e rafforzando così l'attività di monitoraggio.

In particolare, nel perseguire la stabilità finanziaria, il legislatore ha compreso quanto fosse pressante l'esigenza di prevedere e prevenire possibili shock di sistema, in grado di attentare al corretto funzionamento dei mercati e di provocare fenomeni di contagio tra intermediari del settore.

Dunque, mentre a livello microeconomico i soggetti vigilati sono stati incentivati a migliorare i sistemi di Risk Management per mezzo di esercizi di stress, a livello macroeconomico le Autorità di Vigilanza possono contare ora su un nuovo strumento, imposto per legge, che consente di monitorare la capacità del sistema bancario e finanziario di assorbire perdite potenzialmente rilevanti causate da eventi, singoli o interconnessi, di particolare gravità e pervasività²⁰².

La necessità di monitoraggio del sistema nel suo complesso si è presentata a seguito del processo di apertura dei mercati internazionali e di diffusione di strumenti per la diversificazione e la copertura del rischio, nonché in risposta alla tendenza degli intermediari più internazionali e globalizzati a penetrare in nuovi mercati. Questa crescente integrazione tra intermediari e mercati ha aumentato la probabilità che la situazione di difficoltà di un singolo operatore "contagi" anche gli altri soggetti vigilati incrementando, dunque, il rischio sistemico.

Se ne può, pertanto, concludere che lo stress testing costituisce uno strumento di vigilanza prudenziale non tanto efficace in riferimento alla sana e prudente gestione del singolo intermediario, quanto più utile per monitorare la complessiva stabilità e tenuta del settore bancario e finanziario.

5.2.6 – LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE INTERNO COMPLESSIVO

L'ultima fase del modello normativo ICAAP si sostanzia nella determinazione del "capitale interno complessivo", inteso dalla Banca d'Italia quale insieme degli

In tal senso si veda Laviola S., "Il controllo dei rischi: le prove di stress", intervento nell'ambito

[&]quot;In tal senso si veda Laviola S., "Il controllo dei rischi: le prove di stress", intervento nell'ambito del seminario dell'Associazione ASSB "Banche, mercati finanziari e imprese: il sentiero dello sviluppo e della competitività" S. Marco - Perugia, 18 marzo 2005.

elementi patrimoniali che il soggetto vigilato ritiene necessari per coprire tutti i rischi assunti e le conseguenti perdite stimate, eccedenti un dato livello di Risk Appetite²⁰³. Mentre nell'ambito del Primo Pilastro la normativa prudenziale detta le regole per determinare il patrimonio di vigilanza, quale presidio contro i rischi di mercato, di credito ed operativo, il Secondo Pilastro impone una visione più generale, riconducibile all'"Enterprise Risk Management", in cui l'operatore bancario o finanziario deve determinare il capitale interno per ciascuno dei rischi individuati e valutati nella fase di Risk Assesment. Fatto ciò, l'ulteriore passaggio si incentra nel determinare le interazioni dei diversi rischi e delle relative coperture patrimoniali, onde ricavarne il capitale interno complessivo, quale strumento di protezione contro tutti i rischi rilevanti a cui è esposto il soggetto vigilato, ricomprendente anche il patrimonio di vigilanza di cui al Primo Pilastro della normativa prudenziale.

Il legislatore, dunque, consapevole che la rigida determinazione del solo patrimonio di vigilanza, non può essere sufficiente a garantire la stabilità economica, nonché la sana e prudente gestione, impone ai soggetti vigilati il diritto-dovere di integrare le coperture patrimoniali di cui al Primo Pilastro con un requisito di capitale addizionale, che tenga conto di tutti i rischi rilevanti individuati e stimati, con particolare riferimento all'elenco di cui all'Allegato A, Titolo III, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006²⁰⁴.

Il capitale interno complessivo è il frutto della valutazione monetaria non solo degli specifici rischi, ma anche delle loro interrelazioni, con particolare riferimento alla diversificazione, che può consentire una riduzione del capitale prudenziale imposto²⁰⁵.

In conclusione, poi, il capitale interno complessivo, frutto del processo ICAAP previsto dal Secondo Pilastro, deve coordinarsi e rapportarsi al Patrimonio di Vigilanza, già previsto dall'Accordo di Basilea I e determinato dalla copertura dei soli rischi appartenenti al Primo Pilastro²⁰⁶.

_

²⁰⁴ Cfr. Dellarosa E., Razzante R., Franco Angeli, Milano, 2010, op. cit., pag. 107.

²⁰³ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 1, pag. 6, nota 1.

²⁰⁵ Cfr. Circolare n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo I, Sez. II, par. 3.3, nel quale si afferma che «Nella determinazione del capitale interno complessivo assume particolare rilevanza la valutazione dell'esistenza di benefici da diversificazione tra i diversi tipi di rischio».

²⁰⁶ Cfr. Circolare n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo I, Sez. II, par. 3.4, nel quale si afferma che «Le banche devono essere in grado di illustrare come il capitale complessivo si riconcilia con la definizione del patrimonio di vigilanza: in particolare, deve essere spiegato l'utilizzo a fini di

5.2.7 – ATTIVITÀ DI CONTROLLO

Determinato il capitale interno complessivo, si conclude il processo ICAAP, quale modello normativo di Risk Management, incentrato sulle sole fasi di Risk Assesment e Risk Response.

Tuttavia la sequenza procedurale aziendale, nonché normativa, di Enterprise Risk Management non si esaurisce qui. Prendendo ancora a riferimento il CoSO Framework, la successiva fase viene denominata "attività di controllo" e si sostanzia nel definire e realizzare «politiche e procedure per assicurare che le risposte al rischio siano efficacemente eseguite».

La normativa prudenziale predisposta dalla Banca d'Italia specifica in proposito quelli che sono i compiti dell'"organo con funzioni di controllo": vigilare «sull'adeguatezza e sulla rispondenza del sistema di gestione e controllo dei rischi, nonché del processo ICAAP, ai requisiti stabiliti dalla normativa».

Tuttavia, per definire al meglio il quadro che il legislatore ha predisposto in merito alla funzione di controllo sul modello normativo di Risk Management, occorre integrare la normativa di diritto comune, contenuta nel Codice Civile, con quella introdotta a livello regolamentare, facendo riferimento in particolar modo al Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29/10/2007²⁰⁷.

Il Codice Civile, infatti, ex art. 2403, stabilisce che il collegio sindacale deve garantire l'osservanza della legge e dello statuto, nonché vigilare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società e sul suo concreto funzionamento. Gli stessi compiti sono integralmente richiamati per il consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, in virtù dell'espresso rinvio di cui all'art. 2409-terdecies. Infine, in merito al sistema monistico la formulazione dell'art. 2409-octiesdecies, co. 5, lett. b), riferendosi al comitato per il controllo sulla gestione, contiene, esso solo, il riferimento esplicito anche al sistema di controllo interno²⁰⁸. Senza

copertura del capitale interno complessivo di strumenti patrimoniali non computabili nel patrimonio di vigilanza».

Per un quadro dettagliato del sistema dei controlli interni si veda Presti G., "Società del settore finanziario e collegio sindacale: un puzzle normativo per un'identità sfuggente" in "Collegio sindacale e sistema dei controlli interni nel diritto societario comune e speciale", Milano, 2002.

²⁰⁸ Per un approfondimento sul tema si veda Rigotti M., "Commento sub. art. 2403", in Ghezzi F., (a cura di) "Collegio sindacale e controllo contabile", in Commentario alla riforma delle società diretto da Marchetti P. – Bianchi L.A. – Ghezzi F. - Notari M., Milano, 2005.

scendere nel dettaglio, la dottrina ritiene che i compiti dei tre organi vadano considerati sostanzialmente equivalenti.

Inserendosi in tale contesto, il legislatore regolamentare, all'art. 10, co.1, del Regolamento Congiunto ribadisce in primo luogo che «All'organo con funzioni di controllo sono attribuiti compiti e poteri necessari al pieno ed efficace assolvimento dell'obbligo di rilevare le irregolarità nella gestione e le violazioni delle norme disciplinanti la prestazione dei servizi». Per assolvere a tali compiti l'organo, in forza dello stesso art. 10, co. 2, «può avvalersi di tutte le unità operative aventi funzioni di controllo all'interno dell'azienda». In proposito il successivo Capo III del Regolamento Congiunto impone ai soggetti vigilati l'istituzione delle unità operative preposte ai controlli, tra cui vengono in rilievo per il modello normativo di Risk Management, improntato al processo ICAAP, le funzioni aziendali di "gestione del rischio" e di "conformità alle norme".

Pertanto il combinato disposto della normativa di diritto comune e di settore assegna all'organo di controllo una precipuo e cogente compito di vigilanza sulla funzionalità complessiva del sistema dei controlli interni e di gestione del rischio. Il rilievo che il legislatore attribuisce all'aspetto organizzativo porta a ritenere che i compiti dei membri dell'organo in esame, nel settore bancario e finanziario, debbano esser necessariamente più analitici di quelli normalmente richiesti nelle comuni società per azioni di diritto civile. L'organo di controllo, infatti, non solo deve vigilare, a tutela dell'interesse dei soci, sulla corretta gestione societaria, ma deve anche e soprattutto farsi garante del rispetto di tutta la normativa applicabile ai soggetti vigilati.

Il quadro normativo richiede, infatti, all'organo di controllo una vigilanza in grado di garantire condizioni di efficienza del mercato, affidandogli una funzione certamente di interesse pubblico, dovendo vigilare sul corretto operare degli istituti e sulla trasparenza dell'informazione.

In conclusione la disciplina dell'organo con funzione di controllo negli intermediari bancari e finanziari si uniforma alla disciplina di diritto comune, con la sola rilevante differenza che la normativa prudenziale di vigilanza ne influenza contenuto e modalità di esecuzione, in particolare per quanto attiene al controllo dei rischi²⁰⁹.

-

²⁰⁹ Cfr. D'Angelo, F. "I sindaci delle società bancarie nel quadro dei controlli interni", in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2000, secondo il quale la specificità dei compiti ed il ruolo peculiare stabiliti per l'organo sociale di controllo nel settore bancario e finanziario è dovuto

Il Regolamento Congiunto prevede poi che l'organo di controllo possa avvalersi di tutte le unità operative aventi funzioni di controllo all'interno dell'azienda.

Pertanto il quadro normativo, in riferimento alla fase di "controllo" del CoSO Framework, delinea una struttura che pone al proprio vertice l'organo con funzioni di controllo, inteso quale organo aziendale di vertice, diversamente identificato a seconda del modello societario adottato, che nello svolgimento dei propri compiti ha la possibilità di avvalersi delle unità operative previste dal Capo III del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia.

Senza approfondire in tal sede la complessa struttura dei controlli interni agli intermediari bancari e finanziari, appare interessante sottolineare come, in riferimento al processo ICAAP, la funzione di controllo della conformità alle norme, c.d. compliance, e la funzione di gestione del rischio vengano a svolgere dei compiti che possono non di rado sovrapporsi ed integrarsi reciprocamente, in quanto la normativa prudenziale, ex art. 10, co. 1, del Regolamento Congiunto, impone all'organo di vertice con funzioni di controllo l'"obbligo di rilevare le irregolarità nella gestione e le violazioni delle norme disciplinanti la prestazione dei servizi". In proposito il modello ICAAP costituisce non solo un riferimento nella gestione del rischio, ma anche un apparato normativo a cui il soggetto vigilato è obbligato a conformarsi.

Tale intreccio tra organo di vertice e unità operative in merito alla funzione di controllo non può non trovare i propri riflessi sotto il profilo della responsabilità, distribuita dettagliatamente in ragione del ruolo e dei compiti che il quadro normativo attribuisce a ciascun protagonista della struttura di controllo interna.

A riprova di quanto sostenuto il Provvedimento n. 688006 del 10/07/2007, istitutivo della funzione di conformità alle norme, afferma che la stessa «si inserisce nel sistema dei controlli interni delle banche nell'ambito delle funzioni di controllo sulla gestione dei rischi (controlli di secondo livello), con l'obiettivo di concorrere alla definizione delle metodologie di misurazione/valutazione del rischio di conformità,

principalmente a quattro fattori: 1) l'evoluzione che ha caratterizzato l'ordinamento bancario, e in particolar modo il sistema di vigilanza prudenziale e regolamentare, che ha profondamente inciso sul tema dei controlli interni; 2) la marcata connotazione tecnica del contenuto delle norme di settore; 3) la rischiosità intrinseca delle operazioni bancarie; 4) la presenza di ulteriori specifiche funzioni di

controllo interno che non trovano corrispondenza nelle società di diritto comune.

di individuare idonee procedure per la prevenzione dei rischi rilevati e di richiederne l'adozione»²¹⁰.

La dottrina²¹¹ ha evidenziato come, per evitare un'inutile e dannosa sovrapposizione di compiti e ruoli a livello di unità operative, sia necessario riconoscere all'organo con funzione di controllo un ruolo preminente non solo per la verifica dell'efficacia di tutte le strutture coinvolte, ma anche per l'adeguato coordinamento delle stesse.

5.2.8 – Informazioni e comunicazioni

La settima fase del processo di Enterprise Risk Management, proposto dal CoSO Framework, incentra la propria attenzione sulle "informazioni e comunicazioni", le quali vanno «identificate, raccolte e diffuse nella forma e nei tempi che consentano alle persone di adempiere correttamente le proprie responsabilità. In linea generale, si devono attivare comunicazioni efficaci, in modo che queste fluiscano per l'intera struttura organizzativa: verso il basso, verso l'alto e trasversalmente» 212.

Anche tale funzione informativa, come quella di controllo, deve appartenere all'intera struttura, caratterizzandosi come una ragnatela di rapporti tra i vari livelli aziendali, per garantire l'adozione di coscienti scelte di management, avendo a disposizione i dati e le informazioni più complete, aggiornate e dettagliate possibili²¹³.

Nello specifico le informazioni economiche e finanziarie sono il più evidente esempio di strumento necessario per orientare le scelte nei differenti processi aziendali, tra cui il Risk Management. In proposito un efficace sistema informativo deve esser in grado di selezionare e sintetizzare le informazioni chiave, che provengano da fonti sia interne che esterne, per conseguire obiettivi di reporting e rendere fruibili ad ogni funzione aziendale gli smisurati insiemi di dati che l'odierna tecnologia è in grado di rintracciare ed estrapolare.

Ben conscio della fondamentale utilità che riveste la funzione di informazione e comunicazione, il legislatore prevede, anche in tema di gestione del rischio, una fitta rete di obbligatorie informative e periodici resoconti, volti ad evitare l'adozione di scelte strategiche ed operative incoscienti ed approssimative.

²¹¹ Cfr. Vella F., in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia n. 62, settembre 2008, op. cit..

²¹³ Si veda in proposito Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., IPSOA 2007, op. cit., pagg. 121 e ss..

²¹⁰ Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia n. 688006 del 10/07/2007, par. 6, pag. 8.

settembre 2008, op. cit..

212 Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

Anzitutto il Regolamento Congiunto stabilisce precisi compiti in tema di sistema informativo aziendale. L'art. 8, co. 1, lett. e), infatti, impone all'organo con funzione di supervisione strategica di verificare che «il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo e tempestivo», mentre il successivo art. 9, co. 1, lett. c), attribuisce all'organo con funzione di gestione il compito di definire «i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti». Parimenti, il legislatore riconosce, ex art. 11, la necessità, per l'organo con funzione di controllo, di avvalersi delle relazioni periodiche delle unità operative per svolgere i propri compiti, relazioni che vanno presentate almeno una volta all'anno, come specificato dagli ultimi commi degli artt. 13, 14, e 16.

Le caratteristiche, che il legislatore vuole appartengano al sistema informativo interno, sono poi ben delineate dall'art. 15, co. 2, lett. d), per il quale, in tema di procedure interne, gli intermediari «adottano, applicano e mantengono adeguate procedure di comunicazione interna delle informazioni rilevanti ai fini della prestazione dei servizi, che assicurino la completezza, l'affidabilità e la tempestività di tali informazioni».

Esito più rilevante di questo apparato informativo imposto dal legislatore è senz'altro l'obbligatoria informativa sull'ICAAP da inviare annualmente alla Banca d'Italia²¹⁴. Questo documento deve appunto rappresentare sinteticamente ed efficacemente le scelte attuate in ciascuna fase del modello normativo di Risk Management, dal momento che su tale documento si baserà il confronto costruttivo tra organo di vigilanza e soggetto vigilato, al fine di migliorare la gestione del rischio finalizzata al raggiungimento degli obiettivi legislativi di stabilità economica, nonché di sana e prudente gestione.

²¹⁴ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 6.1, per il quale «Il resoconto sul processo ICAAP è volto a consentire alla Banca d'Italia di effettuare una valutazione documentata e completa delle caratteristiche qualitative fondamentali del processo di pianificazione patrimoniale, dell'esposizione complessiva ai rischi e della conseguente determinazione del capitale interno complessivo. (omissis) Il resoconto ICAAP ha un duplice contenuto: descrittivo e valutativo; esso deve infatti consentire alla Banca d'Italia di apprezzare i seguenti profili: - articolazione, sotto un profilo organizzativo e metodologico, del processo di determinazione del capitale interno, con la ripartizione delle competenze tra le varie funzioni o strutture aziendali preposte al processo ICAAP; sistemi di valutazione/misurazione dei rischi; principali strumenti di controllo e attenuazione dei rischi più rilevanti; scenari strategici e competitivi nei quali la banca ha collocato la propria pianificazione patrimoniale; - auto-valutazione della banca in ordine al proprio processo interno di pianificazione patrimoniale: devono essere identificate le aree di miglioramento, sia sotto un profilo metodologico sia sul piano organizzativo, individuando specificamente le eventuali carenze del processo, le azioni correttive da porre in essere, la pianificazione temporale delle medesime».

5.2.9 – MONITORAGGIO

L'ultima fase del processo di Enterprise Risk Management elaborato dal Comitato CoSO riguarda l'attività di "monitoraggio" intesa quale continua valutazione del processo di Risk Management svolta da soggetti sia interni che esterni alla struttura aziendale, al fine di revisionare, migliorare ed adeguare continuamente la funzione di gestione del rischio²¹⁵.

L'attività di monitoraggio esprime al meglio l'intrinseca natura dinamica e diacronica dell'Enterprise Risk Management. L'impresa, infatti, è una realtà dinamica, come l'economia in generale. I fattori che determinano il processo di gestione del rischio possono facilmente mutare: l'azienda può trovarsi esposta a rischi nuovi e diversi o può decidere di modificare il proprio Risk Appetite, mentre le tecniche di valutazione e misurazione del rischio sono in continua evoluzione.

Pertanto, la mappatura e stima dei rischi può mutare a causa di fattori sia interni che esterni alla struttura aziendale. In ragione di ciò le risposte al rischio, che si sono rivelate efficaci in un determinato momento, potrebbero non esserlo più in futuro.

Questo spiega il motivo per cui sia necessaria una costante e specifica attività di monitoraggio del sistema di gestione dei rischi, per accertarsi che lo stesso continui ad essere efficace, riscontrandone nel tempo le performance, e per valutare la necessità di eventuali correttivi, soprattutto a fronte di modificate condizioni interne ed esterne all'istituto bancario o finanziario.

È in questa fase soprattutto che si coglie la necessaria strutturazione e pervasività dell'Enterprise Risk Management all'interno dell'apparato aziendale. La gestione del rischio non può più caratterizzarsi come esterna, episodica e sconnessa dalla gestione strategica ed operativa dei soggetti vigilati.

Il legislatore, oltre ad incentivare, come detto, l'adozione di un efficace ed efficiente sistema di gestione del rischio attraverso il modello normativo ICAAP, prevede una continua attività di monitoraggio e revisione. In particolare l'art. 9, co. 1, lett. b), del Regolamento Congiunto impone all'organo con funzione di gestione la verifica "nel continuo" dell'adeguatezza del sistema di Risk Management, obbligo ben dettagliato dalla stessa Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006²¹⁶.

-

²¹⁵ Cfr. Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., IPSOA 2007, op. cit., pagg. 125 e ss..

²¹⁶ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Cap. 1, Sez. II, Parte IV, Par. 2.2, per il quale: «L'organo con funzione di gestione è responsabile dell'istituzione e del mantenimento di

Peraltro il legislatore non si accontenta di imporre ad un organo dell'intermediario bancario o finanziario il continuo adeguamento del sistema di Risk Management, ma prevede sul tema un periodico confronto tra il soggetto vigilato e l'Autorità di Vigilanza.

È questo infatti lo scopo del processo di revisione a valutazione prudenziale svolto dalla Banca d'Italia in merito all'informativa sul processo ICAAP che ogni soggetto vigilato deve rimettere annualmente all'Autorità di Vigilanza. La suddetta informativa si sostanzia come un resoconto strutturato che, tra l'altro, «individua le aree di miglioramento, le eventuali carenze del processo e le azioni correttive che si ritiene di porre in essere > 217. Il monitoraggio aziendale non viene dunque svolto solo a fini interni di revisione. Infatti, all'esito della fase di monitoraggio e del conseguente confronto, «la Banca d'Italia individua gli interventi correttivi da porre in essere per eliminare le carenze riscontrate, compresi eventuali provvedimenti specifici sulla misura dei requisiti patrimoniali>> 218.

L'Autorità di Vigilanza, dunque, non solo riveste il ruolo di controllore e revisore del processo ICAAP attuato dai soggetti vigilati, ma soprattutto vede attribuirsi un fondamentale compito di indirizzo e sviluppo prospettico dei sistemi di gestione dei rischi implementati dagli operatori bancari e finanziari, attraverso un'attività continua che potremmo definire di monitoraggio e revisione prudenziale.

6 - CONCLUSIONI

Il problema principale da cui ha preso le mosse la riforma del mercato e della tutela del risparmio è stata la crisi che ha colpito il settore bancario e finanziario negli ultimi anni. Il fallimento di diverse realtà multinazionali non ha solo mostrato l'intrinseca fragilità del settore, ma ha inoltre palesato l'inadeguatezza dei sistemi di management e soprattutto di gestione del rischio finora attuati. Una delle principali cause della crisi mondiale che ha colpito il settore bancario e finanziario è stata rintracciata dal legislatore nell'eccessiva libertà di azione del management, che ha

un efficace sistema di gestione e controllo dei rischi, in attuazione degli indirizzi strategici. In particolare, esso: - verifica nel continuo l'efficienza e l'efficacia complessiva del sistema di gestione e controllo dei rischi, provvedendo al suo adeguamento in relazione alle carenze o anomalie riscontrate, ai cambiamenti del contesto di riferimento o a seguito dell'introduzione di nuovi prodotti, attività o processi rilevanti».

Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, pagg. 1-2.

²¹⁸ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 4, pag. 19.

portato ad assumere decisioni e comportamenti troppo rischiosi non solo per la stabilità del singolo intermediario, ma anche per la sopravvivenza stessa del mercato. Il legislatore, dunque, si è posto alla ricerca di uno strumento che potesse guidare più efficacemente la gestione degli intermediari da parte dei vertici aziendali, soprattutto al fine di perseguire la sana e prudente gestione, nonché la stabilità economica, quali obiettivi generali dell'ordinamento normativo di settore.

Lo strumento prescelto dal legislatore è stato l'Enterprise Risk Management, che è stato introdotto nel quadro normativo del settore bancario e finanziario con la riforma della Corporate Governance e della vigilanza prudenziale, recependo l'Accordo di Basilea II.

Il Risk Management si è dunque affrancato da un utilizzo prettamente aziendalistico, volto a perseguire le migliori performance, divenendo il mezzo con il quale il legislatore intende plasmare la struttura e l'operatività dei soggetti vigilati con il precipuo scopo di veicolarne la gestione al perseguimento degli obiettivi normativi, la cui imprescindibilità è stata inequivocabilmente evidenziata dalla recente crisi.

Nel settore bancario e finanziario la necessità di un sistema di gestione del rischio interno all'azienda ha trovato dunque un esplicito riconoscimento normativo. Seppur da poco introdotto, se ne intuisce già la forza evolutiva e la necessaria integrazione e connessione con le altre funzioni aziendali, come il sistema dei controlli interni, il sistema informativo, ma soprattutto i vertici aziendali, depositari delle funzioni di supervisione strategica e di gestione.

L'elemento del capitale interno complessivo di vigilanza, pur avendo la sua importanza nell'ottica prudenziale, appare a ben vedere come lo strumento contabile attraverso il quale incentivare, ed in alcuni casi costringere i soggetti vigilati ad attuare, radicare ed implementare un efficace ed efficiente sistema di Enterprise Risk Management.

Questa è la strada tracciata dal legislatore europeo e nazionale per rimuovere le inefficienze palesate in passato e per scongiurare il ripetersi dei rovinosi fallimenti che hanno caratterizzato il contesto economico degli ultimi decenni. Si è compreso che il management non può più esser lasciato libero di prendere rischi eccessivi. Si è reso necessario veicolarne le scelte per ricondurne l'azione all'interno del quadro di interessi e principi tracciato dall'ordinamento.

CAPITOLO 2

LA DISCIPLINA

1 – La Riforma dei mercati

In risposta ai crack finanziari dei primi anni del ventunesimo secolo ed alla conseguente crisi del risparmio, la Legge n. 262 del 2005²¹⁹ è intervenuta pesantemente sul quadro normativo del settore bancario e finanziario, introducendo e riscrivendo diverse norme.

Tra i più significativi interventi vi è senz'altro l'art. 100bis del TUF, rubricato "Circolazione dei prodotti finanziari" e recante una specifica e particolare disciplina in tema di rivendita degli strumenti finanziari.

L'introduzione e l'evoluzione del suddetto articolo appaiono di rilevante importanza, non solo in ragione dell'influenza che tale disposizione esercita sulle scelte degli operatori bancari e finanziari, ma soprattutto perché su di esso è incentrato il tentativo di reazione dell'ordinamento europeo e nazionale alla crisi dei mercati finanziari e del risparmio, dovuta, come si vedrà, ad un vuoto normativo che appunto l'art. 100bis ha tentato di colmare, con esiti e riscontri tuttavia altalenanti.

Pertanto, se da un lato l'intervento legislativo si è concentrato sulla riscrittura delle regole di Corporate Governance, introducendo lo strumento dell'Enterprise Risk Management, dall'altro lato si è tentato di scongiurare il ripetersi di quei comportamenti fraudolenti sul mercato dei titoli che sono stati il mezzo attraverso il quale i crack di alcune multinazionali hanno contagiato gran parte del settore bancario e finanziario. Il legislatore è dunque intervenuto colmando non solo le lacune di gestione interne ai soggetti vigilati, ma anche riconducendone il comportamento sul mercato ai principi di trasparenza e correttezza.

Appare dunque fondamentale analizzare il percorso che ha portato il legislatore a delineare l'art. 100bis, come da ultimo modificato dall'art. 15 del D. Lgs. n. 164 del 17/09/2007, al fine di comprenderne la ratio di fondo ed interpretare i diversi elementi che ne compongono la fattispecie.

Legge recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", ribattezzata "Legge sul risparmio". Questo stesso provvedimento è intervenuto anche in tema di Corporate Governance, oltre a riformare il sistema di vigilanza del settore bancario e finanziario.

2 – LA DISCIPLINA PREVIGENTE

Prima della riforma introdotta dalla Legge n. 262 del 2005, il TUF dettava la disciplina inerente l'appello al pubblico risparmio al Titolo II, al cui interno si distingueva la "sollecitazione all'investimento", ex artt. 94-101, dalle "offerte pubbliche di acquisto e di scambio", ex artt. 102-112.

Come già precisato, la disciplina della sollecitazione all'investimento si pone al centro della presente ricerca, in quanto le sue lacune sono state il veicolo tramite il quale le avventate scelte manageriali di spregiudicati imprenditori hanno dilapidato i risparmi di migliaia di cittadini, determinando al contempo la crisi dei mercati finanziari.

Nello specifico la previgente formulazione dell'art. 94 del TUF imponeva a chiunque volesse effettuare una sollecitazione all'investimento la predisposizione di un prospetto da allegare alla preventiva comunicazione da inviare alla Consob²²⁰.

La fattispecie di sollecitazione all'investimento, che tante critiche ha suscitato, veniva puntualmente definita dall'art. 1, co. 1, lett. t), del TUF come «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari».

Pertanto ogni operazione rientrante in tale fattispecie doveva essere accompagnata dalla pubblicazione di un prospetto informativo, contenente, ex art. 94, co. 2, «le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti».

Il legislatore attribuiva poi alla Consob il compito di vigilare sull'adeguatezza e completezza delle informazioni, contenute nel prospetto, affinché gli investitori potessero "pervenire a un fondato giudizio", stabilendo tuttavia un termine breve di soli quindici giorni per il silenzio assenso²²¹.

A fronte di questa disciplina generale, l'art. 100 prevedeva, come ancora oggi, un elenco dei casi in cui, pur ricorrendo gli estremi di una sollecitazione all'inve-

²²⁰ Cfr. Art. 94 del TUF - Obblighi degli offerenti:

<<1. Coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. (omissis)>> ²²¹ Cfr. TUF, Art. 94, co. 3.

stimento, non era applicabile l'obbligo di pubblicazione del prospetto. Per quanto qui rileva, la lettera a) dello stesso articolo annoverava tra i casi di inapplicabilità le sollecitazioni «rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 30, comma 2». Quest'ultimo articolo, tuttavia, delegava a legiferare in proposito la Consob, che vi ha provveduto con l'art. 31, co. 2, del Regolamento n. 11522 del 1998, concernente la disciplina degli intermediari²²².

L'esenzione dalla pubblicazione del prospetto prevista per le sollecitazioni rivolte ai soli "investitori professionali", la cui definizione coincideva con quella di "operatore qualificato", veniva dal legislatore giustificata con l'inutilità di sottoporre gli emittenti ai costi elevati ed ai tempi lunghi propri dell'operazione di pubblicazione, non ricorrendo nel caso di specie la "need of protection"²²³ quale ratio sottesa alla disciplina in questione²²⁴. La ratio dell'esenzione veniva dunque rintracciata nella non necessità di proteggere l'operatore qualificato, che si riteneva fosse perfettamente in grado di reperire e valutare con i propri mezzi e competenze le informazioni sufficienti a maturare "un fondato giudizio" sulla specifica sollecitazione all'investimento.

Pertanto, prima dei crack finanziari, in particolare di Cirio, Parmalat, Giacomelli e Finmeccanica, e della conseguente crisi del mercato finanziario e del risparmio, il legislatore affidava le istanze di tutela della "need of protection" al prospetto informativo, quale insieme di informazioni necessarie per valutare adeguatamente la sollecitazione all'investimento, esentando da tale obbligo una serie di situazioni in

_

²²² Cfr. Regolamento Consob n. 11522 del 1998, Art. 31, co. 2: «Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

La "need of protection" viene intesa quale caratteristica immanente ai contratti d'investimento che delinea la posizione della controparte negoziale dell'intermediario, a cui sono imposte regole di comportamento finalizzate a colmare il gap informativo esistente di regola con l'investitore non professionale, cfr. Capriglione F., "L'ordinamento finanziario italiano", Wolters Kluwer Italia, 2010

²²⁴ Cfr. Viglione R., "Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio", in Leggi civ. comm., 2008, pagg. 43 e ss.; Cugnasco R., "L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D. Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto", in Le Società, n. 7, 2008, pagg. 809-810.

cui il gap informativo tra emittente e collocatore da un lato, ed investitore dall'altro, non si presumesse tale da richiedere l'intervento e la tutela legislativi.

3 – LA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

Strutturata in tal modo la disciplina, emergevano profili di responsabilità derivanti anzitutto dall'inserimento, all'interno del prospetto, di informazioni non veritiere, manipolate o false, nonché dall'omissione delle stesse. Parimenti importante era l'individuazione dei soggetti in capo ai quali tale responsabilità poteva essere ascritta²²⁵.

Dal momento che in Italia le prime esperienze in tema di prospetto informativo risalgono agli anni '80, in conseguenza della riforma della legislazione sul mercato mobiliare, l'ordinamento nazionale non aveva ancora elaborato un regime specifico della responsabilità da prospetto diversamente da altri ordinamenti, quali quello tedesco, inglese o americano.

Limitando il campo ai profili più rilevanti e controversi, ci si è innanzitutto interrogati sulla natura di tale responsabilità. In proposito parte della dottrina proponeva una qualificazione in termini di responsabilità contrattuale, mentre un'opposta corrente riconduceva tale responsabilità nell'alveo della dimensione extracontrattuale.

Queste due opinioni contrapposte, peraltro, costituivano il riflesso di un dibattito dottrinale e giurisprudenziale ben più ampio, avente ad oggetto la c.d. responsabilità precontrattuale, a cui entrambi gli schieramenti in definitiva, sia pure con diverse sfumature e attraverso percorsi distinti, riconducevano la responsabilità da prospetto²²⁶.

La natura extracontrattuale di tale responsabilità era l'opinione prevalente sotto il vigore dell'abrogato Codice Civile, in quanto si riteneva che, in assenza di un'espressa disposizione in tema di responsabilità precontrattuale, fosse applicabile alla slealtà in contraendo la normativa dell'illecito, cioè l'art. 1151 dell'abrogato Codice Civile, la cui ampia formula permetteva di includervi anche le ipotesi di illecito precontrattuale. Nonostante l'entrata in vigore, nel 1942, del nuovo Codice

²²⁶ Cfr. Ferrarini G., "La responsabilità da prospetto", in Quaderni di giurisprudenza commerciale, n. 78, Milano, 1986, pagg. 120 e ss..

²²⁵ Per un'analisi della responsabilità da prospetto prima della Direttiva 2003/71/CE si veda Perrone A., "Informazione al mercato e tutele dell'investitore", Giuffrè, Milano, 2003.

Civile, la responsabilità precontrattuale, positivamente disciplinata dagli artt. 1337 e 1338 c.c., viene ancor'oggi ricondotta, anche dalla giurisprudenza²²⁷, nell'alveo della dimensione extracontrattuale ex art. 2043 c.c., in quanto definita, di regola, come responsabilità per lesione della libertà negoziale. Essa, dunque, non tutela l'interesse all'adempimento, tipico della sfera contrattuale, bensì il solo interesse del soggetto a non essere coinvolto in trattative inutili, a non stipulare contratti invalidi o inefficaci, a non subire limitazioni o inganni in ordine ad atti negoziali.

La stessa giurisprudenza di legittimità²²⁸ ha da tempo riconosciuto all'art. 1337 c.c. il rango di principio generale, in forza del quale le parti hanno l'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto. Di tale principio generale l'art. 1338 c.c. costituisce una specificazione, in quanto stabilisce la responsabilità della parte che, conoscendo o dovendo conoscere l'esistenza di una causa di invalidità del contratto, non ne ha informato l'altra parte. In tal caso il responsabile è tenuto a risarcire il danno che la controparte ha subito, ritenendo, senza colpa, che il contratto fosse valido.

Tuttavia, si è osservato che questa interpretazione non coglie l'intera essenza della responsabilità precontrattuale come delineata dalle norme del codice e dagli orientamenti giurisprudenziali. Infatti nella dinamica fase delle trattative le parti hanno l'obbligo di comportarsi non solo secondo buona fede, ma anche con diligenza, in forza dell'art. 1176 c.c.. La responsabilità precontrattuale, pertanto, rintraccia il suo fondamento, oltre che nella mancanza di buona fede, anche nella colpa o nel dolo conseguente a negligenza, secondo la regola generale della responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c.. In conclusione, l'ordinamento sanziona la responsabilità per lesione dell'altrui libertà negoziale provocata da un comportamento doloso o colposo, ovvero a causa dell'inosservanza del precetto della buona fede.

Tornando alla responsabilità da prospetto, si sono dunque contrapposte in letteratura due tesi. Parte della dottrina affermava la natura contrattuale della responsabilità da prospetto sottolineando che il dovere di comportarsi secondo buona fede è sancito

_

²²⁷ In tal senso si veda, ex plurimis, Cass. SS.UU., Sentenza n. 9645 del 16 luglio 2001.

²²⁸ Cfr. Cass. Civ., Sentenza del 28 gennaio 1972, n. 199, Italtelecine S.r.l. c. Cineriz, in Giur. it., 1972 I, 1, c. 1316 e ss.; Cass. Civ., Sentenza del 7 agosto 1974, n. 2385, Sepe c. Barra, in Mass. Foro It., 1974.

dagli artt. 1337 e 1338 c.c. come obbligo inter partes, in quanto imposto a una o più determinate persone, intesa quale parte, nei confronti di un'altra o di altre determinate persone, intesa quale controparte. La violazione di un simile obbligo, pertanto, si configurerebbe come violazione di un'obbligazione relativa, rispondente ai requisiti di cui all'art. 1174 c.c., costituisce un rapporto di obbligazione, che poi si specificherebbe ulteriormente in obblighi di informazione, custodia e segreto²²⁹. In sostanza, l'art. 1337 c.c. estenderebbe la buona fede contrattuale alla fase delle trattative, riconoscendo medesima natura alla responsabilità per violazione del dovere di buona fede, si ricolleghi esso indifferentemente al rapporto antecedente o successivo la conclusione del contratto²³⁰.

L'opposto orientamento dottrinale replicava contestando che il rapporto precontrattuale fosse un rapporto obbligatorio tra soggetti determinati, ritenendo insufficiente, per affermare ciò, la sola considerazione che l'obbligo di buona fede andasse rispettato dai contraenti. Si sosteneva, infatti, che tutti i doveri generici della vita di relazione costituissero comportamenti doverosi nei confronti della collettività, senza che ciò comportasse la costituzione di altrettanti rapporti obbligatori²³¹.

In particolare tale orientamento affermava che l'obbligo di comportarsi secondo buona fede nella fase precontrattuale fosse posto a carico della collettività, e non solo di soggetti determinati, con il precipuo scopo di tutelare interessi della vita di relazione suscettibili di essere lesi anche solo nei c.d. "contatti sociali". L'interesse alla libertà negoziale rileva non in chiave contrattuale, ma principalmente quale interesse della vita di relazione, inquadrandosi per questo nell'ambito della responsabilità extracontrattuale²³².

La scelta dell'uno o dell'altro orientamento influiva anche sotto molteplici profili applicativi della disciplina, determinando regimi divergenti, tra l'altro, per l'onere della prova, l'entità dei danni risarcibili ed il termine di prescrizione dell'azione risarcitoria. A ciò si aggiunga la problematica del soggetto terzo rispetto alle parti del contratto, che avesse in qualche modo concorso alla formazione del contratto stesso.

²²⁹ In tal senso, tra gli altri, Mengoni L., "Sulla natura della responsabilità precontrattuale", in Rivista di Diritto Commerciale, 1956, II, pagg. 360 e ss., nonché Borgioli A., "La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare", in Riv. soc., 1983, pagg. 326 e ss.. ²³⁰ Cfr. Ferrarini G., Milano, 1986, op. cit., pagg. 51 e ss..

²³¹ In particolare cfr. Sacco R., "Il contratto", in Tratt. Dir. civ. it. diretto da Vassalli F., Torino, 1975, pag. 676; Bianca C.M., "Diritto civile", 3, Il contratto, Milano, 1984, pagg. 161 e ss... ²³² Cfr. Sacco R., Torino 1975, op. cit., pag. 677.

Si pensi, ad esempio, agli istituti di credito, alle SIM, che molto spesso forniscono consulenza agli emittenti sia nella fase di predisposizione della sollecitazione all'investimento che nella fase di collocamento dei titoli emessi. Se si accogliesse la tesi della responsabilità extracontrattuale, si dovrebbe giocoforza negare la configurabilità di una responsabilità precontrattuale in capo a soggetti diversi dall'emittente. Se invece si riconducesse la responsabilità nell'alveo contrattuale, se ne dovrebbe concludere che il dovere precontrattuale di buona fede possa gravare anche sul terzo²³³.

Già dopo l'approvazione della Legge n. 216 del 1974²³⁴, dottrina e giurisprudenza si sono a più riprese pronunciate sul problema della configurabilità di profili di responsabilità in capo ad emittenti e collocatori a causa di informazioni false o errate inserite in un prospetto informativo, oscillando peraltro anche sull'inquadramento nell'ambito contrattuale piuttosto che extracontrattuale.

Unico punto fermo era costituito dalla convinzione, per dottrina e giurisprudenza prevalenti, che, in base ai principi generali, a carico di chi aveva predisposto il prospetto sorgesse una responsabilità precontrattuale ex art. 1337 c.c.²³⁵.

In seguito all'emanazione del TUF nel 1998, l'art. 94 non ha apportato alcuna rilevante novità in merito ai profili di responsabilità, permettendo così alla dottrina di continuare a far riferimento alle categorie generali della responsabilità contrattuale ed extracontrattuale²³⁶.

La giurisprudenza prevalente si è sempre in proposito espressa per una qualificazione della responsabilità precontrattuale come responsabilità aquiliana, con la sola

²³³ Cfr. Ferrarini G., Milano, 1986, op. cit., pagg. 52 e 67.

Legge 7 giugno 1974, n. 216, intitolata "Conversione in legge, con modificazioni, del decretolegge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari". Già l'art. 18 di tale legge prevedeva che «ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Consob»;

In proposito, la Corte di Cassazione, sino al 1978, ha ritenuto che, malgrado la presenza nel documento informativo di dati inesatti o, addirittura, dolosamente falsi, la circostanza non rappresentasse un elemento determinante nel processo volitivo dell'investitore, cfr. Cass. Civ., Sentenza del 22 giugno 1978, in Giur. Comm., 1979, 631. Tale orientamento è stato tuttavia contestato dalla dottrina che ha osservato come l'investitore non disponga delle cognizioni tecniche adeguate a valutare i dati del prospetto, con la conseguenza che l'opera dell'intermediario si presenta decisiva nell'induzione all'acquisto di valori mobiliari, cfr. Ferrarini G., Milano, 1986, op. cit., pag. 126.

²³⁶ Cfr. Coppa D., "La responsabilità da prospetto", in Commentario al testo Unico della intermediazione finanziaria, Rabitti-Bedogni (a cura di), estratto per gli studenti, Milano, 1999, pag. 353.

importante eccezione della magistratura milanese, di primo e secondo grado, che, alla fine degli anni ottanta, ha ritenuto di configurare la diffusione di un prospetto contenente informazione manipolate e false quale fattispecie integrante gli estremi della responsabilità precontrattuale, avente natura contrattuale²³⁷.

Pertanto, il quadro delineato in merito alla responsabilità da sollecitazione all'investimento ex art. 94 del TUF prevede che ogni omissione, infedeltà o falsità contenuta nel prospetto sia immediatamente e direttamente imputabile all'emittente che abbia curato la pubblicazione del prospetto, in quanto responsabile ex art. 1337 c.c. qualora abbia agito con dolo o colpa.

Ben più complessa, invece, la soluzione nel caso in cui la redazione e pubblicazione del prospetto informativo sia stata eseguita da un soggetto, c.d. collocatore, diverso dall'emittente, anche in ragione del silenzio del legislatore in proposito²³⁸. In tal caso, infatti, il collocatore predispone il prospetto sulla base delle informazioni fornite dall'emittente, per cui un'eventuale responsabilità che nasca da tali fattispecie potrà essere caratterizzata da solidarietà tra emittente e collocatore laddove l'inesattezza, l'incompletezza o la falsità di quanto inserito nel prospetto poteva e, dunque, doveva essere rilevata dal soggetto che ha predisposto lo stesso, in forza del dovere di adempimento del proprio incarico con diligenza, correttezza e professionalità, nel rispetto della "need of protection"²³⁹. In caso contrario l'unico soggetto responsabile nella fase precontrattuale sarebbe stato l'emittente, senza che si realizzasse un concorso di cause nella produzione dell'evento lesivo con conseguente responsabilità solidale a carico di tutti coloro che, con dolo o colpa, avessero cagionato un danno ingiusto²⁴⁰.

_

²³⁷ Cfr. Amato P., "La responsabilità da prospetto informativo", in Magistra, Banca e Finanza -

²³⁹ Cfr. Cesarini F., "L'intermediazione nel mercato delle nuove emissioni", in A.A.V.V., Il mercato mobiliare, Atti del Convegno di Venezia, Milano, 1982, pagg. 413 e ss..

www.magistra.it - ISSN: 2039-7410, 2 luglio 2001, nota n. 24.

Silenzio invece rotto in occasione del vigente Art. 94 del TUF, che al comma 8 prevede specificatamente che «L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.»

²⁴⁰ In proposito la giurisprudenza di merito ha sostenuto che «è responsabile il terzo che intervenendo in trattative altrui influisce dannosamente sull'esercizio dell'autonomia contrattuale di una delle parti attraverso una falsa rappresentazione dei presupposti in considerazione dei quali la volontà contrattuale si viene formando: di conseguenza, l'intermediario che partecipi ad un consorzio di

Inoltre, per quanto attiene il danno risarcibile, vertendo in materia di responsabilità precontrattuale, il danno è limitato al solo interesse negativo²⁴¹ e la pretesa risarcitoria viene fatta valere in ragione dell'inadempimento degli obblighi di informazione, ritenendo che, se l'investitore fosse stato adeguatamente informato, non avrebbe acquistato, in tutto o in parte, gli strumenti finanziari in questione o li avrebbe acquistati ad un prezzo inferiore. Il risarcimento, pertanto, dovrà in primo luogo coprire il danno emergente subito dall'investitore in termini di perdita, totale o parziale, del capitale investito, nonché dei costi accessori all'operazione. In secondo luogo si dovrà risarcire il lucro cessante, identificato però non dall'utilità che l'investitore avrebbe conseguito se l'affare avesse avuto l'andamento ipotizzato dal prospetto, ma dall'utilità che l'investitore avrebbe ricavato, se avesse potuto stipulare affari alternativi rispetto a quello che, invece, è stato artatamente indotto a concludere²⁴².

Concludendo l'analisi della tutela per responsabilità da prospetto, occorre precisare che l'ambito dell'art. 1337 c.c., pur ampio, non costituisce il cardine esclusivo della tutela civilistica degli investitori lesi da prospetti contenenti informazioni non veritiere, residuando spazi per i quali si configura la possibilità di una tutela sul piano extracontrattuale.

In proposito l'art. 2043 c.c. consente, infatti, di raggiungere risultati non dissimili da quelli conseguiti attraverso l'analisi della responsabilità precontrattuale da prospetto, permettendo di coprire, in larga parte, quegli spazi di tutela rimasti esclusi dalla sfera

collocamento di valori mobiliari è responsabile delle inesattezze e dei vizi del prospetto relativo all'offerta, salvo che dimostri che neppure una revisione attenta e professionale dei dati e delle notizie trasmesse avrebbe potuto evidenziare i vizi del documento informativo». In tal senso, Trib. Trieste, 13 luglio 1994, Soc. Surfrigo Nord – Soc. Friulia, in Società, 1995, pag. 539, con nota di Gambogi, nonché in Banca, Borsa e Titoli di credito, 1988, pag. 532.

²⁴¹ Si veda, ex plurimis, Cassazione, Sez. I Civ., Sentenza del 13 ottobre 2005, n. 19883, per la quale in materia di responsabilità precontrattuale il pregiudizio risarcibile è circoscritto nei limiti dello stretto interesse negativo, contrapposto all'interesse all'adempimento, rappresentato sia dalle spese inutilmente sopportate nel corso delle trattative in vista della conclusione del contratto, sia della perdita di ulteriori occasioni per la stipulazione con altri di un contratto altrettanto o maggiormente vantaggioso, e dunque non comprende, in particolare, il lucro cessante risarcibile, se il contratto non fosse stato poi adempiuto o fosse stato risolto per colpa della controparte. Inoltre sia la perdita dei guadagni che sarebbero conseguiti da altre occasioni contrattuali, sia la relativa valutazione comparativa devono essere sorrette da adeguate deduzioni probatorie della parte che si assume danneggiata, e non possono basarsi sulla semplice considerazione della sua qualità imprenditoriale, né può senz'altro farsi luogo alla liquidazione equitativa da parte del giudice, ai sensi dell'art. 1226 C.C., subordinata, anche nella materia della responsabilità precontrattuale, all'impossibilità o alla rilevante difficoltà, in concreto, dell'esatta quantificazione di un pregiudizio comunque certo nella sua esistenza.

²⁴² Cfr. Ferrarini G., Milano, 1986, op. cit., pagg. 127 e 128.

dell'art.1337 c.c.. L'art. 2043 c.c., infatti, non è una norma tassativa, facendo riferimento ad un elenco aperto degli illeciti e permettendo, così, di aggiungere altre fattispecie a quelle espressamente previste in norme specifiche. Il requisito dell'ingiustizia, in particolare, menzionato in tale articolo, non va collegato necessariamente alla violazione di un diritto soggettivo²⁴³ o al compimento di atti dannosi compiuti in violazione di doveri risultanti da norme di legge. L'art. 2043 c.c. rappresenta, infatti, una norma primaria, essa stessa fonte di doveri giuridici, derivandone un sistema improntato a criteri di atipicità, spettando, dunque, all'interprete il compimento dell'opera di concretizzazione della clausola generale dell'ingiustizia, al fine di estrapolare le singole figure di illecito civile²⁴⁴.

Nel caso di specie l'ingiustizia, quale presupposto di una particolare figura di illecito, si concretizzerebbe nella lesione dell'interesse dei risparmiatori ad un'informazione veritiera e completa sui titoli oggetto delle loro intenzioni d'investimento.

A tal proposito è intervenuta, da ultimo, la Cassazione, che, con la sentenza dell'11 giugno 2010, n. 14056, ha ribaltato il precedente indirizzo, sostenendo che la responsabilità da prospetto va configurato come extracontrattuale. La Suprema Corte in tale pronuncia sostiene che «il richiamo alla disciplina della responsabilità precontrattuale di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. (ancorchè tradizionalmente anch'essa ricondotta dalla giurisprudenza - ma non da tutta la dottrina - al più ampio genus della responsabilità extracontrattuale) sia scarsamente utile in casi come quello in esame». Infatti mentre «la disciplina tracciata dai due suaccennati articoli del codice, infatti, appare manifestamente collegata a situazioni in cui sia configurabile una trattativa destinata alla conclusione del contratto tra due o più parti», la stessa fattispecie non è rintracciabile nel caso di offerta pubblica di acquisto, vendita o scambio di strumenti finanziari. La Cassazione precisa, infatti, che in tal caso «nessuna trattativa è concepibile e l'aderente all'offerta è in grado di determinare la propria scelta contrattuale non già sulla base di un'interlocuzione diretta con la controparte, bensì unicamente alla luce delle informazioni reperibili sul mercato. Ragion per cui la disciplina di settore (pur attraverso i mutamenti normativi intervenuti nel tempo), già all'epoca dei fatti di causa (quando era ancora vigente la

_

²⁴⁴ Cfr. Ferrarini G., Milano, 1986, op. cit., pag. 144.

²⁴³ In senso contrario si veda Schlesinger P., "L'"ingiustizia" del danno nell'illecito civile", in Jus, 1960, pagg. 738 e ss..

L. n. 216 del 1974, art. 18, come modificato dalla L. n. 77 del 1983, art. 12), poneva a carico dell'offerente l'obbligo di predisporre un prospetto informativo redatto secondo criteri ben determinati, soggetto a controllo da parte dell'autorità di vigilanza e destinato appunto a consentire al pubblico di compiere le proprie scelte d'investimento o disinvestimento in maniera consapevole.»

Così argomentando, il giudice di legittimità conclude precisando che la responsabilità da prospetto è «da ricondurre nel quadro dei principi generali della responsabilità extracontrattuale, piuttosto che in quello più limitato della disciplina codicistica della responsabilità precontrattuale». «Donde la conseguenza - condivisa da autorevole dottrina e coerente anche con i principi attestati in ambito europeo (si veda l'art. 2301 c.c., comma 2, dei Principles of European Contract Law) - secondo cui la violazione del dovere di comportarsi secondo buona fede nella fase anteriore alla conclusione di un qualsiasi rapporto contrattuale espone all'obbligo di risarcire i danni a prescindere dal fatto che il contratto sia poi stato concluso o meno e che la violazione del dovere di buona fede possa o meno aver inciso sulla validità stessa del contratto (cfr. Cass. n. 3773 del 2009, Cass. n. 19024 del 2005 e Sez. un. n. 26724 del 2007)».

Finora l'analisi si è soffermata e concentrata sulla fattispecie di pubblicazione di un prospetto contenente informazioni false, incomplete e fuorvianti, tali da suscitare negli investitori e nel mercato una falsa rappresentazione della situazione dell'emittente e ledere il principio generale alla trasparenza e correttezza delle informazioni circolanti sul mercato.

Tuttavia occorre interrogarsi sulle conseguenze di un'omessa pubblicazione del prospetto, laddove il dettato del previgente art. 94 del TUF fosse completamente disatteso, come nel caso di "offerta al pubblico indiretta" che si analizzerà in seguito.

3.1 – L'OMESSA PUBBLICAZIONE DEL PROSPETTO

Dalla responsabilità per prospetto contenente informazioni false o incomplete va, dunque, nettamente distinta la diversa fattispecie di omessa pubblicazione del prospetto.

L'analisi di questa seconda fattispecie non può non iniziare dal dettato del previgente art. 94 del TUF, che al 1° comma stabiliva: «Coloro che intendono effettuare una

_

 ²⁴⁵ Citazioni estrapolate da Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sentenza dell'11 giugno 2010, n. 14056
 Pres. Adamo – Rel. Rordorf, fonte www.ilcaso.it.

sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione». Tale norma va qualificata senz'altro come imperativa, in quanto imponeva la comunicazione e, dopo l'approvazione della Consob, la pubblicazione del prospetto informativo, affinché si potesse procedere alla sollecitazione all'investimento²⁴⁶.

A supporto di questa ricostruzione, si consideri il successivo art. 100 del TUF, che elenca i casi in cui il prospetto informativo può essere omesso. Secondo tale norma, nel momento in cui fosse venuto a mancare un interesse generale di tutela del mercato, vuoi perché la sollecitazione si rivolgeva a pochi soggetti, vuoi perché coinvolgeva un importo relativamente basso di capitali, l'operazione era esentata dalla pubblicazione del prospetto. L'art. 100 del TUF, dunque, conferma indirettamente la natura imperativa del 1° comma dell'art. 94, in quanto posto a tutela non solo dell'interesse degli investitori, ma anche e soprattutto della trasparenza e correttezza del mercato²⁴⁷.

Pertanto, laddove un contratto di compravendita di titoli, concluso nell'ambito di una sollecitazione all'investimento priva di prospetto informativo in violazione dell'art. 94 del TUF, ne sarebbe conseguita la nullità assoluta di carattere codicistico.

Tale ricostruzione, infatti, comporterebbe l'applicazione dell'art. 1418, co. 2, c.c., per il quale un contratto è nullo laddove vi sia «la mancanza nell'oggetto dei requisiti stabiliti dall'articolo 1346». Nel caso in commento l'oggetto del contratto, vale a dire il prodotto finanziario, non è lecito in quanto l'art. 94 vieta una sollecitazione all'investimento priva del prospetto informativo a tutela di interessi generali.

Questa ricostruzione trova conforto anche nella Sentenza delle Sezioni Unite di Cassazione, n. 26724 del 19 dicembre 2007, la quale delinea il profilo delle nullità ex art. 1418 c.c. in ragione della distinzione tra regole di validità e di comportamento.

mobiliari>>.

²⁴⁶ Si veda in proposito anche quanto affermato nel Bollettino Economico della Banca d'Italia n. 41 del Novembre 2003, Note, pag. 16, per la quale «In relazione alla possibile vendita di eurobbligazioni a investitori privati, in Italia l'assenza del prospetto informativo previsto per le offerte pubbliche impedisce alle banche, sia a quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia a quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori

²⁴⁷ Cfr. Bertolini A., "Negoziazione degli strumenti finanziari in grey market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento", in Responsabilità civile e Previdenza, n. 10, 2008, pagg. 2093-2094.

In tale pronuncia si precisa che solo le norme imperative, che attengono direttamente al contratto ed ai suoi elementi, come individuati dal 2° comma dell'art. 1418, provocano la nullità, anche "virtuale", del contratto. Nel caso in commento l'omessa pubblicazione del prospetto rende illecito l'oggetto del contratto di compravendita di prodotti finanziari nell'ambito di una sollecitazione all'investimento. Tale operazione, infatti, collocando prodotti finanziari privi di prospetto informativo, sarebbe contraria alla norma imperativa dettata dal 1° comma dell'art. 94 del TUF. In senso conforme si è espressa giurisprudenza minoritaria²⁴⁸, secondo la quale l'omessa pubblicazione del prospetto informativo comporterebbe la nullità ex art. 1418 c.c., in quanto l'art. 94 del TUF, che obbliga alla pubblicazione ed autorizzazione da parte della Consob del prospetto informativo, integra gli estremi di una norma imperativa posta a tutela di un interesse generale, quale l'integrità, trasparenza e regolarità dei mercati, riprendendo un consolidato orientamento di legittimità²⁴⁹.

Va sottolineata la differenza di tale fattispecie con il caso di un prospetto contenente informazioni false, incomplete o infedeli, a cui consegue invece una responsabilità, precontrattuale o extracontrattuale a seconda dell'orientamento che si accetta, con conseguente risarcimento del danno.

In quest'ultimo caso, infatti, la norma imperativa di cui al 1° comma dell'art. 94 del TUF non viene violata, in quanto formalmente un prospetto, seppur infedele, viene comunicato alla Consob, approvato e pubblicato. Inoltre l'applicazione del rimedio

_

²⁴⁸ Cfr. Tribunale di Milano, Sentenza del 20 marzo 2006, in Danno e Responsabilità, 2006, pagg. 876 ss., con nota di Sangiovanni V., sentenza nella quale si afferma: «Le sentenze emesse hanno tuttavia riguardato le sole violazioni degli obblighi di informazione (sul prodotto finanziario, sulla esistenza di ipotesi di conflitto di interessi, ovvero sulla non adeguatezza dell'operazione) e non già ipotesi di violazione delle regole che presiedono (a monte) la distribuzione dei titoli sul mercato, relativamente alle quali, in considerazione dei più generali interessi sottesi, la sanzione della nullità ex art. 1418 c.c. - per contrarietà all'ordine pubblico economico - appare più appropriata. Ed invero, le considerazioni concernenti la cd. "offerta indiretta" in limine effettuate ben possono fondare una declaratoria di nullità dei contratti per violazione del superiore principio di tutela della integrità dei mercati, oltreché per la prospettabilità di una ipotesi di negozio in frode alla legge.»

Cfr. Cass. SS.UU., Sentenza del 2 giugno 1984, n. 3357; Cass., Sentenza del 22 giugno 1990, n. 6336; Cass., Sentenza del 7 settembre 1992, n. 10260; Cass., Sentenza del 17 gennaio 1996, n. 365; Cass., Sentenza del 10 maggio 2005, n. 9767; Cass. Sentenza del 19 settembre 2006, n. 20261. In tutte queste sentenze la Suprema Corte ha ritenuto affetto da nullità insanabile per contrasto con una norma imperativa di legge, ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c., l'atto assunto in mancanza di autorizzazione prevista da una norma imperativa posta a tutela di un interesse generale, anche con particolare riferimento alla regolarità dei mercati e alla stabilità del sistema finanziario, v. anche Cass. Sentenze del 15 marzo 2001, n. 3753 e del 5 aprile 2001, n. 5052.

risarcitorio, oltre che affermato da unanime giurisprudenza e dottrina²⁵⁰, appare testualmente confermato dal 2° comma dello stesso art. 94²⁵¹, che esplicitamente riconnette le informazioni contenute nel prospetto ad una finalità di corretta formazione della volontà contrattuale da parte dell'investitore, evidenziandone più il rapporto diretto tra emittente ed investitore rispetto alla tutela del mercato nel suo complesso.

In conclusione, secondo la ricostruzione prospettata, il previgente art. 94, co. 1, del TUF costituiva una norma imperativa di validità, per la quale all'omessa pubblicazione del prospetto sarebbe conseguita la nullità ex art. 1418, co. 2, c.c. delle compravendite di titoli costituenti il collocamento sul mercato primario. Tutela diversa, invece, era prevista nel caso di prospetto infedele. Il risarcimento del danno era considerato dal legislatore sufficiente a tutelare solo quegli investitori che erano stati danneggiati dalle false o incomplete informazioni inserite nel prospetto informativo.

4 – LA CRISI DEL RISPARMIO

Nonostante a prima vista apparisse di facile interpretazione, la disciplina della sollecitazione all'investimento ha creato, nella concreta applicazione, non poche difficoltà sia ai tribunali che alla stessa Consob.

L'occasione, per la quale le istituzioni giurisdizionali ed amministrative si sono dovute interrogare sull'effettiva rispondenza alla "need of protection" della normativa dettata dagli artt. 94-101 del TUF, si è presentata allorquando sul mercato si è diffusa la cosiddetta pratica dell'"offerta pubblica indiretta"²⁵².

In particolare le società italiane, che intendevano reperire capitali sul mercato mobiliare italiano, procedendo ad una sollecitazione all'investimento, non solo dovevano sostenere tempi e costi della pubblicazione di un prospetto informativo ex art. 94 del TUF, ma erano limitate, ex art. 2412 c.c., ad emettere titoli obbligazionari

Si rinvia a quanto sopra argomentato, richiamando qui ex plurimis Cassazione, sentenza dell'11 giugno 2010, n. 14056.

Definizione proposta per la prima volta in giurisprudenza dal Tribunale di Milano, Sentenza del 20 marzo 2006, n. 3575, in www.ilcaso.it.

²⁵¹ Cfr. Art. 94, co. 2, del TUF: «Il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti».

in misura pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili documentate nell'ultimo bilancio approvato.

Per ovviare ad entrambi i problemi, società multinazionali come, tra le altre, la Parmalat, la Cirio e la Finmeccanica, hanno in una prima fase strutturato operazioni di c.d. "private placement", consistenti nella creazione di società estere, in particolare di diritto lussemburghese²⁵³, che servivano per eludere il limite di emissioni obbligazionarie ex art. 2412 c.c., potendo sfruttare al contempo sia la meno stringente normativa societaria e finanziaria del paese estero, che la normativa europea del reciproco riconoscimento nel settore finanziario²⁵⁴. Queste società estere "veicolo", spesso denominate in modo assai simile alla controllante italiana, ad es. Parmalat Finance BV, per trarre in inganno gli investitori retail sulla solidità del prodotto, emettevano obbligazioni, garantite dalla controllante italiana²⁵⁵.

Nello specifico la società veicolo estera poteva emettere grandi quantità di titoli obbligazionari, non essendo vincolata dal requisito patrimoniale ex art. 2412 c.c., titoli che al momento del lancio, nella fase del c.d. mercato "primario"²⁵⁶, venivano solitamente acquistati da investitori istituzionali, in particolare intermediari finanziari appartenenti al consorzio di collocamento, istituito per ciascuna emissione.

Nella seconda fase dell'operazione di c.d. "offerta pubblica indiretta" i titoli venivano ceduti ad istituiti bancari operanti in Italia, che erano in grado, grazie alla capillarità delle proprie strutture territoriali, di proporre e rivendere questi titoli esteri, camuffati da obbligazioni nazionali, al pubblico degli investitori retail²⁵⁷.

_

²⁵⁴ Si parla in dottrina di operazioni di "shopping" normativo, cfr. Palmieri M., "I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni", in Giur. Comm., 2006, I, pag. 293.

²⁵³ Per approfondire la questione della legge applicabile alle emissioni di obbligazioni si veda Carbone S.M., "Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere", in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, pagg. 419 e ss.; nonché Sangiovanni V., "Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario", in Le Società, 2007, pagg. 547 e ss.

all'emissione di obbligazioni", in Giur. Comm., 2006, I, pag. 293.

255 Per un'approfondita e completa descrizione della prassi si veda Banca d'Italia, "Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane", in Bollettino Economico n. 41 del Novembre 2003; in dottrina Picardi L., "Vendita alla clientela privata di eurobbligazioni collocate presso investitori professionali", in Giur. Comm., 2006, II, pagg. 709 e ss..

256 Il mercato "primario", inteso quale insieme delle operazioni di acquisto dei prodotti finanziari di

²³⁶ Il mercato "primario", inteso quale insieme delle operazioni di acquisto dei prodotti finanziari di nuova emissione, si distingue dal mercato "secondario", consistente nelle successive rivendite di titoli finanziari già emessi e collocati. In proposito si veda la Comunicazione Consob n. 97006042/97.

²⁵⁷ Per una dettagliata e completa descrizione dei diversi meccanismi di collocamento su mercato primario e rivendita su quello secondario si rinvia a Greco G.L., "La vendita dei corporate bond tra giurisprudenza e riforma del risparmio", in "Dir. banca e mercati fin.", 2006, pagg. 421 e ss., nonché Scorza, "I consorzi bancari di collocamento titoli", in Portale (a cura di), "Le operazioni bancarie", II, Milano, 1978, pagg. 1127 e ss..

Con tale procedimento i risparmiatori, clienti degli intermediari compiacenti, venivano indotti all'acquisto di obbligazioni, emesse da una società estera con capitale esiguo, denominate in modo da indurre in errore il cliente sul reale soggetto emittente, le cui probabilità di rimborso erano minime già al momento del loro collocamento sul mercato primario.

Così strutturata, l'operazione di "offerta pubblica indiretta", dunque, era formalmente esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, in quanto la sollecitazione ed il successivo collocamento erano destinati solo ad investitori professionali ex art. 100, co. 1, lett. a), c.d. private placement. In realtà tale prassi era finalizzata ad eludere da un lato il limite alle emissioni obbligazionarie vigente nel nostro ordinamento, dall'altro la stessa "need of protection", dal momento che, sin da principio, queste sollecitazioni all'investimento erano destinate alla rivendita, sul mercato secondario, ad investitori retail, non professionali, a quel punto privi delle necessarie informazioni per "pervenire ad un fondato giudizio" sull'investimento.

Questa prassi di evidente aggiramento ed elusione della normativa di tutela dei mercati e del risparmio, prevista dall'art. 94 del TUF, ha di fatto permesso che i portafogli dei risparmiatori fossero invasi da strumenti finanziari, dopo poco rivelatisi titoli "spazzatura", c.d. "junk bonds". Questa possibilità di sovra indebitamento in frode alla legge ha consentito ai manager degli emittenti di reperire sul mercato ingenti capitali di debito, destinati ad operazioni speculative, molto rischiose e spesso improduttive, che hanno condotto ai crack finanziari degli ultimi anni.

In forza di tale ricostruzione si può facilmente comprendere come le cause della crisi del mercato finanziario e del risparmio vadano rintracciate da un lato nella mancanza di controllo stringente sulla gestione degli intermediari del settore e dall'altro nel vuoto normativo che ha consentito di attuare la prassi fraudolenta dell'"offerta pubblica indiretta".

Prescindendo qui da considerazioni di carattere sociale, tale fenomeno ha costretto i soggetti istituzionali coinvolti, tribunali e Consob in primo luogo, ad analizzare approfonditamente la liceità delle operazioni di "offerta pubblica indiretta" così strutturate. Per far ciò si è dovuto procedere a dirimere i punti critici in merito

all'interpretazione degli elementi fondamentali inseriti nella disciplina di cui agli artt. 94-101 del TUF, prima delle riforme intervenute negli ultimi anni, che hanno provveduto a ridisegnare il quadro normativo.

In particolare dottrina, giurisprudenza e le stesse Autorità di vigilanza si sono dovute impegnare e confrontare al fine di stabilire se la prassi sopra descritta fosse in qualche modo riconducibile alla fattispecie di sollecitazione all'investimento ex art. 94 del TUF, costituendo un'applicazione fraudolenta ed illecita dell'esenzione ex art. 100, co. 1, lett a) dello stesso TUF. Per far ciò è stato preliminarmente necessario analizzare nel dettaglio la fattispecie di sollecitazione all'investimento, come definita dal previgente art. 1, co.1, lett t) del TUF.

4.1 – OFFERTA PUBBLICA INDIRETTA E SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO

Partendo dalla fattispecie delineata dal legislatore, la previgente normativa²⁵⁸ definiva "sollecitazione all'investimento" «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolto al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari».

La dottrina²⁵⁹ da subito aveva sottolineato come lo scopo dell'elencazione dei tre distinti modi, con cui si poteva attuare in concreto la sollecitazione, fosse di evitare possibili aree di elusione all'applicazione della relativa disciplina. Il legislatore si era infatti preoccupato di descrivere le modalità sia attive, "ogni offerta" e "messaggio promozionale", che passive, "invito ad offrire", dalle quali si potesse rinvenire la fattispecie di sollecitazione all'investimento²⁶⁰. In sostanza si tratta di ogni forma di contatto con il pubblico degli investitori finalizzata specificatamente a far sottoscrivere o acquistare, da parte di questi ultimi, prodotti finanziari²⁶¹.

Rilevante per la dottrina risulta anche la finalità di vendere o far sottoscrivere prodotti finanziari che deve necessariamente esser sottesa al contatto che caratterizza la sollecitazione. Ciò spiega perché non si rintraccerebbe una sollecitazione all'investimento qualora nel contatto con il pubblico non fossero rinvenibili

²⁵⁸ Cfr. TUF, D. Lgs. n. 58 del 1998, Art. 1, co. 1, lett. t).

²⁵⁹ Si veda ex plurimis Salanitro N., "Società per azioni e mercati finanziari", Milano, 2008, pagg. 88 e ss.; nonché Assonime, Circolare n. 10/2001, "La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime", in Riv. Soc. 2001, pag. 216.

²⁶⁰ Oggi il legislatore, nel vigente art. 1, co. 1, lett. t) del TUF, adotta il termine onnicomprensivo di "comunicazione" nella definizione del concetto di "offerta al pubblico di prodotti finanziari" che ha sostituito la fattispecie di "sollecitazione all'investimento".

²⁶¹ Cfr. Annunziata F., "La disciplina del mercato mobiliare", Torino, 2008, pagg. 322 e ss..

sufficienti informazioni, come quei messaggi pubblicitari privi dei caratteri di specificità minimi richiesti dalla norma²⁶².

Infine è opportuno soffermare l'attenzione sul concetto di "pubblico" inserito nella fattispecie di cui al previgente art. 1, co. 1, lett t), del TUF²⁶³. La Consob aveva indirettamente delineato i limiti del concetto di pubblico, definendo ulteriori casi di inapplicabilità della disciplina sulla sollecitazione all'investimento, in forza della delega prevista ex art. 100, co. 2, del TUF. In tema l'art. 33 del previgente Regolamento Consob n. 11971 del 1999, c.d. Regolamento Emittenti, esentava dall'obbligo di pubblicare il prospetto nel caso in cui, tra gli altri, quando la sollecitazione era rivolta ad un numero di persone non superiore a duecento, implicitamente definendo così il concetto di "pubblico" come insieme di persone in numero superiore a duecento.

Alcune pronunce giurisprudenziali hanno tentato di delineare il concetto di "pubblico" più dettagliatamente di quanto non avesse fatto il legislatore. In particolare il Tribunale di Milano ha criticato l'orientamento "formalistico" della Consob secondo il quale una sollecitazione è da considerarsi "rivolta al pubblico" quando i termini del contatto sono standardizzati e destinati "ad incertam personam"²⁶⁴.

La corte milanese, infatti, propone un orientamento "sostanzialistico", in base al quale sia da considerarsi comunque "pubblica" un'offerta destinata ab origine ad un numero non determinato o determinabile di persone. Il caso di inapplicabilità di duecento persone, previsto a livello regolamentare, costituirebbe dunque solo una deroga alla norma generale, senza modificarne la fattispecie tipo. Peraltro la destinazione ad incertam personam viene unanimemente rintracciata nella circostanza che la proposta contrattuale della sollecitazione sia standardizzata²⁶⁵.

²⁶³ Il vigente art. 1, co. 1, lett. t) del TUF utilizza il termine "persone".

²⁶² In tal senso si veda ancora Annunziata F., Torino, 2008, op. cit., pagg. 322 e ss..

²⁶⁴ Tale prospettazione è contenuta nella Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997, laddove si afferma: «E' peraltro evidente che ove nel ristretto lasso di tempo di cui al quesito codesta banca procedesse alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate, e quindi dall'effettuazione di transazioni non "negoziate" con i clienti, allora l'operazione presenterebbe i connotati dell'offerta al pubblico.»

²⁶⁵ In tal senso si veda la Comunicazione Consob n. DIN/1055860 del 19 luglio 2001; in dottrina Costi R., "Il mercato mobiliare", Torino, 2008, pagg. 50 e ss.; Annunziata F., Torino, 2008, op. cit., pag. 323. Si segnale dottrina contraria a tale opinione, cfr. Scimemi E., "La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds", in Giur. Comm. 2004, II, pag. 716, che fa leva sull'esplicita previsione di

Svolta tale preliminare analisi, in dottrina e giurisprudenza ci si è interrogati in che termini raccordare la prassi dell'"offerta pubblica indiretta" alla fattispecie della "sollecitazione all'investimento", e se fosse possibile riscontrare nella suddetta prassi un elusione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto, sfruttando illecitamente l'esenzione di cui all'art. 100, co. 1, lett. a), del TUF.

In particolare si è evidenziata la più specifica prassi delle c.d. negoziazioni nel "grey market". 266, per cui gli ordini di rivendita agli investitori retail venivano raccolti dagli intermediari bancari e finanziari addirittura prima che il titolo fosse emesso. In ragione di ciò appariva ancor più evidente e precipuo lo scopo ab origine di rivendita agli investitori non qualificati, mostrando inconfutabilmente l'animus di voler così collocare titoli finanziari, privi di prospetto, che altrimenti non sarebbero potuti entrare già in sede di sollecitazione nei portafogli dei risparmiatori.

Interpellata in proposito, la Consob²⁶⁷ ha affermato una netta distinzione tra il mercato "primario", inteso quale insieme delle operazioni di acquisto dei prodotti finanziari di nuova emissione, ed il mercato "secondario", consistente nelle successive rivendite di titoli finanziari già emessi e collocati. L'Autorità di vigilanza, in ragione di tale netta distinzione, ha ritenuto insussistente l'obbligo del prospetto per le negoziazioni effettuate tra gli intermediari e gli investitori retail nel c.d. mercato secondario, pur a seguito di un "private placement". Secondo la Consob infatti in tal caso gli intermediari si limitavano a prestare i comuni servizi di investimento e negoziazione, anche in ipotesi di c.d. grey market. Risulterebbe così legittima la prassi dell'"offerta pubblica indiretta", anche nel caso di «sottoscrizione da parte di una banca dell'intera emissione obbligazionaria se la banca non assuma impegni in ordine al successivo collocamento sul mercato»²⁶⁸.

Di parere conforme anche la Banca d'Italia²⁶⁹, per la quale «In relazione alla possibile vendita di eurobbligazioni a investitori privati, in Italia l'assenza del

sollecitazione in caso di "invito ad offrire" che non configurerebbe la necessità di una standardizzazione dell'offerta.

²⁶⁶ La fase di c.d. "grey market", ovvero mercato grigio, viene definita dalla stessa Borsa Italiana come "un mercato non ufficiale, non soggetto ad alcun controllo da parte dell'autorità di vigilanza" cfr. Glossario reperibile online sul sito www.borsaitaliana.it.

²⁶⁷ Cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997. Un orientamento dottrinale concorde è rintracciabile in Pisani Massamormile A., "Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari", in Banca, borsa e titoli di credito, 2005, I, pag. 793.

²⁶⁸ Cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997.

²⁶⁹ Cfr. Bollettino Economico della Banca d'Italia n. 41 del Novembre 2003, Note, pag. 16.

prospetto informativo previsto per le offerte pubbliche impedisce alle banche, sia a quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia a quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori mobiliari. Le banche possono tuttavia vendere i titoli del proprio portafoglio ai clienti che ne facciano richiesta, nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio. La sequenza "assunzione a fermo – negoziazione sul mercato secondario" non implica violazione dell'obbligo di prospetto».

La Consob, tuttavia, si affrettava a specificare, nella stessa comunicazione, la legittimità della prassi a patto che l'intermediario bancario o finanziario non procedesse «alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate e, quindi, dall'effettuazione di transazioni non "negoziate" con i clienti». In tal caso l'Autorità di vigilanza doveva ammettere che «l'operazione presenterebbe i connotati dell'offerta al pubblico, con conseguente applicazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento». Concetto ribadito anche dalla Banca d'Italia, per la quale «Non sono messi in discussione né la liceità della vendita di titoli sul mercato secondario, neppure nella fase cosiddetta di grey market, né la presenza di attività in qualche modo 'propositive' da parte degli intermediari, a meno che non si ricada nella fattispecie della violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento».

Pertanto le Autorità di Vigilanza, alle quali non poteva comunque riconoscersi il ruolo di interprete autentico non essendo il tema oggetto di delega da parte del legislatore primario, chiudevano sostanzialmente alla ricostruzione della prassi dell'informativo, ammettendo l'applicazione all'investimento priva di prospetto informativo, ammettendo l'applicazione a tale prassi dell'art. 94 nel solo caso in cui si fosse riuscito a provare che le successive rivendite ad investitori retail fossero standardizzate e rivolte ad incertam personam, prova peraltro assai difficile ed articolata per i singoli investitori retail.

La maggioranza dei tribunali²⁷¹ si è sostanzialmente conformata all'opinione della Consob, scartando l'ipotesi di applicare a tale prassi la disciplina dell'art. 94 del

_

²⁷⁰ Cfr. Bollettino Economico della Banca d'Italia n. 41 del Novembre 2003, Note, pag. 16.

Ex plurimis si veda Tribunale di Velletri, sentenza del 27 dicembre 2007; Tribunale di Reggio Emilia, sentenza del 22 dicembre 2005; Tribunale di Milano, sentenze del 25 luglio 2005 e del 3 giugno 2008; Tribunale di Torino, sentenze del 13 giugno 2011; Tribunale di Parma, sentenza del 13

TUF. L'orientamento prevalente delle corti è stato quello, infatti, di qualificare le successive rivendite di obbligazioni "spazzatura" come prestazione di servizi di investimento, disciplinati dagli artt. 21 e ss. del TUF, nonché dall'allora vigente Regolamento Consob n. 11522 del 1998. La giurisprudenza ha pertanto ancorato la tutela dei risparmiatori prevalentemente all'accertamento di condotte sleali o negligenti da parte degli intermediari finanziari nell'ambito della prestazione di servizi d'investimento e negoziazione, tralasciando la violazione della "need of protection" sottesa all'omessa pubblicazione del prospetto informativo. Gli investitori coinvolti, così, non hanno potuto far altro che uniformarsi al prevalente orientamento delle corti e concentrare le proprie argomentazioni e rivendicazioni sulla prospettata violazione delle norme ex artt. 21 e ss. del TUF, tralasciando l'aspetto dell'elusione nei confronti della disciplina dettata per le sollecitazioni all'investimento.

Tuttavia, anche ai fini della ricostruzione del percorso poi seguito dal legislatore nelle riforme per la tutela dei mercati e degli investitori, appare interessante qui richiamare il tentativo promosso già ante-riforma da una giurisprudenza minoritaria, capeggiata dal Tribunale di Milano, la quale per prima ha denominato efficacemente la prassi dei "private placement" e delle successive rivendite come "offerte pubbliche indirette". Questa definizione riassume un orientamento per il quale la suddetta prassi integrava indirettamente ed artatamente una fattispecie di sollecitazione all'investimento elusiva dell'art. 94 del TUF, in ragione della seguente ricostruzione. Tralasciando qui i profili inerenti la prova²⁷², tale giurisprudenza propone di

maggio 2005; Tribunale di Roma, Sez. IX civ., sentenza dell'8 ottobre 2004. Tutte le sentenze sono reperibili sul sito www.ilcaso.it.

Il Trib. Di Milano, Sentenza n. 7194/2008 (fonte: www.ilcaso.it), sostiene che gravi sull'investitore l'onere di provare nel caso di specie "che vi sia stata un'offerta di fatto rivolta ad un numero indeterminato ed indistinto di investitori non istituzionali in modo uniforme e standardizzato". Di parere contrario il Tribunale di Catania, che con la Sentenza del 23 gennaio 2007 – Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa (fonte: www.ilcaso.it) così argomenta: «ad opinione del Collegio (omissis) grava sull'intermediario l'onere di dimostrare che nella specie il riferimento alla stessa si rivela non conducente. E ciò per ragioni diverse, in parte fondate su considerazioni di ordine generale, in parte determinate dalla peculiarità degli interessi cui risulta finalizzata tutta la disciplina di settore. Prendendo le mosse da quest'ultimo dato, giova segnalare come (omissis) le esigenze di trasparenza e correttezza che permeano la disciplina normativa della sollecitazione all'investimento ed improntano gli obblighi gravanti sugli emittenti, offerenti e intermediari collocatori al fine precipuo di garantire i destinatari dell'offerta pubblica, ben possano giustificare lo spostamento in capo all'intermediario dell'onere di allegare e comprovare gli elementi in fatto grazie ai quali risalire alla esatta individuazione dell'attività connotante l'acquisto di specie anche alla luce del peculiare principio dettato dall'art 23 del Tuf in tema di servizi di investimento cui può farsi riferimento in via

analizzare la prassi dell'"offerta pubblica indiretta" in un'ottica complessiva, rintracciando un disegno comune ed unitario non solo negli elementi generalmente riconosciuti dalle Autorità di vigilanza²⁷³, ma anche in ulteriori "gravi" indizi identificati nelle concrete fattispecie²⁷⁴.

Il riferimento codicistico per una siffatta conclusione risiede nell'art. 1344 c.c., secondo cui «si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa» ²⁷⁵. All'illiceità della causa consegue nullità del contratto ex art. 1418, co. 2, c.c.. Gli elementi costitutivi della frode sono individuati dalla legge in una "norma imperativa" ed un "contratto".

La "disposizione imperativa" nel caso di specie è il previgente art. 94 del TUF, dal momento che il bene tutelato in ultima istanza dalla norma, vale a dire il buon funzionamento del mercato finanziario, ha indubbiamente carattere pubblico²⁷⁶.

di interpretazione analogica. Guardando poi ai principi generali e, in particolare, a quello di cosiddetta vicinanza della prova, può altresì coerentemente affermarsi che grava sull'intermediario convenuto - chiamato, nella prospettazione dell'attore, a rispondere del mancato adempimento agli obblighi imposti dalla sollecitazione all'investimento - l'onere di dimostrare di aver osservato il precetto normativo o, ancor più in radice, di non aver tenuto comportamenti elusivi dello stesso proprio perché altre e diverse erano le regole di condotta da osservare alla luce della effettiva consistenza dell'attività posta in essere».

²⁷³ Sia la Consob, con la Comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997, che la Banca d'Italia, nel Bollettino Economico n. 41 del Novembre 2003, rintracciano gli indizi di una sollecitazione all'investimento qualora l'offerta avvenga in modo standardizzato e ad incertam personam.

²⁷⁴ Il Tribunale di Milano, Sez. VI, Sentenza del 20 marzo 2006 (fonte: <u>www.ilcaso.it</u>) sottolinea la banca si autofinanzi, rivendendo i titoli del private placement nella fase del c.d. "grey market", vale a dire prima della loro effettiva esistenza. L'istituto di credito faceva così fronte al pagamento del corrispettivo dovuto alle emittenti/co-manager/partecipanti al consorzio, ottenendo anticipatamente la relativa provvista dalla clientela. Il rischio di collocamento veniva così di fatto trasferito sugli investitori retail unitamente al rischio della insolvenza della emittente. Questa prassi, sostiene la Corte, costituisce un'interposizione fittizia dell'investitore istituzionale allo scopo di eludere la normativa più protettiva prevista per "l'offerta pubblica diretta"; Il Tribunale di Torino, Sentenza n. 3078 dell'8 maggio 2007 (fonte: www.ilcaso.it), attribuisce rilevanza di una sollecitazione standardizzata ad incertam personam specialmente se accertata dalle stesse sanzioni comminate dal Ministero dell'Economia a seguito di indagine conoscitiva della Consob; Il Tribunale di Parma, Sentenza del 7 marzo 2007 (fonte: www.ilcaso.it), sottolinea come sia indizio di "offerta pubblica indiretta" un'operazione di rivendita di obbligazioni, collocate inizialmente da un consorzio con la tecnica del private placement, di cui faceva parte, quale lead manager, una società del gruppo dell'intermediario che ha poi curato la rivendita. Infine la stessa dottrina evidenzia come sia indizio di offerta pubblica indiretta anche l'inserimento del titolo all'interno del sistema di scambio organizzato dell'intermediario, c.d. SSO, cfr. Motti, "I mercati regolamentati di strumenti finanziari", in Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Patroni Griffi-Sandulli-Santoro (a cura di), Torino, 1999, pagg. 409 e ss..

²⁷⁵ Cfr. Passagnoli G., "La frode alla legge", in Trattato del contratto, II, Regolamento, Vettori (a cura di), Milano, 2006, pag. 481 e ss., in cui l'autore sottolinea come la norma si applichi principalmente ai casi di contratti collegati tra loro, in quanto in merito all'atto singolo opera senz'altro la disciplina della causa in concreto.

L'interesse generale tutelato dall'ordinamento è rinvenibile nell'obbligo di pubblicazione del prospetto laddove si consideri che la funzione precipua di quest'ultimo non è di informare il singolo

Risulta più complesso, per l'applicazione dell'art. 1344 c.c., identificare invece l'elemento del "contratto". Deve premettersi che fra le parti, nell'offerta pubblica indiretta, intercorrono tre relazioni contrattuali: il contratto di collocamento fra emittente ed intermediario; il contratto d'intermediazione fra intermediario ed investitore retail; il contratto di compravendita dei prodotti finanziari tra intermediario ed investitore retail. Detto ciò, l'interesse alla complessiva operazione finanziaria è comune ad emittente e intermediario. Entrambi mirano allo scopo finale di collocare gli strumenti finanziari presso investitori retail e, per raggiungere tale scopo sono disposti a cagionare un danno a questi ultimi. Per tal ragione il contratto di collocamento fra emittente e intermediario è in frode a quei terzi rappresentati dagli acquirenti finali dei titoli spazzatura. In conclusione l'elemento della frode va rintracciato nel contratto di emissione stipulato tra emittente ed intermediario collocatore, che sarà pertanto colpito da nullità assoluta in forza del combinato disposto di cui agli artt. 1344 e 1418 c.c..

Secondo tale orientamento, dunque, la prassi dell'"offerta pubblica indiretta", considerata e valutata nel suo complesso, integrerebbe una fattispecie di "sollecitazione all'investimento". Queste operazioni, dunque, in quanto prive della pubblicazione del prospetto informativo, sarebbero nulle per violazione della norma imperativa contenuta nell'art. 94 del TUF, in forza degli artt. 1344 e 1418 c.c., travolgendo poi con la propria nullità anche le successive rivendite di titoli nei confronti degli investitori retail.

La ricostruzione di quest'orientamento minoritario della giurisprudenza non ha ricevuto grande seguito, soprattutto per l'onere, assai complicato, di provare gli elementi costituenti la fattispecie dell'"offerta pubblica indiretta". Tuttavia questa prospettazione ha di certo contribuito ad evidenziare al legislatore i passaggi della prassi e l'intento palesemente fraudolento che li connetteva, influenzando lo stesso soprattutto nei successivi interventi che hanno tentato di risolvere lo specifico problema delle "offerte pubbliche indirette", sanzionando specificatamente tale prassi, da ultimo, con l'art. 100bis del nuovo TUF.

investitore delle caratteristiche dello strumento che si accinge ad acquistare (cfr. "La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese", in Relazione annuale della Banca d'Italia per il 2007, pagg. 160 e ss., fonte www.bancaditalia.it), ma piuttosto di informare il mercato, il quale è di contro in grado di internalizzare nel prezzo le informazioni incluse nel prospetto, cfr. Bertolini A., in Responsabilità civile e Previdenza, n. 10, 2008, op. cit., pag. 2095.

5 – IL PRIMO INTERVENTO LEGISLATIVO: D. LGS. N. 310 DEL 2004

All'indomani dei crack finanziari e della crisi del risparmio il problema che si è posto alle istituzioni non è stato solo quello di approntare a livello giurisdizionale una tutela efficace per gli investitori danneggiati, che, come visto, si è incentrata sulla normativa della prestazione di servizi di investimento e negoziazione offerti sul mercato secondario. La vera preoccupazione del legislatore è stata quella di garantire che situazioni come Cirio e Parmalat non si ripetessero, riformando la disciplina dei mercati in modo da eliminare il vuoto normativo che aveva permesso le "offerte pubbliche indirette". Solo in tal modo gli investitori avrebbero pian piano riacquistato fiducia nel sistema finanziario e nella sua regolamentazione, tornando a destinare i propri risparmi al mercato dei capitali ed ai prodotti finanziari.

Lo sforzo legislativo è stato imponente e sotto un primo profilo, come visto, ha portato all'introduzione di una normativa sul Risk Management per evitare che i vertici aziendali potessero assumere nuovamente decisioni troppo rischiose, rivelatesi disastrose non solo per l'azienda, ma anche per i mercati. In secondo luogo il legislatore ha tentato di porre rimedio allo specifico punto dolente della disciplina dei mercati, riformando a più riprese le norme dettate in tema di "sollecitazione all'investimento", oggi definita "offerta al pubblico di prodotti finanziari".

Incentrando l'analisi sul profilo di riforma della disciplina in tema di sollecitazione all'investimento, il primo intervento è stato compiuto dal legislatore italiano con il D. Lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004. In tale occasione si è tentato anzitutto di arginare la prassi dell'"offerta pubblica indiretta" in relazione al superamento del limite previsto dal Codice Civile per le emissioni obbligazionarie, introducendo un nuovo comma nell'art. 2412 c.c.²⁷⁸.

-

²⁷⁷ TUF, Art. 1, co. 1, lett t), così come modificata dapprima dall'art. 3 del D. Lgs. n. 303 del 29 dicembre 2006 e poi sostituita dall'art. 2 del D. Lgs. n. 51 del 28 marzo 2007.

²⁷⁸ Art. 2412, co. 7, c.c.:«Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti, se negoziate nello Stato, nei limiti stabiliti con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro della giustizia, da adottare ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, su proposta della Commissione nazionale per le società e la borsa; in questo caso la negoziazione ad opera di investitori professionali nei confronti di soggetti diversi deve, a pena di nullità, avvenire mediante consegna di un prospetto informativo contenente le informazioni stabilite dalla Commissione nazionale per le società e la borsa, anche quando la vendita avvenga su richiesta dell'acquirente.».

Di fatto tale norma è rimasta priva di efficacia, in quanto rimetteva l'individuazione dei limiti per la propria operatività ad un regolamento interministeriale, che non è stato mai adottato, anche in ragione della breve vigenza dell'art. 2412, co. 7, c.c..

L'obiettivo perseguito dal legislatore con tale riforma era quello di estendere l'ambito di operatività dei limiti alle emissioni obbligazionarie, di cui all'art. 2412, co. 1, c.c. anche nei confronti delle obbligazioni negoziate nel nostro mercato, ma emesse all'estero da società italiane, nonché da loro controllate o controllanti, manifestando palesemente l'esigenza di estendere una disciplina anche alla prassi di offerta al pubblico indiretta. Le obbligazioni, che eccedevano il limite di cui al 1º comma dell'art. 2412 c.c., in forza del 2º comma potevano esser esclusivamente destinate «alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.»

Oltre al limite alla circolazione imposto dall'art. 2412, co. 2, c.c. per le sole obbligazioni eccedenti il limite di cui al 1° comma, la seconda parte del 7° comma prevedeva che per tutte le obbligazioni emesse all'estero, anche nel limiti di cui al 1° comma, l'intermediario finanziario, a pena di nullità del contratto, avrebbe dovuto consegnare un prospetto informativo all'investitore non professionale, anche nel caso in cui fosse stato quest'ultimo a prender l'iniziativa per concludere la compravendita di obbligazioni.

Nella sua pur breve vita, il 7° comma dell'art. 2412 c.c. ha sollevato comunque diverse perplessità, sia dal punto di vista sistematico, che in relazione alla reale efficacia della tutela in esso approntata²⁷⁹.

Ai fini del presente scritto, giova qui sottolineare come il primo intervento legislativo, volto ad escludere la prassi fraudolenta dell'offerta al pubblico indiretta, avesse predisposto una tutela basata sulla nullità assoluta, comminata a seguito della violazione di una norma di comportamento, quale l'obbligo di consegna del prospetto informativo imposto all'intermediario controparte della rivendita.

²⁷⁹ Per una panoramica delle critiche dottrinali mosse all'art. 2412, co. 7, si veda Assonime, "La nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell'Assonime", in Circolare n. 12/06, in Riv. Soc., 2006, pag. 485; nonché Rossi G., "La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa", in Riv. Soc., 2006, pag. 10.

Dunque in un primo momento il legislatore aveva scelto la strada di introdurre una norma di comportamento indirizzata all'intermediario, la cui violazione veniva sanzionata con la nullità assoluta. Si configurava pertanto un'eccezione alla regola, ribadita poi anche dalle Sezioni Unite dalla Cassazione²⁸⁰, in base alla quale le norme di comportamento non causano la nullità del contratto ex art. 1418 c.c..

5.1 - LA LEGGE N. 262 DEL 28 DICEMBRE 2005

All'indomani della crisi del risparmio e dei mercati, appena un anno dopo aver tentato di porre rimedio al vuoto normativo con il D. Lgs. n. 310 del 2004, il legislatore si impegna a riordinare e riorganizzare il settore finanziario nel suo complesso con l'approvazione della Legge n. 262 del 28 dicembre 2005, non a caso titolata "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati".

Tale intervento legislativo segna una decisa e decisiva svolta non solo nelle modalità di regolazione del settore finanziario italiano, ma anche nella stessa cultura giuridica e finanziaria del nostro Paese.

Nonostante le aspre critiche²⁸¹, è comunque d'obbligo sottolineare come il legislatore abbia tentato, con la Legge n. 262 del 2005, di adeguare il nostro diritto societario e la disciplina speciale in materia finanziaria al processo evolutivo della realtà di mercato. I molteplici interventi, contenuti in questo provvedimento, si sono concentrati da un lato nel fornire nuove soluzioni tecniche in tema di rapporti societari, conflitti d'interesse, trasferimento di strumenti finanziari, dall'altro nell'introdurre significative modifiche nella configurazione delle amministrazioni di controllo del settore finanziario. È stato questo un percorso irto di difficoltà in quanto il legislatore ha dovuto analizzare la riformanda normativa alla luce del suo fallimento nell'impedire il verificarsi della crisi dei mercati finanziari.

Pertanto la Legge n. 262 del 2005 si è mossa in direzioni diverse, assegnando pari rilevanza all'introduzione di norme volte non solo a prevenire i più significativi rischi propri dell'attività finanziaria, ma anche a riorganizzare la vigilanza pubblica del settore.

In particolare, per quanto qui rileva, il legislatore si è impegnato al fine di evitare il perpetuarsi di eventi che potessero mettere in pericolo la trasparenza e la stabilità dei mercati e, dunque, di riflesso il risparmio e gli investitori.

²⁸¹ Ex plurimis si veda Rossi G., 2006, op. cit., pagg. 1 e ss..

²⁸⁰ Cfr. Cass. Civile, SS.UU., sentenze del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in ww.altalex.com.

Nell'ambito di quest'obiettivo va inquadrato l'intervento riguardante la circolazione dei prodotti finanziari, che riforma quanto previsto, appena un anno prima, dal D. Lgs. n. 310 del 2004 e tenta, così, di colmare in modo più adeguato la grave lacuna normativa nel sistema di tutela degli investitori non professionali.

La Legge n. 262 del 2005, con lo specifico obiettivo di ampliare il campo di applicazione della disciplina di protezione dell'investitore non qualificato, concentra il proprio intervento nell'art. 11, che trasferisce la disciplina dall'art. 2412 c.c. al Titolo II, Parte IV del TUF.

La traslazione inizia già dal primo comma dell'art. 11²⁸², con il quale, anzitutto, si inserisce un 4° comma all'art. 2412 c.c., introducendo così la regola in virtù della quale al computo del limite all'emissione «concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere». È evidente che la norma intende ampliare il meccanismo di prevenzione del ripetersi di fenomeni emersi a seguito dei ricordati scandali finanziari ed, in particolare, la creazione di società estere sottocapitalizzate al fine precipuo di emettere obbligazioni. Pertanto, dal momento che la garanzia prestata da altra società è vista dal legislatore quale sintomo di un'incapacità dell'emittente, anche estero, di sostenere con i propri mezzi il rimborso delle obbligazioni, la nuova disciplina imputa il relativo importo alla società garante, la cui capacità di emettere titoli di debito viene limitata in misura corrispondente²⁸³.

Dopo aver inserito questo correttivo in tema di computo del limite all'emissione di obbligazioni, l'art. 11, co. 1, della Legge n. 262 del 2005 prevede una seconda modificazione all'art. 2412 c.c., abrogando l'intero 7° comma, in cui il D. Lgs. n. 310 del 2004 aveva riversato la disciplina a tutela degli investitori non professionali. Questa tutela viene riallocata dal successivo 2° comma, che alla lettera c) prevede l'introduzione nel TUF dell'art. 100bis²⁸⁴.

²⁵

²⁸² Cfr. Legge n. 262 del 28 dicembre 2005, Art. 11, comma 1: «All'articolo 2412 del codice civile sono apportate le seguenti modificazioni: a) dopo il terzo comma è inserito il seguente: «Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere»; b) il settimo comma è abrogato.»

²⁸³ Cfr. Carbone S.M., in Banca e Borsa, 2005, I, op. cit., pag. 426. ²⁸⁴ Cfr. Legge n. 262 del 28 dicembre 2005, Art. 11, co. 2, lett. c):

[«]Art. 100-bis. - (Circolazione dei prodotti finanziari)

^{1.} Nei casi di sollecitazione all'investimento di cui all'articolo 100, comma 1, lettera a), e di successiva circolazione in Italia di prodotti finanziari, anche emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono, fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 21,

Con il primo comma di questo articolo il legislatore incentra la disciplina sulla regola del c.d. "holding period", mutuata dall'esperienza giuridica statunitense²⁸⁵. In forza di tale regola, nel caso di sollecitazioni all'investimento esenti dalla pubblicazione del prospetto, perché rivolte ai soli investitori professionali, ex art. 100, co. 1, lett. a), del TUF, e di successiva circolazione in Italia degli stessi prodotti finanziari, anche se emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono²⁸⁶ rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti, che non siano investitori professionali, fino ad un anno dall'emissione. Tale regola trova, però, un'eccezione nel secondo comma dello stesso art. 100bis, per cui la garanzia di solvenza non si applica, se l'operazione di successiva circolazione dei prodotti finanziari avviene con la consegna di un "documento informativo" redatto secondo le regole che saranno stabilite dalla Consob, anche nel caso in cui la vendita avvenga su richiesta proveniente dall'investitore non professionale, anche definito "retail".

La nuova disciplina introdotta con l'art. 100bis va senz'altro letta confrontandola con l'antecedente intervento effettuato dal legislatore a mezzo del D. Lgs. n. 310 del 2004, per comprendere meglio la ratio e lo scopo perseguiti dal legislatore.

In primo luogo va sottolineata la differenza nell'oggetto dell'operazione presa in considerazione dalla normativa: mentre l'art. 2412 c.c. si limitava alle sole "obbligazioni", l'art. 100bis fa riferimento indistintamente ai "prodotti finanziari", sottolineando in tal modo come la traslazione dal sistema codicistico alla disciplina del settore finanziario abbia anche provocato un ampliamento della fattispecie.

rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per la durata di un anno dall'emissione. Resta fermo quanto stabilito dall'articolo 2412, secondo comma, del codice civile.

^{2.} Il comma 1 non si applica se l'intermediario consegna un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla CONSOB agli acquirenti che non siano investitori professionali, anche qualora la vendita avvenga su richiesta di questi ultimi. Spetta all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi indicati dal presente comma»;

²⁸⁵ Cfr. Rule 144 emanata dalla S.E.C. in attuazione del Securities Act del 1933.

²⁸⁶ Il legislatore utilizza nell'art. 100bis del TUF i termini "circolazione" e "trasferimento" al fine di superare le incertezze sorte a causa del riferimento alla "negoziazione" contenuto nell'abrogato 7° comma dell'art. 2412 c.c., che taluno aveva interpretato non in senso atecnico e generico, bensì in senso specifico e tecnico di "servizio d'investimento" ex art. 1, co. 5, del TUF. Cfr. Giannelli A., "Commento sub art. 2412", in Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari, Milano, 2006, pag. 141.

²⁸⁷ I "prodotti finanziari" sono definiti dall'art. 1, co. 1, lett u), del TUF come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari».

Tuttavia la dottrina²⁸⁸ e la stessa Consob²⁸⁹ hanno ridimensionato l'apparante importanza della differenza terminologica, soprattutto in ragione del fatto che lo stesso art. 100bis collegava la responsabilità e la garanzia ex lege dell'intermediario al concetto di "solvenza", giuridicamente inquadrabile nel solo ambito dei titoli di debito²⁹⁰.

Inoltre, sempre in relazione alla fattispecie del nuovo art. 100bis del TUF, va sottolineato come il legislatore non si concentri più solo sulle obbligazioni "emesse all'estero", ma consideri tutti i prodotti finanziari "anche emessi all'estero", precisazione che, unita all'inserimento del nuovo 4° comma nell'art. 2412 c.c., evidenzia quanto l'intervento legislativo si preoccupi di non far sfuggire alle maglie della riforma del risparmio nessuna delle possibili operazioni potenzialmente fraudolente in grado di riproporre la crisi verificatasi nel recente passato.

Ulteriore differenza si coglie nel diverso presupposto previsto dalla fattispecie ex art. 100bis del TUF, che premette necessariamente un'operazione di sollecitazione all'investimento, non prevista invece dall'abrogato 7° comma dell'art. 2412 c.c.. In ragione di ciò la dottrina ha sostenuto che, nel caso in cui l'intermediario si fosse procurato gli strumenti finanziari privi di prospetto in forza di una contrattazione individuale con l'emittente e non di una sollecitazione, pur nella forma del private placement, allora la disciplina dell'art. 100bis non sarebbe stata applicabile, mancando a monte il presupposto della sollecitazione. La Consob ha superato tale obiezione²⁹¹, sostenendo che non doveva farsi luogo ad un'interpretazione letterale, ma il riferimento alla "sollecitazione" andava ricondotto a qualsivoglia operazione che avesse coinvolto a monte investitori professionali. Tale interpretazione è stata poi confermata anche dal legislatore, che ha sostituito il concetto di "sollecitazione all'investimento" con la più ampia fattispecie dell'"offerta al pubblico di prodotti finanziari"292.

²⁹² In forza del D. Lgs. n. 51 del 2007.

²⁸⁸ Cfr. Assonime, in Circolare n. 12/2006, in Riv. Soc. 2006, op. cit., pag. 487; Sangiovanni V., "Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100bis Tuf", in Le Società, 2006, pag. 1357.

²⁸⁹ Cfr. Consob, "Documento di consultazione" del 12 maggio 2006, in <u>www.consob.it</u>, pagg. 9 e ss.. ²⁹⁰ Cfr. Viglione R., "La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100-bis T.U.F.", in Studium Iuris, n. 7-8/2007, pag.783.

²⁹¹ Cfr. Consob, "Documento di consultazione", op. cit., pag. 5.

Sempre in tema di definizione degli elementi oggetti dell'operazione finanziaria considerata dal legislatore, occorre infine sottolineare la differenza terminologica, di non poco conto, riscontrabile in tema di esenzione della garanzia ex lege. L'art. 2412, co. 7, c.c. prevedeva che la disciplina di tutela dell'investitore retail non si applicasse qualora l'intermediario rivenditore avesse provveduto a consegnare una copia del "prospetto informativo". Di contro l'art. 100bis, prevedendo la medesima esenzione, richiede tuttavia che ad esser consegnato sia un "documento informativo", il cui contenuto è stato successivamente determinato dalla Consob su delega del legislatore²⁹³.

La ratio dell'obbligo di consegna del "documento informativo" va rintracciata nella nuova consapevolezza, acquisita dal legislatore, che il prospetto informativo adempie ad un'esigenza di informazione del mercato nel suo complesso, più che dei soli investitori retail. Pertanto il documento previsto dall'art. 94 del TUF, più che attenere direttamente alla "need of protection", mira a fornire agli operatori professionali le informazioni necessarie per fondare una prima valutazione su un prodotto nuovo e, per questo, sconosciuto al mercato finanziario. Ecco spiegata anche la natura assoluta della nullità prevista quale conseguenza dell'omessa pubblicazione del prospetto informativo. Di contro, nel caso dell'art. 100bis del TUF, dovendosi tutelare gli investitori retail e non l'intero mercato e la sua trasparenza, il legislatore giustamente ritiene non appropriato allo scopo il prospetto informativo, preferendo la consegna di un diverso "documento informativo", strutturato dalla Consob in modo mirato ad informare non qualunque investitore, ma specificatamente gli investitori retail, perseguendo meglio, in tal modo, l'obiettivo della "need of protection". Riprova ne sia la struttura di tale documento, ben più semplice e "ponderata" sulle ridotte capacità di comprensione degli investitori non professionali.

Compresa la previsione della consegna di un "documento informativo", risulta più ostica, in chiave di tutela del risparmio, l'introduzione di un limite temporale di un anno dall'emissione per l'operatività della tutela ex art. 100bis. Come anticipato, la disciplina è stata ripresa dalla regola dell'"holding period" dell'ordinamento statunitense²⁹⁴. Tuttavia il legislatore nordamericano ha optato per la ben più efficace scelta di obbligare gli investitori professionali a mantenere per un anno nel proprio

²⁹³ Cfr. Consob, "Documento di consultazione", op. cit., Par. 8, pag. 9.

²⁹⁴ Cfr. Rule 144 emanata dalla S.E.C. in attuazione del Securities Act del 1933

portafoglio i titoli acquistati in collocamenti privati, vietandone in modo assoluta la rivendita ad investitori retail nel medesimo periodo²⁹⁵. Il legislatore italiano ha invece optato per una disciplina più morbida, che vanifica drasticamente la portata di tutela del risparmio. Infatti, in primo luogo, il limite di un anno alla garanzia ex lege poteva provocare un andamento artificiosamente anomalo dei titoli in questione sul mercato, in quanto, alla scadenza dell'anno dall'emissione, vi era il fondato pericolo di una brusca discesa del valore di mercato, a causa dello spirare della garanzia ex lege. Inoltre ben più importante si rivela la critica che la tutela di cui all'art. 100bis non opererebbe ogni qualvolta il default dell'emittente fosse dichiarato a più di un anno dall'emissione dei prodotti finanziari rivenduti. Tale ipotesi è rilevante in quanto assolutamente non infrequente, se non altro perché l'emittente tenta di celare il proprio stato di decozione il più a lungo possibile, e comunque ben oltre, normalmente, il termine di un anno dall'emissione di titoli sul mercato, senza considerare che in dottrina si richiede una "formale" dichiarazione di insolvenza²⁹⁶, che ben può esser ritardata da adempimenti burocratici e giurisdizionali.

Un punto inequivocabilmente a favore della riforma proposta dall'art. 11 della Legge n. 262 del 2005 è comunque l'aver introdotto, in caso di mancata consegna del documento informativo, il rimedio della responsabilità dell'intermediario quale garante per la solvenza dell'emittente. Questa diversa formulazione supera, infatti, il problema della nullità improvvidamente comminata dall'abrogato 7° comma dell'art. 2412 c.c., per l'ipotesi di mancata consegna del prospetto informativo. La sanzione della nullità, in tal caso da intendersi sicuramente assoluta, è per regola generale invocabile da chiunque vi abbia interesse, anche dallo stesso intermediario, e, pertanto, non tutela adeguatamente la parte debole nei contratti del mercato finanziario, come testimonia il frequente ricorso alle nullità speciali di protezione da parte della legislazione più recente.

Il dettato dell'art. 100bis appare, pertanto, più coerente non solo con la finalità perseguita dal legislatore di tutela della sola parte debole del rapporto, vale a dire l'investitore retail, ma soprattutto con l'intero apparato di tutela predisposto dal TUF,

²⁹⁵ Cfr. Carozzi A.M., "Commento all'art. 11 della Legge n. 262/2005, in materia di «circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e obblighi informativi», in www.archivioceradi.luiss.it, pag. 7.

²⁹⁶ In tal senso si veda Rossi G., in Riv. soc., 2006, op. cit., pag. 10.

incentrato sul profilo della responsabilità, in tal caso oggettiva per garanzia ex lege, ed anche della distribuzione dell'onere della prova²⁹⁷.

Inoltre la previsione del rimedio della responsabilità riconduceva la tutela specificatamente prevista dal legislatore nell'alveo del sistema codicistico, dal momento che la violazione di una norma di comportamento ex art. 100bis veniva sanzionata, come di regola, con il rimedio risarcitorio, non provocando alcuno strappo nella ripartizione tra regole di validità e regole di comportamento.

Nonostante ciò, permanevano e permangono tuttora perplessità sulla effettiva distribuzione della responsabilità, degli oneri informativi e probatori tra i vari soggetti coinvolti nelle varie fasi dell'operazione di offerta al pubblico indiretta come delineata dall'art. 100bis del TUF. Se, infatti, unico obbligato alla consegna del documento informativo ed onerato della relativa prova sembrava palesarsi l'intermediario che aveva ceduto il titolo ad investitori non professionali, la relativa responsabilità sembrava estendersi a tutti gli anelli della catena, sino a risalire all'emittente stesso. La dottrina aveva dunque rilevato il disallineamento di carattere soggettivo che l'art. 100bis sembrava creare tra comportamenti e conseguenti responsabilità²⁹⁸.

In conclusione, pur avendo evidenziato i tanti suoi limiti, è d'obbligo riconoscere all'art. 11 della Legge n. 262 del 2005 il merito di aver segnato una decisa svolta rispetto l'iniziale indirizzo intrapreso dal legislatore, ridefinendo i confini e le modalità della tutela riconosciuta agli investitori retail in tema di offerta al pubblico indiretta, pur lasciando comunque irrisolti numerosi problemi interpretativi, che si sono riversati sulle scelte di gestione del management degli intermediari bancari e finanziari. In questo contesto è intervento il legislatore europeo, dettando una nuova disciplina in tema di prospetto informativo, sempre al fine di evitare il ripetersi delle inefficienze mercati continentali. dei attraverso consueto strumento dell'uniformazione della discipline nazionali.

²⁹⁷ Ex art. 100bis, co. 2, del TUF «Spetta all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi indicati dal presente comma», in coerenza con quanto previsto anche dall'art. 23, co. 6, dello stesso TUF in tema di servizi d'investimento e con il principio generale di c.d. riferibilità o vicinanza della prova, da tempo riconosciuto dalla giurisprudenza, cfr. ex plurimis Cass. Civile, SS.UU., Sent. n. 13533 del 30 ottobre 2001, su www.altalex.com.

²⁹⁸ Per un approfondimento sul punto si veda Assonime, Circolare n. 12/2006, in Riv. Soc. 2006, op. cit., pag. 486; Sangiovanni V., Le Società, 2006, op. cit., pagg. 1364 e ss.; Greco, in Dir. Banca e mercati fin., 2006, op. cit., pagg. 448 e ss..

5.2 – Deleghe al Governo e Direttiva 2003/71/CE

La Legge n. 262 del 2005, in relazione al Titolo II del TUF, non ha provveduto solo ad introdurre l'art. 100bis, ma ha anche delegato il Governo, nel corso dell'anno seguente, sia ad adottare decreti legislativi per adeguare e coordinare le nuove norme con i testi unici vigenti, in particolare con il TUB ed il TUF, sia ad attuare nel nostro ordinamento la Direttiva 2003/71/CE, c.d. Direttiva "Prospetto", dettando all'art. 12 principi e criteri che avrebbero dovuto guidare il legislatore delegato²⁹⁹.

Con quest'ultima Direttiva il legislatore europeo ha sancito il principio del c.d. "passaporto unico" per gli emittenti comunitari, introducendo un sistema di autorizzazione unica per il prospetto da pubblicare in vista di un'offerta al pubblico di strumenti finanziari o dell'ammissione degli stessi alle negoziazioni. Obiettivo precipuo dell'intervento comunitario è stato senza dubbio la tutela degli investitori, tentando al contempo di facilitare le imprese nella raccolta di capitali sui mercati finanziari europei. La Direttiva Prospetti persegue tutto ciò, armonizzando le diverse discipline degli Stati membri e soprattutto fornendo una definizione unica e condivisa di "offerta al pubblico di strumenti finanziari".

²⁹⁹ Legge n. 262 del 28 divembre 2005, Art. 12:

^{«1.} Il Governo è delegato ad adottare, senza nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, entro diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, un decreto legislativo recante le norme per il recepimento della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, di seguito denominata «direttiva».

^{2.} Entro due anni dalla data di entrata in vigore del decreto legislativo di cui al comma 1, il Governo, nel rispetto dei principi e criteri direttivi previsti dal comma 3, e con la procedura stabilita per il decreto legislativo di cui al comma 1, può emanare disposizioni correttive e integrative del medesimo decreto legislativo, anche per tenere conto delle misure di esecuzione adottate dalla Commissione europea secondo la procedura di cui all'articolo 24, paragrafo 2, della direttiva.

^{3. (}omissis); i decreti tengono inoltre conto dei seguenti principi e criteri direttivi: (omissis)

f) individuare, anche mediante l'attribuzione alla CONSOB di compiti regolamentari, da esercitare in conformità alla direttiva e alle relative misure di esecuzione dettate dalla Commissione europea:

¹⁾ i tipi di offerta a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto nonché i tipi di strumenti finanziari alla cui offerta al pubblico ovvero alla cui ammissione alla negoziazione non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto;

²⁾ le condizioni alle quali il collocamento tramite intermediari ovvero la successiva rivendita di strumenti finanziari oggetto di offerte a cui non si applica l'obbligo di pubblicare un prospetto siano da assoggettare a detto obbligo; (omissis)

¹⁾ prevedere una disciplina concernente la responsabilità civile per le informazioni contenute nel prospetto:

m) prevedere che la CONSOB, con riferimento all'approvazione del prospetto, verifichi la completezza delle informazioni nello stesso contenute, nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite; (omissis)>>.

Tuttavia, nonostante si ponesse il fine di porre rimedio alla crisi del risparmio e dei mercati, la disciplina contenuta nella Direttiva 2003/71/CE si è dimostrata piuttosto blanda³⁰⁰. L'art. 6, infatti, si limita a stabilire l'obbligo per gli Stati membri di prevedere, per le informazioni inserite in un prospetto, la responsabilità almeno di un soggetto tra l'emittente o i suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, l'offerente, la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o il garante. Pur imponendo che lo specifico soggetto responsabile delle informazioni sia segnalato chiaramente nel prospetto, la Direttiva n. 2003/71/CE caratterizza la responsabilità di tali soggetti solo come alternativa l'una all'altra, lasciando agli Stati membri la scelta su quali e quanti soggetti coinvolgere come responsabili delle informazioni inserite in un prospetto.

In fase di recepimento, il legislatore delegato ha dapprima emanato il D. Lgs. n. 303 del 2006, con cui, pur raccogliendo formalmente la delega per l'adeguamento ed il coordinamento con i testi unici, in realtà, con l'art. 3, co. 8, ha riscritto completamente l'art. 100bis del TUF³⁰¹, allineandosi già a diversi indirizzi imposti dal legislatore comunitario con la Direttiva Prospetto. Pertanto, quando viene emanato il D. Lgs. n. 51 del 2007, per il formale recepimento della Direttiva n.

³⁰⁰ In tal senso cfr. Viglione R., Studium Iuris, n. 7-8/2007, op. cit., pag. 784.

³⁰¹ D. Lgs. n. 303 del 29 dicembre 2006, art. 3 (Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), comma 8:

[«]L'articolo 100-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e' sostituito dal seguente: «Art. 100-bis. Circolazione dei prodotti finanziari

^{1.} La successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di una sollecitazione esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma sollecitazione all'investimento nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilita' previsti dall'articolo 100.

^{2.} Si realizza una sollecitazione all'investimento anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori professionali siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori professionali e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilita' previsti dall'articolo 100.

^{3.} Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto informativo, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attivita' imprenditoriale o professionale, puo' far valere la nullita' del contratto e i soggetti abilitati presso i quali e' avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile.

^{4.} Il comma 2 non si applica alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualita' bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore.».>>

2003/71/CE, la struttura testuale dell'art. 100bis, così come riscritta dal D. Lgs. n. 303 del 2006, sopravvive sostanzialmente intatta.

5.3 – LA NORMATIVA DI RECEPIMENTO: D. LGS. N. 303/2006 E D. LGS. N. 51/2007

Come già specificato, la Legge n. 262 del 2005, tra i molti interventi, prevedeva anche due deleghe al Governo, l'una, ex art. 43, per l'adeguamento ed il coordinamento delle nuove disposizioni con i testi unici vigenti, l'altra, ex art. 12, per il recepimento della Direttiva n. 2003/71/CE.

Il D. Lgs. n. 303 del 2006, pur avendo formalmente raccolto la prima delle due deleghe, ha provveduto di fatto a riscrivere totalmente l'art. 100bis, accogliendo, come anticipato, alcune delle soluzioni previste dalla Direttiva Prospetto. Come si vedrà in seguito, il legislatore delegato traccia un diverso profilo della disciplina inerente le offerte pubbliche indirette, proponendo, in alcuni punti, delle scelte normative di difficile interpretazione.

A distanza di soli tre mesi dal D. Lgs. n. 303 del 2006, il legislatore delegato, adempiendo alla seconda delega prevista dalla Legge n. 262 del 2005, emana il D. Lgs. n. 51 del 28 marzo 2007, che nel recepire la Direttiva Prospetto, pur lasciando sostanzialmente intatto il tenore testuale dell'art. 100bis, provvede a riscrivere integralmente la disciplina dell'appello al pubblico risparmio, in cui lo stesso articolo si inserisce.

Quest'ultimo decreto, emanato ben oltre i diciotto mesi concessi dall'art. 12 della Legge n. 262 del 2005, apporta alcune rilevanti modifiche al TUF, che si aggiungono alle disposizioni, parzialmente attuative della Direttiva Prospetto, inserite dalla Consob nel Regolamento n. 11971 del 1999, denominato «Regolamento Emittenti», con la Delibera n. 15232 del 29 settembre 2005.

Il Decreto n. 51 del 2007 interviene, in primo luogo, sull'art. 1, co. 1, lett t) del TUF, sostituendo la nozione di "sollecitazione all'investimento", che tante divergenze interpretative aveva suscitato, con la fattispecie di "offerta al pubblico di strumenti finanziari", definita come «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati». Scopo di tale riforma è senz'altro quello di

introdurre una fattispecie in grado di includere nel proprio ambito di applicazione quante più prassi concrete del mercato primario e secondario. Riprova ne sia l'uso di termini volutamente più generici, come "ogni comunicazione" e "persone" al posto rispettivamente di "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale" e "pubblico".

Tuttavia, a subire l'intervento più incisivo e profondo è la Parte IV del TUF, dedicata agli emittenti, laddove il Decreto n. 51 del 2007 riscrive il Capo I del Titolo II. Viene infatti aggiunto un nuovo art. 93bis, che contiene, tra le altre definizioni, anche il nuovo rilevante genus degli "strumenti finanziari comunitari" 302.

Di non trascurabile rilevanza, anche al fine di delineare i profili soggettivi di responsabilità, è l'introduzione, alla lettera e) dello stesso art. 93bis, della definizione di "responsabile del collocamento" quale «soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico». Peraltro, il fulcro del recepimento della Direttiva n. 2003/71/CE viene collocato dal D. Lgs. 51 del 2007, come logico, negli artt. 94 e ss. del TUF, riscrivendo le regole della sollecitazione all'investimento, sostituita dall'offerta al pubblico di prodotti finanziari, con il precipuo scopo di perseguire più efficacemente la tutela degli investitori e del risparmio, facilitando al contempo le imprese sane e corrette nel reperire risorse sul mercato dei capitali.

In questo contesto normativo, ridisegnato dal legislatore europeo, si colloca l'art. 100bis come da ultimo riformato ex art. 3, co. 8, del D. Lgs. n. 303 del 2006.

Appare dunque importante, per delineare meglio i confini della fattispecie di "circolazione dei prodotti finanziari", analizzare la nuova disciplina del prospetto dettata dal TUF ed i nuovi profili di responsabilità che ne emergono.

6 – LA NUOVA DISCIPLINA DELL'APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

L'approvazione del D. Lgs. n. 51 del 2007, per il recepimento della Direttiva c.d. "Prospetto", ha riscritto la disciplina in tema di sollecitazione all'investimento e prospetto informativo, apportando sostanziali novità anche in merito ai profili di responsabilità.

.

³⁰² Gli "strumenti finanziari comunitari" sono oggi definiti dall'art. 93bis del TUF come "i valori e le quote di fondi chiusi", a seguito della modifica apportata dall'art. 15 del D. Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007.

Infatti, mentre la formulazione previgente dell'art. 94 del TUF taceva sulle problematiche di una possibile responsabilità da prospetto, il nostro ordinamento ha finalmente adottato norme espresse che disciplinano tale ambito, sollevando dottrina e giurisprudenza dal difficile compito di colmare il relativo vuoto legislativo.

L'analisi della nuova responsabilità da prospetto deve, comunque, tener conto anche delle disposizioni contenute nel Regolamento "Emittenti" emanato dalla Consob in forza dell'art. 95, co. 1, del TUF³⁰⁴.

Pertanto la disciplina italiana del prospetto è contenuta in fonti di tre livelli diversi: la direttiva comunitaria, la legge ed il regolamento Consob. Questa tripartizione rende a volte difficile per l'interprete l'esatta ricostruzione del significato delle disposizioni vigenti.

Tenuto conto, dunque, della complessità della materia, è appropriato iniziare l'esame della disciplina ricostruendo la collocazione sistematica dell'art. 94. Questa norma si trova nella Parte IV del TUF, dedicata alla "disciplina degli emittenti" e compresa tra gli artt. 91 e 165septies del TUF. La Parte IV è a sua volta suddivisa in tre titoli, concernenti rispettivamente le "disposizioni generali" (Titolo I, artt. 91-93 del TUF), l'"appello al pubblico risparmio" (Titolo II, artt. 93bis-112 del TUF) e gli "emittenti" (Titolo III, artt. 113-165septies del TUF).

Nel titolo II della Parte IV del TUF, il legislatore distingue fra "offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita" (Capo I, artt. 93bis-101ter del TUF) ed "offerte pubbliche di acquisto e di scambio" (Capo II, artt. 102-112 del TUF).

Concentrando l'analisi sul Capo I, esso si articola in tre sezioni, dedicate rispettivamente all'"offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti" (Sezione I, artt. 94-98bis del TUF); "offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti" (Sezione II, artt. 98ter-98quinquies del TUF); "disposizioni comuni" (Sezione III: artt. 99-101ter del TUF).

2

Regolamento di attuazione del D. Lgs. del 28 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Delibera Consob, 14 maggio 1999, n. 11971), in www.consob.it.

³⁰⁴ Art. 95, co. 1, del TUF: «la Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione anche differenziate in relazione alla caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati». Da ultimo è intervenuta in proposito la Delibera n. 18079 del 20 gennaio 2012 che ha apportata ulteriori modifiche al Regolamento "Emittenti".

Le disposizioni sulla responsabilità da prospetto si applicano sia alle quote o azioni di OICR aperti che ai prodotti finanziari da essi diversi con una minima differenziazione³⁰⁵.

Una prima distinzione in tema di responsabilità va, invece, effettuata in merito alla disposizione contenuta nell'art. 95, co. 2, del TUF, in forza del quale la «CONSOB individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti». Questa responsabilità, che riguarda non solo il responsabile del collocamento, ma anche i singoli intermediari incaricati di eseguirlo, non è qualificabile come responsabilità da prospetto in senso stretto, ma è piuttosto definibile come una responsabilità "da doveri accessori rispetto al prospetto"³⁰⁶.

Inoltre va evidenziata l'ulteriore distinzione della figura di responsabilità ex art. 94, prevista in caso di pubblicazione di un prospetto non vero o non completo, dalla responsabilità sussistente, di contro, in caso di omessa pubblicazione del prospetto, ipotesi alla quale è riconducibile anche la fattispecie di circolazione dei prodotti finanziari ex art. 100bis del TUF.

Tornando alla nozione di "offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita" disciplinata dal Capo I, Parte IV, Titoli II del TUF, il processo di pubblicazione del prospetto si apre con la comunicazione dello stesso alla Consob, che deve approvarlo. Solo a seguito dell'approvazione, il prospetto viene pubblicato. È solo a seguito della pubblicazione che sorgono i problemi di tutela civilistica dell'investitore, in quanto fino a quel momento il prospetto è un documento interno e riservato, non a conoscenza del pubblico e dei mercati.

In merito al contenuto della comunicazione alla Consob, l'art. 4 del Regolamento "Emittenti" stabilisce che «La comunicazione prevista nell'articolo 94, comma 1, del Testo unico è redatta in conformità al modello in Allegato 1A, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell'offerta, è corredata dei

-

³⁰⁵ In merito l'art. 98ter, co. 5, del TUF dispone che all'Offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti "si applica l'articolo 94, commi 8, 9 e 11". Viene, quindi, esclusa l'applicazione del solo comma 10 dell'art. 94, relativo alla nota di sintesi.

³⁰⁶ Cfr. Sangiovanni V., "La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 Testo Unico Finanziario", in Magistra, Banca e Finanza - www.magistra.it - ISSN: 2039-7410, 12 maggio 2010.

documenti indicati nell'Allegato 1A ed è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l'offerta al pubblico». La sottoscrizione è, dunque, prevista solo per emittente ed offerente, non anche per l'intermediario responsabile del collocamento.

Il contenuto del prospetto è invece disciplinato dai commi 1-7 dell'art. 94 TUF. In particolare il 2° comma stabilisce che «il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta».

Rispetto alla previgente formulazione³⁰⁷, il nuovo testo sottolinea come le informazioni debbano esser non solo "tutte", ma anche riportate "in una forma facilmente analizzabile e comprensibile". Con ciò il legislatore sembra aver modificato la ratio del prospetto informativo. Se in passato anche la giurisprudenza non aveva dubitato che la pubblicazione del prospetto costituisse un baluardo a tutela dell'interessi generale dei mercati e di tutti gli investitori, la nuova formulazione dell'art. 94, co. 2, del TUF sembra invece incentrare la disciplina del prospetto informativo in particolare sulla tutela degli investitori non professionali, c.d. "need of protection". Se così fosse le conseguenze sarebbero rilevanti in particolar modo per il regime della nullità conseguente all'omessa pubblicazione del prospetto, che andrebbe qualificata come relativa piuttosto che assoluta. Tuttavia tale ricostruzione è da subito esclusa dal nuovo regime di autorizzazione di cui è incaricata la Consob in tema di prospetti informativi, che si analizzerà a breve.

Inoltre va considerato anche il dettato dell'art. 94, co. 2, del TUF, il quale introduce la distinzione fra prospetto e nota di sintesi, quale parte obbligatoria dello stesso, che riporta, appunto, i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta. Lo scopo è quello di non costringere l'investitore medio a dover consultare il prospetto, che sovente è

³⁰⁷ Il testo dell'art. 94, co.2, TUF antecedente al recepimento della Direttiva Prospetto così prevedeva: «Il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.»

un documento voluminoso, senza riuscire nella maggior parte dei casi a ricavare quali rischi e circostanze siano effettivamente rilevanti in quella specifica offerta al pubblico di strumenti finanziari³⁰⁸. Questa funzione, oggi, dovrebbe essere svolta dalla nota di sintesi, in relazione alla quale il legislatore si è peraltro preoccupato di limitare la responsabilità civile³⁰⁹.

Infine va sottolineata un'altra importante novità introdotta dal D. Lgs. n. 51 del 2007, sempre nella prospettiva di una maggiore tutela del risparmio, degli investitori e dei mercati. Infatti, in costanza della precedente versione del TUF, la pubblicazione del prospetto doveva essere esplicitamente autorizzata dalla Consob solo qualora la sollecitazione all'investimento riguardasse prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'art. 116 dello stesso TUF. Di contro, laddove la sollecitazione avesse avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante, caso più frequente, il previgente art. 94, co. 3, prevedeva la sola forma del silenzio-assenso della Consob, dal momento che, trascorsi quindici giorni senza che la stessa avesse richiesto integrazioni al prospetto, la pubblicazione doveva ritenersi implicitamente autorizzata. Di contro, il nuovo testo dell'art. 94, co. 1, sancisce espressamente che «il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato», mentre il nuovo art. 94bis, al fine di escludere qualsiasi ipotesi di tacita autorizzazione, chiarisce, al 2° comma, che «la mancata decisione da parte della Consob nei termini previsti non costituisce approvazione del prospetto>>.

Pertanto, nel nuovo quadro normativo, che disciplina il processo di "offerta al pubblico", il legislatore sembra aver tenuto in maggior conto il diritto dell'investitore, anche professionale, a comprendere il contenuto del prospetto, documento in passato redatto troppo spesso in gergo volutamente tecnico e, dunque, inidoneo a fondare scelte d'investimento realmente consapevoli. Inoltre a maggior tutela ed informativa dell'investitore retail, viene sancito l'obbligo di allegare al prospetto una nota di sintesi, per meglio evidenziare ed esplicitare i rischi della specifica offerta al pubblico di prodotti finanziari.

_

³⁰⁹ Ex art. 94, co. 10, del TUF.

³⁰⁸ Per una panoramica sui rischi che presentano gli strumenti finanziari nei singoli casi si veda Franza E., "I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico", in Contratti, 2009, pagg. 74 e ss..

7 – LA NUOVA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

Il D. Lgs. n. 51 del 2007, riformando l'art. 94 del TUF in tema di responsabilità, non solo ha completamente riscritto la disciplina del prospetto informativo, ma ha persino attuato una normativa ben più severa di quanto non prevedesse in proposito la Direttiva Prospetto.

Infatti l'art. 6 della Direttiva n. 2003/71/CE si limitava a stabilire per gli Stati membri l'obbligo di imputare la responsabilità per le informazioni inserite in un prospetto ad almeno un soggetto tra l'emittente o i suoi organi di amministrazione, direzione e controllo, l'offerente, la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o, infine, il garante. Pertanto la disciplina comunitaria si limitava a stabilire che la responsabilità di tali soggetti fosse alternativa l'una all'altra, lasciando agli Stati membri la scelta di quali e quanti soggetti coinvolgere come responsabili delle informazioni inserite in un prospetto³¹⁰. Il legislatore italiano ha adottato la scelta più rigida e severa, in quanto all'8° comma del nuovo art. 94 del TUF ha previsto che siano solidalmente responsabili «l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto».

La riforma dell'art. 94 del TUF ha toccato, dunque, anche e soprattutto i profili oggettivi e soggettivi della responsabilità, delineando un quadro nuovo ed, a volte, problematico d'interpretazione e di raccordo con la nuova fattispecie del successivo art. 100bis.

In particolare, mentre la precedente versione del TUF mancava di specificare il novero dei soggetti a vario titolo coinvolti nel processo di redazione e pubblicazione del prospetto, il nuovo testo dell'art. 94 enuncia espressamente i soggetti a cui va imputata la responsabilità nei confronti degli investitori.

L'8° comma sancisce, infatti, che «l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di

³¹⁰ Cfr. Bruno S., "La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico", in Banca e borsa, 2009, I, pagg. 785 e ss..

aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

In forza del successivo comma, alla stessa prova liberatoria è soggetto anche l'intermediario responsabile del collocamento, sul quale grava «La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole». Secondo la dottrina³¹¹ il legislatore ha scelto di dedicare all'intermediario collocatore un comma specifico, per evidenziare come lo stesso sia responsabile non solo dell'attività di collocamento, ma, più in generale, anche del controllo delle informazioni inserite dall'emittente nel prospetto, anche se non redatto dallo stesso intermediario responsabile del collocamento.

Infine, mentre il 10° comma esclude la responsabilità per quanto riportato nella nota di sintesi «a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente», l'11° comma disciplina il regime in tema di prescrizione delle azioni risarcitorie.

La normativa dettata dagli ultimi quattro commi dell'art. 94 appare piuttosto articolata ed è necessario, al fine di analizzarla, considerare separatamente i diversi elementi inseriti nella fattispecie di "offerta al pubblico": i soggetti attivi e passivi dell'azione di responsabilità civile; la condotta sanzionata dalla norma; l'evento dannoso; il nesso di causalità fra condotta ed evento; l'onere della prova.

7.1 – I SOGGETTI ATTIVI DELL'AZIONE DI RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

L'art. 94, co. 8, del TUF identifica anzitutto il soggetto attivo dell'azione di responsabilità civile nella figura dell'"investitore", ossia colui il quale ha aderito all'offerta al pubblico di strumenti finanziari, a cui si riferisce il prospetto. Il soggetto attivo, qualora ricorrano i presupposti fissati dalla legge, può agire in giudizio e chiedere il risarcimento del danno.

Un profilo interpretativo delicato in tema di soggetti attivi si coglie allorché l'8° comma prevede che i soggetti passivi siano responsabili nel confronti dell'investitore «che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto». Pertanto, in via di principio, grava sull'investitore la prova di aver fatto ragionevole affidamento sulle informazioni contenute nel prospetto. Questo elemento specifico ed ulteriore si atteggia dunque a specifico nesso

-

³¹¹ Cfr. Cugnasco R., in Società, n. 7/2008, op. cit., pag. 805.

di causalità tra la conoscenza diretta delle informazioni inserite nel prospetto e la decisione di investire nei titoli oggetto dell'offerta. Tuttavia deve ammettersi che tale prova sarebbe molto difficile, se non addirittura "diabolica"³¹² per il soggetto attivo. La dottrina, pertanto, sostiene che l'affidamento sia presunto dal sistema normativo, il quale, sia a livello comunitario che nazionale, è improntato ad incoraggiare l'affidamento. In questo senso si esprime infatti la Direttiva Prospetto, per la quale la divulgazione di informazioni complete non solo attiene alla tutela degli investitori, ma è anche un efficace strumento per accrescere la fiducia nel corretto funzionamento e sviluppo del mercato degli strumenti finanziari³¹³.

È tuttavia opportuno ed appropriato rinviare l'approfondimento dell'elemento "affidamento" al momento in cui si analizzerà il nesso di causalità tra condotta e danno nella responsabilità da prospetto.

7.2 – I SOGGETTI PASSIVI DELL'AZIONE DI RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

Il nuovo art. 94, a differenza della previgente formulazione, identifica coloro i quali possono essere chiamati a rispondere civilmente per la predisposizione del prospetto. L'8° comma individua quattro tipologie di soggetti passivi: l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante e le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.

Seguendo l'ordine del legislatore, per la definizione di emittente occorre fare riferimento alla disciplina comunitaria secondo cui, ex art. 2, co. 1, lett h) della Direttiva Prospetto, l'emittente è «una persona giuridica che emette o si proponga di emettere strumenti finanziari». Pertanto appare ovvio che in primo luogo l'emittente debba rispondere delle informazioni relative ai titoli che propone al mercato. Non a caso questi, insieme all'offerente, è il soggetto su cui incombe l'obbligo di predisporre il prospetto ex art. 94, co. 1, del TUF³¹⁴. Tale soggetto, il cui obiettivo è ottenere dal pubblico degli investitori risorse economiche in cambio dei propri titoli in emissione, mira senz'altro ad inserire nel prospetto una rappresentazione quanto più prospera della propria situazione, al fine d'incentivare il collocamento dei propri strumenti finanziari. Tale aspirazione, se tradotta in un prospetto contenente

³¹² In tal senso cfr. Bruno S., in Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 794.

Nello specifico si vedano i Considerando 18, 21 e 27 della Direttiva n. 2003/71/CE.

³¹⁴ Cfr. Art. 94, co. 1, del TUF: "coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto".

informazioni false o incomplete, può portare gli investitori a pagare un prezzo eccessivamente ed ingiustamente alto per quei titoli, in quanto non corrispondente al valore reale degli stessi. È questo il rischio che il legislatore si prefigge di scongiurare, sanzionando appunto l'emittente, nel caso in cui diffonda sul mercato un prospetto contenente informazioni false o incomplete. Un siffatto documento è in grado di fuorviare gli investitori nel «pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti»

Il secondo soggetto chiamato a rispondere delle informazioni contenute nel prospetto è "l'offerente". Anche per questa nozione si deve far ricorso alla disciplina comunitaria, che definisce tal figura come «qualsiasi persona fisica o giuridica che offra al pubblico strumenti finanziari» ex art. 2, co. 1, lett. i) della Direttiva Prospetto. L'offerente, dunque, non coincide necessariamente con l'emittente. Seppur nella prima fase dell'offerta al pubblico vi è coincidenza, successivamente l'offerente può essere persona diversa dall'emittente, cioè il soggetto che ha dapprima comprato gli strumenti finanziari ed ora intende rivenderli. È proprio questo il caso contemplato dall'art. 100bis del TUF.

La ratio che giustifica il coinvolgimento dell'offerente nella responsabilità da prospetto è la stessa dell'emittente, poiché identico è il rischio che si corre: mediante la diffusione di informazioni false o incomplete l'offerente può indurre gli investitori a convincimenti sbagliati e scelte mal ponderate, con particolare riferimento ad un prezzo dello strumento finanziario diverso da quello reale.

A questi due soggetti la nuova normativa aggiunge il "garante" quale ulteriore responsabile per il contenuto del prospetto. Di tale figura la Direttiva n. 2003/71/CE non offre una definizione, forse in ragione del fatto che non necessariamente partecipa all'operazione di offerta al pubblico. Compito del garante è notoriamente quello di assicurare il buon esito dell'offerta, ragion per cui anch'esso risponde di veridicità e completezza del prospetto. Questi, infatti, parimenti all'emittente ed all'offerente, può avere interesse alla diffusione di un prospetto falso ed incompleto, al fine di incentivare gli investitori a sottoscrivere gli strumenti finanziari,

.

³¹⁵ Cfr. Art. 94, co. 2, del TUF.

prospettando loro una situazione più rosea della realtà. Nello specifico caso del garante, l'esplicita previsione della sua responsabilità mira, pertanto, ad eliminare questo incentivo, creandone invece uno esattamente opposto, vale a dire quello di contribuire affinché le informazioni contenute nel prospetto siano il più possibile precise, veritiere e complete.

L'8° comma dell'art. 94 del TUF prevede una quarta ed ultima categoria di potenziali soggetti passivi in un'azione per responsabilità da prospetto, identificati nelle "persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto". In proposito non danno alcuna definizione né la Direttiva Prospetto, né il relativo Regolamento di attuazione n. 2004/809/CE, nel quale si prevede solo che possa trattarsi di una persona sia fisica che giuridica. Nei soli Allegati a tale regolamento si prevede che debba esservi almeno un soggetto responsabile delle informazioni contenute nel prospetto, in tutto o in parte³¹⁶. Pertanto può ben essere lo stesso emittente a dichiararsi responsabile per le informazioni.

Secondo la dottrina il responsabile è, in generale, colui il quale, avendo adottato la ragionevole diligenza, deve dichiarare che le informazioni inserite nel prospetto sono conformi ai fatti e non presentano omissioni in grado di alterarne la sostanza³¹⁷.

Visto il silenzio della normativa sulla figura del responsabile delle informazioni, è dunque possibile solo rifarsi alla prassi, in base alla quale il prospetto viene firmato dall'emittente e dal suo rappresentante legale, identificato tipicamente dal presidente del consiglio d'amministrazione o dall'amministratore delegato. Può inoltre accadere che sia indicato come responsabile un dipendente, come il direttore finanziario,

-

³¹⁶ Cfr. Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit., il quale evidenzia alcuni passaggi dei vari allegati al Regolamento 2004/809/CE: «L'Allegato I prevede che, fra le informazioni minime da includere nel documento di registrazione relativo ad azioni, si debba indicare "ogni persona responsabile delle informazioni fornite nel documento di registrazione e, eventualmente, di talune parti di esso. In quest'ultimo caso, indicare le relative parti. Nel caso di persone fisiche, inclusi i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'emittente, fornire il nome e la qualifica della persona; nel caso di persone giuridiche, fornire la denominazione e la sede" (art. 1.1 allegato I al reg. n. 809/2004). Inoltre occorre una "dichiarazione delle persone responsabili del documento di registrazione attestante che, avendo esse adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni in esso contenute sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso" (art. 1.2 allegato I al reg. n. 809/2004). Infine serve una "eventuale dichiarazione delle persone responsabili di talune parti del documento di registrazione attestante che, avendo adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni contenute nella parte del documento di registrazione di cui sono responsabili sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso" (art. 1.1.2 allegato I al reg. n. 809/2004). Disposizioni simili sono contenute in altri allegati al regolamento comunitario».

piuttosto che un consulente esterno. Infatti non è raro che i prospetti vengano predisposti da studi legali o di consulenza specializzati.

Pertanto, solo nel caso in cui tali soggetti si assumano, con l'apposita dichiarazione contenuta nel prospetto, la responsabilità delle informazioni in esso contenute, anche per essi vigerà la presunzione iuris tantum di colpevolezza ex art. 94, co. 8, del TUF³¹⁸.

Vale a tal punto la pena di fare una breve precisazione. Tutti i soggetti che contribuiscono, a diverso titolo, alla formazione ed inserimento nel prospetto delle informazioni rilevanti sull'emittente e sul prodotto finanziario offerto sono comunque responsabili civilmente. Tuttavia, per coloro che vengono identificati dall'8° comma dell'art. 94 si produce l'inversione dell'onere della prova. Come vedremo questo è un elemento che nella ricostruzione sistematica contribuisce a caratterizzare la nuova responsabilità da prospetto come responsabilità extracontrattuale.

Pertanto, stante il vuoto normativo nazionale e comunitario nel definire il concetto, spetta in definitiva all'emittente individuare i responsabili, dal momento che questi cura, più nello specifico, la redazione del prospetto. Ciò può portare ad un conflitto fra l'emittente ed i soggetti dichiarabili responsabili. L'emittente ha infatti interesse ad ampliare il novero dei soggetti, che sono potenzialmente chiamati a rispondere nei confronti degli investitori in quanto dichiarati "responsabili delle informazioni". Normalmente coloro che collaborano alla redazione del prospetto invece, non essendovi obbligati per legge, preferiscono non essere indicati in tale documento come responsabili.

È possibile, tuttavia, riscontrare una connessione con le disposizioni civilistiche, in base alle quali possono generalmente annoverarsi tra i soggetti "responsabili delle informazioni" gli amministratori dell'emittente. Ci si riferisce in particolare all'art. 2395, co. 1, c.c., secondo cui le disposizioni dei precedenti articoli, vale a dire quelle sulla responsabilità degli amministratori, «non pregiudicano il risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori». In questo caso, però, non si ha la stessa

³¹⁸ Per un approfondimento sul valore giuridico della dichiarazione di responsabilità si veda Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit..

presunzione di colpevolezza che opera, invece, nella responsabilità da prospetto³¹⁹. Pertanto, in forza delle regole generali, spetta all'investitore, che esercita l'azione di risarcimento ex art. 2395 c.c., dimostrare che l'amministratore non abbia adottato, per dolo o colpa, la dovuta diligenza nella predisposizione del prospetto.

La nuova formulazione dell'art. 94 del TUF specifica inoltre che i soggetti passivi, come identificati dall'8° comma, sono responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, «ciascuno in relazione alle parti di propria competenza». Questa precisazione si spiega in ragione della possibilità, riconosciuta dalla disciplina nazionale e dalla stessa Direttiva n. 2003/71/CE, per la quale ogni parte del prospetto possa esser predisposta da un distinto responsabile, che risponde dunque solo della parte di propria pertinenza.

In dottrina si è evidenziato come la possibilità di ampliamento del novero dei "responsabili delle informazioni contenute nel prospetto" e, conseguentemente, dei soggetti gravati dall'onere della prova in forza dell'inversione ex art. 94, co. 8, del TUF, costituirà un disincentivo all'esplicita assunzione di responsabilità aggiuntive da parte dei soggetti non esplicitamente individuati come responsabili dalla legge³²⁰. Tuttavia il legislatore ha adottato una scelta che, pur sacrificando questo aspetto, si preoccupa soprattutto di responsabilizzare i soggetti che si assumono la paternità delle informazioni che hanno contribuito ad inserire nel prospetto. Starà ai soggetti, che intenderanno aggiungersi come "responsabili delle informazioni", di contrattare con l'emittente un'adeguata contropartita per l'eventuale assunzione di responsabilità solidale da aggiungersi a quella imputata ai soggetti già individuati dall'8 comma dell'art. 94 del TUF.

7.3 – CONDOTTA SANZIONATA ED EVENTO DANNOSO

La condotta vietata e sanzionata dalla disciplina in tema di offerta al pubblico di prodotti finanziari consiste nella predisposizione di un prospetto carente sotto il profilo della "veridicità e completezza delle informazioni" in esso contenute. Nello specifico, l'art. 94, co. 8, del TUF tratta questi due requisiti quando delinea l'onere della prova di cui è gravato il soggetto passivo. In forza di tale disposizione un prospetto può dirsi veritiero quando riporta informazioni "conformi ai fatti", che trovano dunque effettivo riscontro nella realtà, mentre di completezza può parlarsi

³¹⁹ Cfr. Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 793.

³²⁰ Cfr. Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 788.

quando il prospetto non contiene "omissioni tali da alterarne il senso", per cui non deve esser tralasciata alcuna circostanza rilevante «affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell' emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti».

L'investitore, soggetto attivo, deve quindi dedurre in giudizio la propria adesione all'operazione indicata nel prospetto, sia esso un acquisto, una vendita o una scambio di strumenti finanziari. Inoltre lo stesso deve provare il danno subito, che solitamente consiste in un prezzo degli strumenti finanziari, oggetto dell'offerta al pubblico, che non riflette il loro reale valore. Occorre qui precisare la diversa disciplina applicabile alla determinazione dei danni subiti a seconda della diversa natura, contrattuale o extracontrattuale, attribuita alla responsabilità da prospetto.

L'unico riferimento normativo in merito al profilo dei danni è contenuto nel Considerando n. 19 della Direttiva Prospetto, che amplia il panorama, facendo riferimento ad investitori "attuali e potenziali".

In proposito la giurisprudenza, in merito alle società chiuse e con particolare riferimento all'inserimento nel bilancio di informazioni false, ha riconosciuto la risarcibilità della più ampia tipologia di danni ipotizzabile, vale a dire non solo da investimento o disinvestimento, ma anche da mancato investimento o mancato disinvestimento³²¹. Parimenti, con riferimento al danno da investimento dottrina e giurisprudenza reputano risarcibili i danni collegati ad operazioni sia sul mercato primario che su quello secondario, rispettivamente conseguenti a sottoscrizione o acquisto di strumenti finanziari³²². Il punto fermo si incentra sulla considerazione che le informazioni false o omesse alterano il prezzo di mercato del prodotto finanziario, ragion per cui il danno va rapportato alla quotazione che il mercato avrebbe proposto

-

Ex plurimis si veda Trib. Milano, Sentenza del 22 settembre 1986, in Società, 1987, I, p. 162, in tema di sottoscrizione di un aumento di capitale a seguito di bilancio artefatto; Trib. Napoli, Sentenza del 16 giugno 1986, in Società, 1986, II, p. 1345, per mancata sottoscrizione di un aumento di capitale; Trib. Milano, Sentenza del 29 aprile 1999, in cui il danno risarcibile è consistito nel mantenimento dell'investimento dovuto alla falsa rappresentazione della situazione patrimoniale nella documentazione sociale; Trib. Milano, Ordinanza del 29 settembre 1983, in Giur. Comm., 1984, II, p. 42, in cui i soci di fronte a bilanci attivi, ma falsi e sostanzialmente in perdita si sono astenuti cedere i titoli in loro possesso perché ingannati dalle comunicazioni sociali non veritiere.

Si veda Trib. Milano, Sentenza del 24 agosto 2002, in Foro Italiano, 2003, I, pag. 1903; Corte

Si veda Trib. Milano, Sentenza del 24 agosto 2002, in Foro Italiano, 2003, I, pag. 1903; Corte d'Appello di Milano, Sentenza dell'8 luglio 1997, in Giur. Comm., 1998, II, pag. 532; Cassazione, Sentenza del 3 dicembre 1984, n. 6300. In dottrina si veda Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op cit., pagg. 154 e ss..

qualora non vi fosse stata l'alterazione provocata dal prospetto non veritiero o incompleto. Di contro, laddove le informazioni contenute nel prospetto fossero state veritiere e complete, l'investitore si sarebbe comportato in maniera diversa, o desistendo dall'aderire all'offerta o aderendovi comunque, ma a condizioni e prezzo diversamente determinate.

7.4 – NESSO DI CAUSALITÀ ED ONERE DELLA PROVA

Discorso specifico merita il nesso di causalità con cui l'art. 94 lega la condotta illecita, consistente in un prospetto non veritiero o non completo, e l'evento dannoso, identificato dall'adesione all'operazione finanziaria a condizioni e prezzo alterati dalla condotta illecita.

Questo nesso è previsto dalla legge nel punto in cui riconosce il ristoro dei danni subiti dall'investitore «che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto» Pertanto la prova che deve fornire l'investitore riguarda anzitutto la rilevanza delle informazioni assunte quali false o incomplete. In proposito le omissioni e le falsità contenute nel prospetto non devono esser di minima rilevanza. In letteratura il criterio distintivo per determinare la rilevanza o meno viene solitamente rintracciato nella capacità dell'informazione, falsa o incompleta, di alterare il prezzo del prodotto finanziario sul mercato.

In dottrina ci si è chiesti se l'investitore danneggiato sia gravato dall'onere di provare il fatto del ragionevole affidamento. L'orientamento prevalente³²⁴ libera il soggetto attivo da questa prova, ritenendo non necessario che l'investitore dimostri di avere effettivamente letto il prospetto e di essere stato tratto in inganno dallo stesso. Tale orientamento si fonda su un principio immanente nella disciplina del settore finanziario: l'affidamento degli investitori nella informazioni circolanti sul mercato deve esser presupposto, in quanto senza affidamento non c'è fiducia, e senza fiducia non c'è mercato, come sottolineato in più punti dalla stessa Direttiva Prospetto³²⁵.

A risolvere la questione interviene l'art. 94, co. 8, del TUF, che inverte, l'onere della prova, in attuazione del principio generale di vicinanza della prova.

³²³ Cfr. Art. 94, co. 8, del TUF.

Ex plurimis si veda Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 794; nonché Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit..

Nello specifico si vedano i Considerando 18, 21 e 27 della Direttiva n. 2003/71/CE.

È dunque l'intermediario a dover fornire la prova del mancato affidamento, da parte dell'investitore, sulla informazioni false o incomplete contenute nel prospetto.

Lo scopo del legislatore è quello di ottenere, con la disciplina in commento, un comportamento corretto da parte di emittenti ed intermediari, identificato dalla pubblicazione di un prospetto veritiero e completo. Nell'ipotesi in cui tale prospetto contenga informazioni rilevanti non veritiere o incomplete, si presume iuris tantum che esso sia idoneo ad alterare la scelta dell'investitore e che questi vi abbia fatto affidamento.

Tuttavia occorre precisare che tale presunzione iuris tantum può operare solo per un certo periodo. In proposito, infatti, la Direttiva 2003/71/CE si riferisce al «chiaro limite temporale di validità del prospetto» che l'art. 9 fissa in dodici mesi³²⁶. In ragione di tale limite può presumersi che il prezzo degli strumenti finanziari rifletta le informazioni false o incomplete del prospetto per un certo periodo, normalmente dodici mesi, oltre il quale, per la dottrina, non vigerebbe più l'inversione dell'onere della prova ex art. 94, co. 8, del TUF³²⁷, a causa della perdita di validità delle informazioni comunque contenute nel prospetto e, di conseguenza, dell'impossibilità per l'investitore di fare ancora affidamento su di esse.

L'azione di responsabilità da prospetto viene, poi, decisamente facilitata dal legislatore, il quale prevede che i soggetti passivi risultino esenti da responsabilità solo nel caso in cui forniscano la prova «di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso»³²⁸. Si verifica pertanto un'inversione generale dell'onere della prova, in forza del quale si presume iuris tantum che i danni subiti dall'investitore siano riconducibili all'emittente, all'offerente, al garante ed alle altre persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.

Tale presunzione di colpa e relativa inversione dell'onere della prova non era prevista dalla Direttiva Prospetto. Pertanto, anche sotto questo profilo, il legislatore nazionale ha approntato una disciplina più rigida e stringente per gli operatori del

³²⁶ Cfr. il Considerando n. 26 della Direttiva 2003/71/CE secondo cui «Per evitare che vengano date informazioni superate occorrerebbe stabilire un chiaro limite temporale di validità dei prospetti»; nonché art. 10, co. 1, del Regolamento Consob n. 11971 del 1999.

³²⁷ Cfr. Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 795.

³²⁸ Cfr. Art. 94, co. 8, del TUF.

mercato. Graverà, infatti, sui soggetti passivi la prova di aver adottato la massima diligenza possibile nel verificare veridicità e completezza delle informazioni inserite nel prospetto. Si tratta, senz'altro, di una prova difficile da fornire.

Appare dunque palese la scelta del legislatore, che ha voluto favorire le azioni in giudizio ex art. 94 del TUF, tentando di invertire la tendenza e di scongiurare così lo scarsissimo utilizzo della responsabilità da prospetto verificatosi sotto le previgente disciplina³²⁹.

7.5 - L'INTERMEDIARIO RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO

È opportuno, a questo punto, analizzare lo specifico profilo di responsabilità che il legislatore ha voluto prevedere per una particolare figura di intermediario coinvolta nelle operazioni di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

In forza del 11° comma dell'art. 94 del TUF «la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente».

La scelta del legislatore, non causale, di dedicare all'intermediario collocatore un comma specifico, invece di includerlo nel novero dei soggetti passivi di cui al comma precedente, viene letta dalla dottrina alla luce dell'esigenza di sottolineare come lo stesso sia responsabile non solo per la specifica attività di collocamento, ma anche per un più generale compito di controllo delle informazioni contenute nel prospetto, pur se comunicate dall'emittente e redatte a cura di un diverso intermediario³³⁰.

Il legislatore, nell'aggiungere quest'ulteriore figura di soggetto passivo, prevede che si tratti non di un intermediario qualsiasi, ma dell'intermediario "responsabile del collocamento". L'art. 93bis, co. 1, lett e), del TUF definisce questa figura come «il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico».

Per inquadrare tale figura occorre considerare la struttura delle operazioni di offerta al pubblico di prodotti finanziari, nella quali è prassi per l'emittente di avvalersi di un

330 Cfr. Cugnasco R., in Società, n. 7/2008, op. cit., pag. 805.

_

³²⁹ Cfr. Girino E., "I mercati finanziari fra abusi e tutele",in Amministrazione & Finanza, Ipsoa, 2006.

intermediario per il collocamento degli strumenti finanziari³³¹. L'emittente ha solitamente la necessità di avvalersi dell'opera di una pluralità di intermediari, tra cui si rintraccia anzitutto il c.d. "lead manager" o responsabile del collocamento. A questi però si aggiungono nella prassi altri intermediari, che affiancano il lead manager componendo il c.d. "consorzio di collocamento". Pertanto gli strumenti finanziari, sotto la gestione e supervisione del lead manager, vengono dapprima acquisiti dai componenti il consorzio di collocamento, che provvedono poi a rivenderli ad altri intermediari, fino al collocamento presso i destinatari finali, vale a dire gli investitori, siano essi retail o meno.

A prima vista il 9° comma dell'art. 94 del TUF appare non perseguire la massima tutela degli investitori, in quanto limita il novero degli intermediari potenzialmente responsabili al solo lead manager, senza coinvolgere gli altri operatori che intervengono nel consorzio di collocamento.

Tuttavia una più attenta analisi rivela come il legislatore abbia compiuto la scelta più coerente con il sistema di tutele approntato dal TUF, coerenza riconosciuta anche dalla dottrina. La responsabilità "da prospetto" deve infatti imputarsi a chi partecipa alla predisposizione del prospetto, non potendo, in linea di principio, essere attribuita a soggetti che ne rimangono invece estranei³³². Alla luce di tale criterio, di certo gli intermediari che fanno parte del consorzio di collocamento non partecipano alla predisposizione e redazione del prospetto informativo.

In proposito parte della dottrina obietta che nemmeno il responsabile del collocamento, di norma, partecipa alla stesura del prospetto. Pur essendo vera tale considerazione, non può tralasciarsi la circostanza per cui il lead manager non solo detiene un ruolo organizzativo centrale nella distribuzione degli strumenti finanziari emessi, ma ha inoltre la funzione di controllare i contenuti del prospetto, verificandone veridicità e completezza ex art. 94, co. 9 del TUF, funzione che, invece, non è attribuita agli altri componenti il consorzio di collocamento, in quanto ritenuti dal legislatore troppo distanti dall'emittente per essere incaricati di una funzione di controllo sul contenuto del prospetto.

_

Per un approfondimento sulla prassi di collocamento degli strumenti finanziari si veda Pagnoni E., "Negoziazione e collocamento "riservato" come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari", in Società, 2005, pagg. 159 e ss..

³³² In tal senso si veda Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit..

Naturalmente ciò non significa un'assoluta assenza di responsabilità per gli operatori coinvolti nei consorzi di collocamento. Se, infatti, il lead manager risponde della responsabilità da prospetto, gli altri intermediari coinvolti nell'operazione di collocamento sono responsabili nei confronti degli investitori in forza di altre disposizioni di legge. Ci si riferisce anzitutto l'art. 34sexies, co. 1, del Regolamento Emittenti, per il quale «i soggetti indicati nell'articolo 95, comma 2, del testo unico si attengono a principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta al pubblico e si astengono dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o idonee a influenzare l'andamento delle adesioni> 333. In via analogica si potrebbe ipotizzare una responsabilità degli intermediari ex art. 2339, co. 2, c.c., che disciplina la costituzione di S.p.A. per pubblica sottoscrizione. Il programma presentato dai promotori viene accettato dai soci fondatori che sottoscrivono il capitale iniziale. In proposito la suddetta norma prevede che sono «solidalmente responsabili verso la società e verso i terzi coloro per conto dei quali i promotori hanno agito». Stesso ruolo assumono gli intermediari, che agiscono per conto dell'emittente nel collocare i prodotti finanziari³³⁴. Essi possono rispondere nei confronti dei terzi, cioè degli investitori che hanno fatto affidamento sulle informazioni contenute nel prospetto.

Infine la responsabilità degli operatori di mercato che collocano i titoli in emissione può essere affermata sulla base delle norme di comportamento degli intermediari finanziari, dettate dall'art. 21 del TUF)³³⁵. Si tratta però di una tipologia di responsabilità diversa da quella da prospetto. In particolare la Corte di Cassazione,

-

³³⁴ Cfr. Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit..

³³³ Cfr. Art. 95, co. 2, del TUF: «La Consob individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti».

La dottrina sulla responsabilità degli intermediari finanziari per violazione delle norme di comportamento annovera molti contributi. Fra i più recenti contributi si vedano Inzitari B., Piccinini V., "La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari", Padova, 2008; Guernelli M., "L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali", in Giur. comm., 2009, I, pagg. 360 e ss.; Mancini A. M., "La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso", in Rass. dir. civ., 2007, pagg. 51 e ss.; Morandi P., "Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili", in Obbl. Contr., 2009, pagg. 47 e ss.; Righini E., "Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore", in Giur. comm., 2009, II, pagg. 150 e ss.; Serraino G., "Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario", in Dir. prat. soc., 2009, fasc. 3, pagg. 55 e ss..

nelle Sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007³³⁶, ha confermato che la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, il cui adempimento la normativa pone a carico degli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario, dà luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, nel caso in cui tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto quadro d'intermediazione finanziaria destinato a regolare le successive compravendite fra le parti. Di contro si avrà responsabilità contrattuale, con conseguente possibile risoluzione del predetto contratto, laddove le violazioni attengano operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto quadro d'intermediazione finanziaria.

Una volta comprese le motivazioni che hanno spinto il legislatore ha limitare la responsabilità da prospetto alla sola figura del lead manager, si può procedere con l'analisi del suo particolare contenuto. A prima vista il responsabile del collocamento risponde ex art. 94, co. 9, del TUF in termini identici a quelli imputati ai soggetti passivi di cui al precedente comma 8, vale a dire «per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole». Quindi, non ogni falsità od omissione, come visto, è in grado di fondare la responsabilità civile dell'intermediario, in quanto è necessario che risultino alterate le decisioni di un investitore ragionevole, dovendo quindi l'alterazione riguardare circostanze rilevanti.

Tale formulazione porta ad affermare, a prima vista, la sussistenza di una responsabilità, aggiuntiva ai profili direttamente collegati alle attività poste in essere dall'intermediario collocatore, per la quale questi è solidalmente responsabile con i soggetti coinvolti direttamente nella redazione del prospetto per le omissioni o le falsità in esso contenute.

Tuttavia va sottolineato come per il comma 9 dell'art. 94 del TUF le informazioni false o omesse non si riferiscano direttamente al prospetto, riferimento che invece il comma 8 effettua esplicitamente. Ciò si spiega considerando il ruolo svolto dal lead manager, il quale non predispone in senso stretto il prospetto, ma si limita a gestire e supervisionare il collocamento degli strumenti finanziari.

-

³³⁶ Cfr. Cassazione Civile, SS.UU., sentenze del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in www.altalex.com.

Pertanto, in tema di prova liberatoria, ci si deve chiedere fino a che punto debba spingersi la diligenza del responsabile del collocamento nell'assicurare che tali informazioni siano vere e complete. La dottrina, ritenendo che sarebbe iniquo e sproporzionato pretendere un'indagine approfondita sulle informazioni fornite dall'emittente, è concorde nel limitare la responsabilità dell'intermediario collocatore ad una superficiale analisi del prospetto o per «non aver assunto quelle informazioni che erano possibili e lecite» ovvero, ancora, per non aver saputo interpretare tali informazioni «alla luce dei comuni criteri di valutazione di cui un organismo tecnico è dotato»³³⁷.

In conclusione si potrà avanzare contro il responsabile del collocamento la diversa contestazione di non aver controllato il prospetto con la stessa diligenza professionale già richiesta all'intermediario dalla disciplina dei servizi di investimento³³⁸, vale a dire la c.d. "peritia artis".

7.6 – LA TUTELA NELL'ATTUALE DISCIPLINA DA PROSPETTO

Sotto la previgente normativa la dottrina si era divisa in merito alla natura della responsabilità da prospetto, evidenziando orientamenti contrapposti che prospettavano ricostruzioni in chiave contrattuale, extracontrattuale o precontrattuale³³⁹.

In forza della nuova disciplina tale discussione ha subito un ridimensionamento, soprattutto sotto il profilo della prova, a seguito della norma ex art. 94, co. 8, del TUF che disciplina specificatamente l'inversione del relativo onere. Tuttavia permangono profili per i quali la scelta dell'uno o dell'altro orientamento comporta l'applicazione di una differente disciplina in tema, tra l'altro, di determinazione dell'ammontare dei danni, di responsabilità oggettiva o per colpa, di livello di diligenza richiesto e persino di identificazione dei legittimati attivi e passivi³⁴⁰.

Ad una prima analisi letterale la nuova formulazione dell'art. 94 del TUF sembrerebbe stabilire che l'investitore può agire a titolo di responsabilità, presumendo il suo

 ³³⁷ Cfr. Caramazza G., nota a Trib. di Milano, Sentenza dell'11 gennaio 1998, in Società, 1998, 6, pag.
 600. Sostanzialmente concorde Cugnasco R., in Società, n. 7/2008, op. cit., pag. 805.
 ³³⁸ Cfr. Artt. 21 e 23 del TUF.

Cfr. Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit.; nonchè Ventoruzzo M., "La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole", Milano, 2003, pagg. 231 e ss.. Da ultimo è intervenuta la Cassazione, che, con la sentenza dell'11 giugno 2010, n. 14056, ha effettuato un revirement del proprio orientamento, proponendo una ricostruzione in termini di responsabilità extracontrattuale.

Per un'approfondita analisi delle conseguenze derivanti dall'individuazione della differente disciplina applicabile si veda Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit., pagg. 107 e ss..

ragionevole affidamento, nei confronti dell'emittente, dell'offerente, del garante e degli altri responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, qualora le informazioni false o incomplete, purché rilevanti, siano imputabili ai soggetti in questione, ciascuno per la propria parte e per il ruolo svolto, salvo che questi non provino di aver adottato ogni diligenza idonea ad evitare l'ingannevole affidamento. Ouesta prima lettura della disciplina non solo lascia apparentemente aperte alcune

Questa prima lettura della disciplina non solo lascia apparentemente aperte alcune vecchie questioni interpretative, ma ne pone addirittura di nuove.

In primo luogo, la dottrina ha sottolineato come la nuova disciplina preveda un regime di prescrizione speciale e l'elemento dell'affidamento dell'investitore, sostenendo che da queste due novità si dovrebbe definitivamente confermare la natura aquiliana della responsabilità da prospetto³⁴¹.

In particolare si evidenzia l'11° comma dell'art. 94 del TUF, in cui si prevede che «le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione». La legge fissa dunque un termine di cinque anni per l'esercizio dell'azione. Questo termine può essere superato nel caso in cui le falsità o le omissioni siano conosciute successivamente, purché l'azione non venga intrapresa oltre due anni dopo la scoperta. In quest'ultimo caso spetta naturalmente all'investitore dimostrare di avere scoperto falsità o omissioni non più di due anni prima dell'azione di responsabilità. Il legislatore detta, dunque, una disciplina generale per la prescrizione che ricalca il termine quinquennale previsto per la responsabilità extracontrattuale, aggiungendo un elemento di specialità: l'investitore può esercitare l'azione anche oltre i cinque anni dal momento in cui si è verificato il danno, purché dimostri di non aver avuto conoscenza del danno stesso prima di due anni dall'esercizio dell'azione di responsabilità. Questa è, peraltro, la definitiva dimostrazione di come il legislatore incentri l'apparato di tutele intorno alla figura dell'investitore, la cui possibilità di esercizio dell'azione viene non solo positivamente tutelata, ma anche fortemente incentivata.

Inoltre, se si fosse trattato di responsabilità contrattuale, non sarebbe stato necessario introdurre la presunzione semplice di colpevolezza, prevedendo l'inversione

-

³⁴¹ Cfr. Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pag. 789.

dell'onere della prova ex art. 94, co. 8, del TUF, dal momento che, nella responsabilità contrattuale, l'attore non è comunque gravato dalla prova dell'elemento soggettivo del convenuto, ma solo dell'inadempimento.

In generale, poi, la dottrina sostiene che l'individuazione dei soggetti passivi di cui all'art. 94, commi 8 e 9, del TUF rafforza ancor di più la tesi della responsabilità aquiliana dal momento che sia l'emittente, l'offerente ed il collocatore, ma soprattutto il garante ed il responsabile delle informazioni, al momento della pubblicazione del prospetto, non hanno alcun tipo di rapporto diretto con parti identificate o identificabili, essendo l'offerta al pubblico di strumenti finanziari rivolta per definizione ad incertam personam. Pertanto, inizialmente si avranno l'emittente, l'offerente e gli altri soggetti passivi da un lato, e dall'altro il mercato quale destinatario, nel suo complesso, della informazioni contenute nel prospetto. Il soggetto attivo, legittimato alla relativa azione di responsabilità, sarà dunque identificabile in concreto solo nel momento in cui si verificherà il danno, come accade in tutti i casi di illecito extracontrattuale, e non già prima, nel momento della stesura e pubblicazione del prospetto, quale comportamento che integra la condotta illecita³⁴².

Una siffatta ricostruzione può esser avallata dall'analoga responsabilità per danni da false informazioni contenute nel bilancio. In proposito la consolidata giurisprudenza qualifica tale tutela come extracontrattuale, con riferimento sia alle informazioni contenute nel bilancio che alle altre informazioni destinate al mercato³⁴³.

Appaiono, dunque, ancor meno sostenibili ad oggi gli orientamenti che ricostruiscono la responsabilità da prospetto in chiave contrattuale o precontrattuale, anche alla luce del fatto che la dottrina civilista ritiene esistente un rapporto giuridico in senso proprio solo nel caso di identificazione o identificabilità delle parti³⁴⁴.

La responsabilità da prospetto, allo stato attuale, è qualificabile come responsabilità extracontrattuale, affermazione da cui consegue l'applicazione delle corrispondenti discipline per le questioni connesse, quali la quantificazione dei danni, la

³⁴² Cfr. Bruno S., Banca e borsa, 2009, I, op. cit., pagg. 789-790.

³⁴³ In giurisprudenza si veda Corte d'Appello di Milano, Sentenza dell'8 luglio 1997, op. cit.; Cassazione, Sentenza del 3 dicembre 1984, n. 6300. In dottrina si veda Pinto V., "La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti", in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, 2006, 2, pagg. 893 e ss.; Bonelli F., "La responsabilità degli amministratori di S.p.A.", in Giur. Comm., 2004, I, pagg. 625 e ss..

³⁴⁴ Cfr. Giorgianni M., "L'obbligazione. La parte generale delle obbligazioni", Vol. I, Giuffrè, 1968.

responsabilità oggettiva o per colpa, il livello di diligenza richiesto e l'identificazione dei legittimati attivi e passivi.

Dalla responsabilità per prospetto contenente informazioni false o incomplete continua a dover essere nettamente distinta la diversa fattispecie di omessa pubblicazione del prospetto.

In merito a quest'ultimo profilo, rispetto alla passata disciplina³⁴⁵, viene rafforzata decisamente l'imperatività dell'obbligo di pubblicazione del prospetto. Basti considerare il nuovo 1° comma dell'art. 94 del TUF³⁴⁶, da cui traspare palesemente questa rafforzata imperatività della disciplina, rintracciabile in primo luogo nell'obbligo incentrato sulla "pubblicazione", rispetto al previgente obbligo di "comunicazione" alla Consob, ma soprattutto nel passaggio dal regime del silenzio-assenso a quello della necessaria autorizzazione esplicita della Consob.

Pertanto, a maggior ragione oggi, nel caso in cui un contratto di compravendita di titoli, concluso nell'ambito di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari priva di prospetto informativo in violazione dell'art. 94 del TUF, ne deve conseguire la nullità assoluta di carattere codici stico, in forza dell'art. 1418, co. 2, c.c., per il quale un contratto è nullo laddove vi sia «la mancanza nell'oggetto dei requisiti stabiliti dall'articolo 1346». Nel caso in commento l'oggetto del contratto, vale a dire il prodotto finanziario, non è lecito in quanto, oggi più di ieri, il nuovo art. 94 vieta un'offerta al pubblico priva del prospetto informativo a tutela di interessi generali.

Torna a riproporsi quella distinzione tra pubblicazione di un prospetto infedele ed omessa pubblicazione delle stesso. Mentre a quest'ultima violazione consegue la nullità del contratto di collocamento e, poi, di rivendita dei titoli, a meno di non trovarsi in uno dei casi di esenzione ex art. 100 del TUF, nell'ipotesi in cui venga pubblicato un prospetto infedele si applicherà il rimedio risarcitorio e sorgerà la responsabilità extracontrattuale dei soggetti individuati dall'art. 94, commi 8 e 9.

_

³⁴⁵ Si veda la previgente formulazione dell'Art. 94, co. 1, del TUF, che: «Coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione».

³⁴⁶ Cfr. Art. 94, co. 1, del TUF: «Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d' origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob».

In conclusione la ricostruzione prospettata in tema di rimedi predisposti dalla previgente disciplina del prospetto non solo viene riproposta, ma addirittura rafforzata dal legislatore, che esplicita con maggior precisione i rimedi applicabili nelle due diverse ipotesi. Resta dunque confermata la qualificazione di norma di validità attribuita all'obbligo di pubblicazione del prospetto.

8 - L'ARTICOLO 100BIS DEL TUF

Nel nuovo quadro della disciplina previsto in tema di offerta al pubblico di strumenti finanziari ex art. 94 e ss. del TUF si inserisce l'art. 100bis, come introdotto dalla Legge n. 262 del 2005 e completamente riscritto dal D. Lgs. n. 31 del 2006.

Alla definitiva formulazione di questo articolo il legislatore nazionale affida l'eliminazione del vuoto normativo che aveva consentito il susseguirsi delle disastrose operazioni finanziarie denominate dalla giurisprudenza "offerte al pubblico indirette"³⁴⁷. In particolare l'obiettivo concreto è quello di scongiurare che sui mercati possano circolare prodotti finanziari privi di prospetto informativo ed in grado di ledere la tutela degli investitori retail.

Il dettato dell'art. 100bis del TUF oggi vigente prevede al 1° comma che «la successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100». La legge continua stabilendo, al 2° comma, che «si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100». Il 3° comma sancisce poi che «nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo 191 e

Definizione proposta per la prima volta in giurisprudenza dal Tribunale di Milano, Sentenza del 20 marzo 2006, n. 3575, in www.ilcaso.it.

quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile». Infine l'art. 100bis conclude prevedendo che «il comma 2 non si applica alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore».

Ad una prima lettura, il legislatore sembra optare per la soluzione che, a differenza della previgente disciplina, uniforma, a determinate condizioni, il regime di circolazione degli strumenti finanziari sui mercati primario e secondario, non proponendo, come in passato, una netta distinzione tra questi due comparti, avallata dall'interpretazione delle stesse Autorità di vigilanza³⁴⁸. In ragione di tale diversa scelta la disciplina dell'offerta al pubblico ex artt. 94 e ss. del TUF si applica anche a quelle operazioni che, pur esenti nel mercato primario dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, sul mercato secondario assumono caratteristiche tali da non poter più usufruire di alcun esonero in considerazione del complessivo percorso che conduce i prodotti finanziari nei portafogli degli investitori, soprattutto retail. Di contro l'offerta al pubblico, pur se camuffata da rivendita sul mercato secondario, risulta oggi ancora sottratta all'applicazione della normativa sul prospetto informativo solo nel caso in cui ricada anch'essa in una delle esenzioni ex art. 100 del TUF, e non più, come in passato, solo perché formalmente effettuata nel mercato secondario.

Questa è la formulazione scelta dal legislatore per fare in modo che il fallimento di multinazionali come Parmalat e Cirio non riesca nuovamente a coinvolgere i portafogli dei risparmiatori attraverso la fraudolenta prassi dell'"offerta pubblica indiretta".

Tuttavia, pur tenendo a riferimento lo scopo della norma, l'art. 100bis del TUF, già ad una prima lettura, non si mostra di facile interpretazione, dal momento che il legislatore utilizza e fa interagire diverse nozioni tecniche specifiche del settore finanziario. Il lavoro ermeneutico costringe in primo luogo alla determinazione del significato dei termini adottati dal legislatore, la cui definizione si rinviene, nei casi

³⁴⁸ Cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997 op. cit., nonché Bollettino Economico della Banca d'Italia n. 41 del Novembre 2003, op. cit..

più fortunati, nello stesso TUF o nei relativi regolamenti di attuazione, mentre in altri casi l'interpretazione è assai più complessa in quanto priva di supporti legislativi diretti.

8.1 - L'AMPLIAMENTO DELL'OFFERTA AL PUBBLICO

Prendendo le mosse dall'analisi del 1° comma dell'art. 100bis del TUF, occorre anzitutto richiamare il concetto generale di "offerta al pubblico di prodotti finanziari", che l'art. 1, co. 1, lett. t), dello stesso TUF³⁴⁹ definisce come «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

La disciplina generale, contenuta negli artt. 94 e 98ter del TUF, in caso di offerta al pubblico sul mercato primario, prescrive di pubblicare un prospetto informativo. Nello specifico «coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto»³⁵⁰. La legge, tuttavia, continua a prevedere dei casi in cui non è applicabile tale disciplina. In proposito l'art. 100 del TUF, rubricato, appunto, "casi di inapplicabilità", elenca nel dettaglio le fattispecie in cui non si applicano le norme del Capo I. Il primo caso di inapplicabilità previsto ex art. 100, co. 1, lett. a), del TUF, riguarda le offerte «rivolte ai soli investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie».

Pertanto, il 1° comma dell'art. 100bis del TUF prende in considerazione la successiva rivendita di prodotti finanziari che, sul mercato primario, hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di prospetto, prevedendo che costituisca una "distinta e autonoma" offerta al pubblico la successiva rivendita di prodotti finanziari, inizialmente esente ex art. 100 del TUF ed effettuata sul mercato secondario con le stesse modalità di un'offerta al pubblico.

In sostanza il legislatore ha ampliato la fattispecie dell'offerta al pubblico ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF, ricomprendendovi anche la successiva rivendita sul mercato secondario di prodotti finanziari.

³⁴⁹ Come da ultimo riscritto in forza dell'art. 2 del D. Lgs. n. 51 del 2007.

³⁵⁰ Cfr. Art. 94, co. 1, del TUF.

La norma in commento trova applicazione, però, solo a tre condizioni, per le quali l'offerta sul mercato primario doveva esser esente ex art. 100 del TUF, mentre la successiva rivendita deve integrare la fattispecie di offerta al pubblico ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF, senza al contempo esser esente, a sua volta, ex art. 100 del TUF.

Il legislatore, come detto, ha tenuto a riferimento per il proprio intervento il vuoto normativo che aveva consentito il moltiplicarsi delle c.d. "offerte al pubblico indirette", in base alle quali l'emittente collocava i titoli solo presso investitori professionali, essendo in ciò esente dal pubblicare il prospetto informativo, salvo poi far transitare gli stessi titoli, attraverso il mercato secondario, nei portafogli degli clienti retail.

In tale prospettiva va interpretato il termine "successiva rivendita", che si inquadra in un doppio passaggio: in un primo momento i prodotti finanziari vengono venduti a investitori qualificati, che in un secondo momento provvedono, appunto, a "rivenderli" a soggetti diversi dagli investitori qualificati.

Tuttavia, è d'obbligo un'osservazione sulla possibile incongruenza della fattispecie in commento. Il 1° comma descrive la condotta rilevante come "successiva rivendita" prevedendone poi la necessaria rispondenza ai requisiti di cui all'art. 1, co. 1, lett. t) del TUF. Il problema si pone nel momento in cui si consideri che, concretamente, la definizione di "offerta al pubblico" non contempla necessariamente una compravendita. Pertanto, dal momento che la definizione ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF parla di "offerta" e "comunicazione", non contemplando il successivo momento della compravendita, viene da interrogarsi se nella fattispecie ex art. 100bis, co. 1, del TUF si richieda un'effettiva attività di rivendita o sia sufficiente anche solo una potenziale predisposizione alla rivendita, come sembrerebbe suggerire l'esplicito riferimento alla definizione di "offerta al pubblico". Come sul mercato primario l'obbligo di prospetto sorge prima del collocamento, così sul mercato secondario sembrerebbe non necessaria un'effettiva "successiva rivendita" quanto solo la predisposizione ed effettuazione delle "comunicazioni" nelle modalità di cui all'art. 1, co. 1, lett. t) del TUF.

Nonostante ciò, la norma afferma inequivocabilmente il semplice principio per cui prodotti finanziari, emessi senza prospetto sul mercato primario ex art. 100 del TUF, non possono circolare sul mercato secondario come gli altri prodotti, a meno che non

vengono accompagnati dalla pubblicazione del prospetto informativo. Pertanto, a differenza della previgente disciplina, oggi il legislatore "riqualifica" questo doppio passaggio, presupponendolo iuris et de iure fittizio e preordinato ad aggirare la disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ed in particolare l'obbligo di pubblicazione del prospetto. Pertanto, in forza della nuova disciplina, anche questa rivendita sul mercato secondario rientra nella fattispecie ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF ed obbliga l'emittente alla pubblicazione del prospetto informativo ex art. 94.

Ora, il 1° comma dell'art. 100bis del TUF abbraccia tutte le successive rivendite di prodotti finanziari che siano state oggetto di un'offerta al pubblico esente dal prospetto per qualsiasi delle ipotesi incluse nel precedente art. 100. Si è inoltre osservato come non sembri necessaria un'effettiva attività di rivendita sul mercato secondario, apparendo sufficiente la sola predisposizione di "comunicazioni" integranti la fattispecie di "offerta al pubblico di prodotti finanziari".

Diversa e particolare appare invece la fattispecie di cui al 2° comma dello stesso art. 100bis.

8.2 – LA SISTEMATICA RIVENDITA

Il successivo 2° comma si preoccupa di specificare e circoscrivere una fattispecie particolare, prevedendo che «si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100».

Con questa disposizione il legislatore sembra introdurre una specifica ipotesi di "offerta al pubblico" nel mercato secondario aggiuntiva rispetto a quella di carattere generale introdotta dal 1° comma.

Per analizzare al meglio i primi due commi dell'art. 100bis del TUF sarà necessario considerarne l'inevitabile interazione ed eventuale sovrapposizione.

È opportuno in primo luogo tracciare i confini della fattispecie ed a tal fine è indispensabile analizzare i diversi termini che il 2° comma utilizza, partendo dall'identificare il concetto di "investitori qualificati". Se a tale proposito sarà possibile fare riferimento al quadro normativo delineato dal TUF, più difficile sarà il compito interpretativo sia nel fornire la definizione di "sistematica rivendita", che nel deter-

minare la rilevanza cronologica delle rivendite affinché possa rinvenirsi un'ipotesi di autonoma offerta al pubblico.

L'analisi non può che iniziare dal circoscrivere il concetto di "investitore qualificato", utilizzato non solo in quanto l'ambito di applicazione è ristretto alle offerte rivolte, appunto, ai soli investitori di tal specie, ma soprattutto dal momento che la "sistematica rivendita" deve avvenire a «soggetti diversi da investitori qualificati».

Per interpretare correttamente il termine "investitore qualificato" è opportuno fare un passo indietro e soffermarsi sulla formulazione testuale proposta dal legislatore all'art. 100, co. 1., lett. a), del TUF, la quale incentra sulla figura dell'investitore qualificato l'individuazione della prima ipotesi di inapplicabilità della disciplina sul prospetto.

La Consob ha provveduto a delineare i contorni della nozione di "investitore qualificato" attraverso il riformato Regolamento n. 11971 del 1999, c.d. "Regolamento Emittenti", il quale prevede agli artt. 34ter e 34quater una particolareggiata definizione della nozione in questione. Da principio il 1° comma, lett. b) dell'art. 34ter³⁵¹ elenca le categorie di soggetti che vanno considerati come "investitori qualificati", inserendovi da un lato gli intermediari bancari e finanziari, gli organismi istituzionali nazionali e sovrannazionali, dall'altro le piccole e medie

_

³⁵¹ Regolamento Consob n. 11971 del 1999, Art. 34ter, co. 1: «Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico:

a) (omissis)

b) rivolte a investitori qualificati, intendendosi per tali:

¹⁾ le persone giuridiche autorizzate o ammesse ad operare dalla disciplina di settore sui mercati finanziari, compresi le banche, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del Testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del Testo unico bancario, le fondazioni bancarie, le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l' investimento in strumenti finanziari;

²⁾ i governi nazionali e le amministrazioni regionali, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali quali il Fondo monetario internazionale, la Banca centrale europea, la Banca europea per gli investimenti e altre organizzazioni internazionali simili;

³⁾ le piccole e medie imprese aventi sede legale in Italia e iscritte nel registro previsto dall'articolo 34-quater;

⁴⁾ le persone giuridiche che non soddisfano almeno due dei tre criteri previsti dall'articolo 3, comma 1, lettera b);

⁵⁾ le persone fisiche residenti in Italia e iscritte nel registro previsto dall'articolo 34-quater;>>

imprese e le persone fisiche e giuridiche come identificate dall'art. 3, co. 1, lett. b)³⁵² ed iscritte nel registro previsto dal successivo art. 34quater³⁵³, sempre del Regolamento Emittenti.

È interessante notare come, rispetto alla disciplina previgente, che sul punto tanti dubbi aveva suscitato, oggi il quadro normativo fornisca una definizione di "investitore qualificato" che, pur essendo articolata tra fonti legislative di diverso livello, lascia ben poco margine discrezionale in sede interpretativa. Anche la previsione di questa dettagliata definizione va letta nella nuova ottica legislativa di colmare quanto più possibile quei vuoti normativi che, come in passato, potrebbero provocare gravi danni agli investitori, ai risparmi e, conseguentemente, ai mercati finanziari.

Tornando alla fattispecie di cui al 2° comma dell'art. 100bis del TUF, si prevede che all'offerta al pubblico, soggetta all'obbligo di pubblicazione del prospetto, vada equiparata la rivendita che soddisfi tre condizioni: i prodotti finanziari devono esser stati collocati sul mercato primario senza prospetto in quanto esenti ex art. 100, co. 1, lett. a), del TUF, mentre la successiva "rivendita" deve esser avvenuta nei confronti di soggetti diversi dagli "investitori qualificati" come sopra identificati ed avere il carattere di "sistematicità".

Se pochi problemi solleva, come visto, il concetto di "investitore qualificato", lo stesso non può dirsi per il termine di "sistematica rivendita". Questa considerazione appare tanto più grave laddove si consideri che quest'ultimo concetto non solo costituisce il punto focale in tema di concreta applicabilità della norma in commento, ma soprattutto ripropone il punto dolens, evidenziato già sotto la previgente

_

Regolamento Consob n. 11971 del 1999, Art. 3, co. 1, lett. b): «"piccole e medie imprese": le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: 1) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; 2) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; 3) fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro».

Regolamento Consob n. 11971 del 1999, Art. 34quater, co. 1: «La Consob iscrive in apposito registro, su richiesta: a) le piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 3, comma 1, lettera b); b) le persone fisiche, che soddisfino almeno due delle seguenti condizioni: 1) effettuazione di operazioni di dimensioni significative sui mercati mobiliari con una frequenza media di almeno dieci operazioni al trimestre negli ultimi quattro trimestri; 2) dimensione del portafoglio in strumenti finanziari superiore a 500.000 euro».

³⁾ attività lavorativa, anche pregressa, per almeno un anno nel settore finanziario con l'esercizio di funzioni che richiedono una conoscenza degli investimenti in strumenti finanziari.

disciplina, in merito alla configurabilità e sanzione della prassi denominata "offerta pubblica indiretta".

In passato proprio l'enorme difficoltà, in sede processuale, di dimostrare il complessivo disegno architettato da emittenti e consorzio di collocamento per eludere l'obbligo di pubblicazione del prospetto si è posto alla base del prevalente respingimento della configurabilità e punibilità dell'operazione di private placement ed offerta al pubblico indiretta.

Se, dunque, l'obiettivo dichiarato dal legislatore comunitario e nazionale nel riformare la disciplina del prospetto informativo è stato quello di scongiurare il ripetersi di tale prassi elusiva, sarebbe stato auspicabile una presa di posizione più rigida sul punto da parte del legislatore, soprattutto nazionale, al fine di evitare nuovi ed ulteriori dubbi interpretativi.

Ancor più inappropriata appare la scelta legislativa di non prevedere positivamente la definizione di "sistematica rivendita", laddove si consideri che, in generale, il legislatore italiano ha effettuato, in sede di recepimento, una serie di scelte ben più rigide e severe di quanto richiesto dalla disciplina comunitaria, come ad esempio in tema di responsabilità solidale ex art. 94, commi 8 e 9, del TUF.

Invece in tale ambito, proprio nel punto nevralgico della riforma³⁵⁴, il legislatore nazionale sembra aver fatto un passo indietro, commettendo il grave errore non tanto di aver effettuato una scelta errata, ipotesi comunque più auspicabile, quanto di non aver scelto affatto, lasciando all'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale un elemento cardine della fattispecie ex art. 100bis, co. 2, del TUF.

Eppure la sponda comunitaria il nostro legislatore l'aveva ricevuta, dal momento che in tema la Direttiva n. 2003/71/CE permetteva che l'obbligo di pubblicazione del prospetto potesse prevedersi in caso di "ogni successiva rivendita" sul mercato

355 Cfr. Art. 3, co. 2, della Direttiva 2003/71/CE. Per la specifica prospettiva di recepimento di veda Audizione del 19 settembre 2006 della Borsa Italiana S.p.A. presso il Senato, 6° Commissione, 4° Resoconto stenografico, pag. 23.

_

La stessa giurisprudenza sottolinea l'essenzialità dell'elemento della sistematicità affinché si configuri la fattispecie di "offerta al pubblico" ex art. 100bis, co. 2 del TUF, cfr. Trib. di Milano, Sentenza del 3 giugno 2008, in Banca borsa tit. cred., 2009, II, pagg. 441 e ss., con nota di Accettella F.; in Resp. civ. prev., 2008, 2092 ss., con nota di Bertolini A., in cui si afferma che la negoziazione sul mercato secondario di obbligazioni nella fase di c.d. grey market non integra i requisiti della sollecitazione all'investimento e non implica la pubblicazione del prospetto informativo ai sensi dell'art. 94 TUF, a meno che non risulti che la banca ha venduto alla clientela gli strumenti in questione in tempi ravvicinati, ripetutamente, a condizioni standardizzate ed a prezzi omogenei.

secondario, ampliando di fatto sino all'estremo la nozione di "offerta al pubblico" ed imponendo all'emittente la pubblicazione del prospetto potenzialmente anche nel caso in cui i titoli giungessero nel portafoglio anche di un solo investitore retail.

Dunque per colmare quest'importante vuoto, sarebbe auspicabile un'ulteriore intervento legislativo volto a definire il concetto di "sistematica rivendita", per evitare che si produca la medesima sterilizzazione, avvenuta già in passato in sede giurisdizionale, della disciplina in commento.

Ciò considerato, il punto da cui partire per un'interpretazione, al momento, è senz'altro la ratio sottesa all'intervento legislativo che ha introdotto il nuovo art. 100bis del TUF. È innegabile che il legislatore si sia posto l'obiettivo di evitare che situazioni come i crack Parmalat e Cirio non solo non si ripetano, ma soprattutto non coinvolgano i mercati, gli investitori ed, in particolare, i risparmiatori³⁵⁶. Partendo da questo presupposto, può ricavarsene il criterio per cui la "sistematica rivendita" deve integrare una fattispecie sostanzialmente elusiva della disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, considerando però che, rispetto al passato, il legislatore ha inteso riformare in senso più rigoroso l'apparato normativo ex artt. 94 e ss. del TUF, ad esempio prevedendo come obbligatoria l'autorizzazione Consob a fronte del precedente silenzio-assenso.

In proposito è possibile dunque recuperare quanto poco in passato prospettato da dottrina e giurisprudenza in tema di "offerta al pubblico indiretta" adattandolo al nuovo concetto di "sistematica rivendita".

Sotto la previgente disciplina si erano rintracciati alcuni elementi o indizi in base ai quali la prassi dell'"offerta al pubblico indiretta" potesse esser assimilata alla fattispecie di sollecitazione all'investimento" prevista dal previgente art. 1, co. 1, lett. t), del TUF.

Il punto di riferimento unico era comunque il concetto di "sollecitazione all'investimento" come definito dal previgente art. 1, co. 1, lett. t), del TUF. Pertanto solo nel caso in cui anche nella prassi di "offerta al pubblico indiretta" fossero stati rintracciabili tutti gli elementi della fattispecie di "sollecitazione all'investimento",

³⁵⁶ Emblematica al fine dell'individuazione della ratio legislativa, sottesa alla Legge n. 262 del 2005, è la sua stessa denominazione: "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

allora si sarebbe potuta estendere in via analogica la disciplina, tra l'altro, di pubblicazione del prospetto.

Seguendo tale prospettiva, la Consob³⁵⁷ evidenziava in generale gli elementi della standardizzazione, della destinazione ad incertam personam e dell'assenza di negoziazione effettiva con gli investitori. Le poche pronunce giurisprudenziali in merito avevano tentato invece di concretizzare maggiormente la fattispecie e rintracciare concreti indizi che potessero condurre ad assimilare la prassi dell'offerta al pubblico indiretta con la sollecitazione all'investimento. In proposito si sono evidenziate alcune circostanze rilevanti come la negoziazione nel c.d. grey market³⁵⁸, le specifiche sanzioni comminate dal Ministero dell'Economia a seguito di indagine conoscitiva della Consob³⁵⁹, l'appartenenza allo stesso gruppo bancario del lead manager e dell'intermediario che curava la rivendita agli investitori retail³⁶⁰, l'inserimento del titolo all'interno del sistema di scambio organizzato dell'intermediario, c.d. SSO³⁶¹.

L'odierno quadro normativo di riferimento è invece profondamente mutato.

Anzitutto il nuovo punto di riferimento è rintracciabile nella definizione di "offerta al pubblico", che ha sostituito la fattispecie di "sollecitazione all'investimento", ex art. 1, co. 1, lett. t), del TUF, in base al quale «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

La dottrina sottolinea in particolare come la nuova definizione di "offerta al pubblico" adotti il termine "persone" al posto di "pubblico", utilizzato nella

l'operazione presenterebbe i connotati dell'offerta al pubblico.>>

3:

³⁵⁷ Cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997, laddove si afferma: «E' peraltro evidente che ove nel ristretto lasso di tempo di cui al quesito codesta banca procedesse alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate, e quindi dall'effettuazione di transazioni non "negoziate" con i clienti, allora

³⁵⁸ Cfr. Il Tribunale di Milano, Sez. VI, Sentenza del 20 marzo 2006, fonte: <u>www.ilcaso.it</u>; Tribunale di Salerno, Sez. I, Sentenza del 27 marzo 2007, in DVD - Juris Data.

³⁵⁹ Cfr. Il Tribunale di Torino, Sentenza n. 3078 dell'8 maggio 2007, fonte: www.ilcaso.it.

³⁶⁰ Cfr. Il Tribunale di Parma, Sentenza del 7 marzo 2007, fonte: www.ilcaso.it.

cfr. Motti, in Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Patroni Griffi-Sandulli-Santoro (a cura di), Torino, 1999, op. cit., pagg. 409 e ss..

previgente fattispecie della "sollecitazione all'investimento"³⁶². Inoltre, mentre l'abrogato art. 1, co. 1, lett. t) del TUF considerava «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari», il nuovo testo adotta il più semplice ed onnicomprensivo termine "comunicazione", con la chiara volontà legislativa di ricomprendere nella definizione di "offerta al pubblico" quante più fattispecie concrete possibile.

Tali modifiche sembrano attenuare gli elementi di standardizzazione e riferibilità ad incertam personam, che in passato così rigidamente sia Consob che Banca d'Italia avevano imposto come elementi necessari alla possibile configurazione di un'"offerta al pubblico indiretta" in frode alla legge.

Ad avvalorare ancor di più quest'interpretazione contribuisce anche la seguente considerazione. Mentre nel 1° comma dell'art. 100bis del TUF il legislatore ricollega esplicitamente la fattispecie di "successiva rivendita" alla «definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t)», al 2° comma il concetto di "successiva rivendita" non viene in alcun modo ricondotto all'"offerta al pubblico". Da ciò se ne può concludere che, a differenza che in passato, l'interprete non è costretto a rintracciare nella fattispecie di "sistematica rivendita" gli elementi caratterizzanti la definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera t) del TUF. La volontà del legislatore che in tal modo emerge è quella di far rientrare nella fattispecie dell'offerta al pubblico, in forza del 2° comma, anche delle operazioni che non ne presentano tutti gli elementi. La norma in commento crea, infatti, una specifica figura di offerta al pubblico, distinta non solo dalla fattispecie principale ex art. 94, ma anche dall'ipotesi contemplata al 1° comma dello stesso art. 100bis. Pertanto, in forza del 2° comma, va considerata come una nuova ed autonoma offerta al pubblico la successiva rivendita di prodotti finanziari, esenti in forza dell'art. 100, co. 1, lett. a), del TUF, laddove si rintracci la caratteristica della "sistematicità", anche se non si rinvengano gli elementi della fattispecie di cui all'art. 1, co. 1, lett. t), dello stesso TUF.

Ecco allora che oggi la dottrina, innanzitutto, rimarca quanto la norma in commento distingua e separi nettamente la successiva "sistematica rivendita" dalla precedente

-

³⁶² Cfr. Durante F., "Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori", in Orientamenti di diritto, collana a cura di Ciro Riviezzo, Giuffrè, 2009, pag. 148.

offerta al pubblico avvenuta sul mercato primario ed esente dall'obbligo di prospetto ex art. 100, co. 1, lett. a) del TUF³⁶³.

Pur ammettendo la difficoltà di fornire una definizione di "sistematica rivendita", autorevole dottrina sottolinea, dunque, come essa non debba presentare necessariamente i requisiti dell'offerta al pubblico, anche perché altrimenti il legislatore non avrebbe fatto altro che rinviare alla definizione ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF.

In conclusione appare ancora in fase embrionale la definizione di "sistematica rivendita", sebbene possa già ipotizzarsi che essa non debba necessariamente integrare le caratteristiche dell'offerta al pubblico sul mercato primario, apparendo invece sufficiente l'obiettivo finale di eludere l'obbligo di pubblicare il prospetto.

Ed è proprio la configurazione di quest'obbligo che aiuta a delineare il concetto di "sistematica rivendita". Infatti bisogna chiedersi chi in primo luogo si gioverebbe dell'elusione dell'obbligo di pubblicare il prospetto. La risposta è contenuta in primo luogo nel testo dell'8° comma dell'art. 94 del TUF, in cui sono identificati i soggetti responsabili delle informazioni in esso contenute.

Pertanto le operazioni di rivendita acquisiranno la qualifica di "sistematiche" nel caso in cui costituiscano complessivamente per emittente, offerente, garante e responsabile delle informazioni, un concreto vantaggio identificato dall'elusione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto.

Sulla base di tale ricostruzione, si può risolvere anche la disputa da poco sorta in dottrina sull'ambito di riferimento per determinare la sistematicità. Infatti, mentre un orientamento³⁶⁶, al momento prevalente, propone di valutare il carattere della sistematicità solo in relazione all'operatore del singolo intermediario operante sul mercato secondario, altra parte della dottrina propone invece di valutare la "sistematicità" considerando l'intera operatività in generale effettuata sul mercato³⁶⁷.

In proposito, qualora si consideri che il legislatore mira ad evitare che l'emittente e gli altri soggetti responsabili per il prospetto si sottraggano al relativo obbligo di

³⁶⁶ Cfr. Durante F., in Orientamenti di diritto, collana a cura di Ciro Riviezzo, Giuffrè, 2009, op. cit., pag. 150.

³⁶³ Cfr. Di Brina L., "La rivendita dei prodotti finanziari", in "La tutela del risparmio nell'ordinamento finanziario", a cura di De Angelis-Rondinone, Torino, 2008, pag. 385.

³⁶⁴ Cfr. Annunizata F., Giappichelli, Torino, 2008, op. cit., pag. 354.

³⁶⁵ Cfr. Costi R., Giappichelli, Torino, 2008, op. cit., pag. 66.

³⁶⁷ Cfr. Sangiovanni V., "Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100bis Tuf", in Giurisprudenza Italiana, 2008, pag. 2891.

pubblicazione, appare conseguentemente logico che la sistematicità vada valutata nell'ottica di tutti i soggetti identificati ex art. 94, co. 8, del TUF, in quanto ad essi il legislatore imputa il tentativo di eludere la disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari. D'altronde non si vede quale vantaggio sia rintracciabile per l'intermediario, che rivende all'investitore retail, dal momento che non è raro che neanche partecipi al consorzio di collocamento, potendo esser dunque responsabile, tutt'al più, in base alla disciplina della prestazione dei servizi d'investimento ex artt. 21 e ss. del TUF.

Tale orientamento è suffragato da due ulteriori considerazioni. In primo luogo, visto il periodo di riferimento per valutare la sistematicità, che la disciplina limita a dodici mesi dall'emissione, qualora si prendesse a riferimento l'operatività di un solo intermediario, quale rivenditore finale, di fatto si sterilizzerebbe la tutela ex art. 100bis del TUF, obiettivo che di certo non può essere nelle intenzioni del legislatore né comunitario, né nazionale. Infatti un periodo di dodici mesi facilmente può rivelarsi troppo breve perché possa rintracciarsi una, pur minima, sistematica operatività del singolo intermediario.

In secondo luogo, qualora il legislatore avesse voluto riferire la sistematicità al singolo intermediario rivenditore, non si comprenderebbe l'utilizzo dello strumento della nullità relativa al successivo 3° comma dell'art. 100bis, essendo tale strumento destinato ad eliminare gli effetti del trasferimento dei prodotti finanziari, senza curarsi se l'intermediario rivenditore abbia svolto il ruolo di dealer, detenendo direttamente i titoli, o di semplice broker, negoziando per conto terzi.

In sostanza il legislatore, in tale ambito, non si cura tanto del comportamento del singolo intermediario, quanto del complessivo esito dell'operazioni di "sistematica rivendita". A riprova di ciò, si consideri come il concetto di sistematica rivendita non comporta per l'investitore retail la disponibilità dei rimedi previsto dal 3° comma, qualora sia stato emesso un prospetto, adempimento che compete comunque a «coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico». Pertanto il legislatore anche qui ha come riferimento l'operazione nel suo complesso ed il comportamento dei soggetti che ne sono responsabili, senza concentrarsi sull'operatività dei singolo intermediario.

Peraltro, tale ricostruzione può considerarsi ancor più suffragata nel caso in cui l'intermediario, rivenditore finale, faccia anche parte del consorzio di collocamento dei titoli emessi senza prospetto ex art. 100, co. 1, lett. a) del TUF, potendosi più facilmente presupporre che l'operatività del singolo operatore di mercato risponda al piano di "offerta pubblica indiretta" approntato dalla stesso consorzio di collocamento, di concerto con l'emittente.

Sotto il profilo dell'accertamento, poi, l'elemento della "sistematicità" potrà esser valutato trascorsi i dodici mesi dall'emissione. Infatti solo ex post sarà possibile riscontrare una operatività sistematica nei confronti di investitori non qualificati³⁶⁸.

In conclusione non ci si può che augurare una più decisa presa di posizione da parte del legislatore in merito all'elemento della "sistematica rivendita", nella speranza di non dover attendere ulteriori crisi dei mercati o vicoli ciechi giurisdizionali perché ciò avvenga.

Quale ulteriore elemento costitutivo della fattispecie, l'art. 100bis, co. 2, del TUF prevede che la rivendita non debba ricadere in «alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100». Questa disposizione contiene un'elencazione relativamente lunga di casi d'inapplicabilità delle norme del Capo I sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari. L'eccezione va interpretata nel senso che, in alcune ipotesi, i rimedi previsti dall'art. 100bis, co. 3, del TUF non trovano applicazione, nonostante la sistematica rivendita coinvolga investitori retail. Si pensi all'ipotesi di una sistematica rivendita, pur costituente offerta al pubblico, ma rivolta «a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento», esente a sua volta dall'obbligo di pubblicare il prospetto informativo ex art. 100, co. 1, lett. b) del TUF. Se la soglia fissata dall'autorità di vigilanza non è raggiunta, la rivendita può aver luogo anche nei confronti di investitori non qualificati, senza che a questi vengano riconosciuti i rimedi della nullità del contratto e del risarcimento del danno. Del resto, la circostanza che il legislatore escluda dall'ambito di applicazione dell'art. 100bis del TUF le rivendite "non sistematiche" induce a ritenere che la legge intenda non tanto tutelare i singoli investitori quanto piuttosto scongiurare il rischio di collocamenti ingenti a investitori non qualificati. Anche qui, dunque, torna in evi-

 368 Cfr. Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit..

-

denza la necessità di considerare complessivamente l'operatività in titoli emessi senza la pubblicazione di un prospetto informativo³⁶⁹.

Ai fini della norma in commento non rileva il soggetto da cui provenga la richiesta di concludere il contratto di compravendita dei prodotti finanziari, potendo prender l'iniziativa l'intermediario, che detiene le obbligazioni in portafoglio, come pure lo stesso investitore retail³⁷⁰.

Come anticipato, il lasso temporale, all'interno del quale deve valutarsi la sistematicità della rivendita, viene stabilito in dodici mesi dal 2° comma dell'art. 100bis del TUF. La previsione di un tale termine viene interpretata dalla dottrina come disposizione finalizzata ad impedire agli investitori qualificati di scaricare subito su terzi non qualificati il rischio dell'insolvenza dell'emittente, vietando l'immediata cessione dei prodotti finanziari³⁷¹. Nell'intenzione del legislatore gli investitori qualificati dovrebbero così perdere interesse a cedere i prodotti finanziari di emittenti a rischio d'insolvenza nei primi dodici mesi dal collocamento, perché, così facendo, sarebbero esposti all'azione di nullità ex art. 100bis, co. 3, del TUF da parte degli investitori retail³⁷².

Vista la rigida statuizione di quello che si potrebbe definire un "holding period", che non a caso coincide con il periodo di validità del prospetto³⁷³, occorre chiedersi cosa succeda nel caso opposto in cui la sistematica rivendita avvenga dopo tale periodo. Accadrà semplicemente che tale operatività non potrà esser qualificata come una nuova ed autonoma offerta al pubblico ex art. 100bis, co. 2, per cui non sorgerà

³⁶⁹ In proposito, riprendendo la questione se considerare la sistematicità in rapporto alla operatività complessiva di mercato o solo a quella di ciascun intermediario, occorre rilevare che il dettato dell'art. 100bis, co. 2, del TUF sarebbe sostanzialmente eluso se, considerando appunto l'operatività di ciascun intermediario, lo stesso tenesse questa al di sotto della soglia di persone minime stabilite dalla Consob. Pertanto, mentre l'operatività del singolo intermediario sarebbe sotto la soglia di sistematicità, la complessiva operatività in titoli senza prospetto oltrepasserebbe di gran lunga il limite soggettivo fissato dalla Consob a cento persone ex art. 34ter del Regolamento n. 11971 del 1999.

Assonime, in Circolare n. 12/06, in Riv. Società, 2006, op. cit., pag. 4854; nonché Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., il quale precisa che, pur scomparendo nel nuovo articolo la precisazione contenuta in tal senso nelle disposizioni previgenti (art. 2412, comma 7°, c.c. e art. 100 bis, prima versione), «questo silenzio del legislatore si accompagna alla descrizione di una fattispecie talmente ampia e generica da non lasciare dubbi all'interprete in merito all'operatività della tutela in tutti i casi di rivendita sistematica, a prescindere dall'individuazione del soggetto cui sia riconducibile (formalmente e/o sostanzialmente) la formulazione della proposta contrattuale. Si esorbiterebbe, invece, dal campo di applicazione del comma 2° in caso di acquisto isolato e - si immagina – deciso in modo autonomo dall'investitore.>>

³⁷¹ In tal modo, come visto già supra, si è recepita la prassi legislativa statunitense del c.d. "holding period", cfr. Rule 144 emanata dalla S.E.C. in attuazione del Securities Act del 1933. ³⁷² Cfr. Sangiovanni V., in Magistra, Banca e Finanza, 12 maggio 2010, op. cit..

³⁷³ Cfr. Art. 10, co. 1, del Regolamento Consob n. 11971 del 1999.

l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo. L'investitore retail comunque non rimane privo di tutela, anche nel caso in cui la rivendita avvenga dopo dodici mesi dall'emissione, rilevando in tale ipotesi i profili di responsabilità dell'intermediario ex artt. 21 e ss. del TUF, in tema di servizi ed attività d'investimento.

In sostanza con la nuova disciplina in commento il legislatore ha sancito il seguente principio: se gli investitori qualificati detengono in portafoglio per dodici mesi prodotti finanziari, esenti dal prospetto informativo ex art. 100, co. 1, lett. a), tali prodotti possono ritenersi ragionevolmente sicuri, il relativo prezzo sul mercato secondario può presumersi ben ponderato e determinato, ragion per cui gli investitori qualificati potranno così procedere a rivenderli agli investitori retail, senza che sia necessaria la pubblicazione del prospetto, in quanto il principio della "need of protection" si assume tutelato dalla valutazione del prezzo dei titoli basata su un corso di mercato superiore ai dodici mesi. Di contro, se la sistematica rivendita avviene entro i dodici mesi dall'emissione, essa dovrà esser accompagnata dal prospetto informativo ex art. 94 del TUF, potendo l'investitore retail altrimenti invocare la nullità relativa ed il risarcimento del danno ex art. 100bis, co. 3.

Rapportando la fattispecie speciale di cui alla norma in commento con la definizione generale di "offerta al pubblico" ex art. 1, co. 1, lett. t), si può cogliere lo specifico intervento del legislatore, che sostituisce l'elemento della "comunicazione", come configurata nella fattispecie generale³⁷⁴, con la "sistematica rivendita" entro i dodici mesi successivi all'emissione.

La disciplina dettata dal 2° comma dell'art. 100bis si completa al 3° comma, in cui, come si vedrà, il legislatore prevede una tutela specifica per «l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale», fondata su nullità relativa e risarcimento danni.

È peraltro interessante notare come, a differenza del primo intervento legislativo in tema, incentrato sulla riforma dell'art. 2412 c.c., sia sparito nell'art. 100bis del TUF ogni riferimento all'insolvenza o al fallimento dell'emittente. Questa modifica, può essere interpretata come un rafforzamento, da parte del legislatore, dell'obiettivo di

^{374 «}Ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati», cfr. Art. 1, co. 1, lett. t), del TUF.

garantire una corretta e completa informazione del mercato e degli investitori attraverso il prospetto informativo, piuttosto che una tutela riparatoria solo nel caso in cui l'emittente non adempia ai propri obblighi e l'investitore retail ne subisca conseguentemente un danno. In linea con tale prospettazione appare dunque la possibilità dell'investitore retail di esercitare l'azione di nullità relativa ex art. 100bis, co. 3, anche nel caso in cui l'emittente non versi in condizione di insolvenza. Alla luce delle suesposte riflessioni, la nuova formulazione dell'art. 100bis del TUF mostra una struttura piuttosto articolata e complessa. Il 1° comma, frutto palese dell'esigenza di allineamento con gli orientamenti imposti dalla Direttiva Prospetto, produce un ampliamento della fattispecie di "offerta al pubblico", nella quale vengono ricomprese anche le ipotesi di "successiva rivendita" sul mercato secondario laddove «ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t)». Il 2° comma si concentra invece sullo specifico problema delle "offerte al pubblico indirette" che, pur non mostrando tutti gli elementi della fattispecie ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF, vengono qualificate dal legislatore come un'autonoma "offerta al pubblico", laddove ricorrano altre specifiche condizioni, tra cui rileva in particolare la "sistematicità" della rivendita nei dodici mesi successivi all'emissione. L'articolo in commento sancisce poi, al successivo 3° comma, una tutela specifica e particolarmente forte, sui cui interessanti risvolti civilistici si tornerà più approfonditamente in seguito. Quest'ultimo comma riflette e converte in norma la preoccupazione del legislatore in merito al possibile ripetersi della crisi dei mercati. Da ciò scaturisce una disciplina finalizzata precipuamente ad evitare che nei portafogli degli investitori retail finiscano prodotti finanziari privi di un prospetto contenente informazioni veritiere e complete.

Sotto un profilo sistematico, infine, l'omessa pubblicazione del prospetto informativo persiste come regola di validità e cui si riconnette, sul mercato primario, la nullità assoluta in forza del combinato disposto degli artt. 1418, co. 2, e 1346 c.c.. Identico rimedio è previsto per la fattispecie di cui al 1° comma dell'art. 100bis del TUF.

Di contro occorre invece già ora sottolineare come la medesima tutela non si applichi alla specifica ipotesi contemplata dal 2° comma dello stesso art. 100bis, per la quale il successivo 3° comma riconosce il rimedio della nullità e del risarcimento danni al

solo «acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale».

9 – IL NUOVO QUADRO NORMATIVO

Gli interventi legislativi, nazionali e prima ancora comunitari, hanno riscritto la disciplina concernente l'appello al pubblico risparmio, presentando un quadro normativo nuovo con cui il management degli operatori bancari e finanziari si è dovuto confrontare, al fine di riadeguare non solo le proprie strategie decisionali, ma anche le analisi di Risk Management già svolte in passato.

Il nuovo art. 94 del TUF ha delineato una responsabilità da prospetto in chiave extracontrattuale, enunciando esplicitamente, ai commi 8 e 9, i soggetti responsabili delle informazioni diffuse al mercato attraverso il prospetto, per i quali opera l'inversione dell'onere della prova. L'art. 100bis prevede l'applicazione dello stesso regime di responsabilità da prospetto in primo luogo alle successive rivendite sul mercato secondario, per le quali si riscontrino tutte le caratteristiche dell'"offerta al pubblico" sul mercato primario, pur se in esso l'operazione era esente dal prospetto ex art. 100 del TUF. In secondo luogo si prevede l'applicazione della disciplina ex art. 94 del TUF anche alle rivendite sul mercato secondario di prodotti esenti dal prospetto, in quanto destinati sul mercato primario ai soli investitori qualificati. In occasione di questa seconda estensione della responsabilità da prospetto il legislatore predispone una tutela più forte per gli investitori retail.

Dal nuovo quadro normativo emerge una disciplina dell'offerta al pubblico, nella quale i profili di responsabilità da prospetto appaiono più nitidi, assume maggiore rilievo la sostanza delle operazioni poste in essere rispetto alla pura formalità e si rintraccia una netta distinzione di tutela tra investitori qualificati e clienti retail.

Per molti intermediari bancari e finanziari la partecipazione, con diversi ruoli possibili, in un consorzio di collocamento costituisce spesso una scelta strategica di non poco impatto sulle performance aziendali.

Pertanto il mutato quadro normativo in tema di appello al pubblico risparmio ed, in particolare, di offerta al pubblico di prodotti finanziari, impone agli operatori del settore di mappare e valutare nuovamente i rischi connessi a tale tipo di operazioni, soprattutto in considerazione del nuovo quadro di responsabilità e dei nuovi vincoli operativi che il legislatore ha posto all'operatività sul mercato secondario.

Il management avrà dunque il compito di ponderare i rischi in ragione del nuovo quadro normativo e delle nuove tutele riconosciute alle diverse tipologie di investitori, decidendo infine se, a quali condizioni e con quale ruolo, sia proficuo aderire al consorzio di collocamento di un determinato emittente.

Alla luce del processo interno di Risk Management, specificatamente svolto per le operazioni rientranti nella fattispecie ex art. 100bis, sarà poi necessario rintracciare i diversi profili di responsabilità in ragione delle funzioni esercitate in relazione al processo ICAAP interno.

CAPITOLO 3

RISK MANAGEMENT E CIRCOLAZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI

1 – IL QUADRO NORMATIVO

Le fattispecie contemplate dall'art. 100bis del TUF identificano per gli intermediari finanziari e bancari una tipologia di operazioni senz'altro strategiche. Decidere se partecipare ad un consorzio di collocamento, l'eventuale ruolo da assumere all'interno di quest'ultimo, nonché l'inserimento di determinati prodotti finanziari all'interno del proprio portafoglio titoli costituiscono passaggi chiave della gestione ed organizzazione di un operatore del settore finanziario.

Questa considerazione appare ancor più confermata, qualora si considerino le nuove tutele per gli investitori previste dall'art. 100bis del TUF, che a livello gestionale comportano per gli intermediari ulteriori e diversi rischi di perdite legate, appunto, all'operatività in titoli che rispondono alle caratteristiche proprie della fattispecie prevista dalla norma in commento.

Il quadro normativo che il management di un operatore bancario e finanziario si trova di fronte nel momento in cui deve valutare tali scelte strategiche ed operative è costituito per un verso dalla normativa sul processo ICAAP e dall'altro dalla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari così come delineata dall'art. 100bis del TUF.

2 - IL PROCESSO DI RISK MANAGEMENT ICAAP

2007.

Il punto di partenza delle due discipline coincide. L'Accordo di Basilea II, da cui è scaturita la disciplina del Risk Management nel settore bancario e finanziario³⁷⁵, mira a creare degli operatori di settore più solidi e gestiti in modo corretto, perseguendo non solo gli obiettivi interni di profitto, ma anche e soprattutto gli obiettivi, stabiliti dal legislatore, di sana e prudente gestione, nonché di stabilità dei mercati. La Direttiva Prospetto, da cui invece è scaturita la riforma della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ha cercato anch'essa di favorire l'ampliamento delle pubblicazioni di prospetti informativi veritieri e corretti, al fine di garantire una maggiore trasparenza e correttezza dei comportamenti degli operatori di mercato ed

³⁷⁵ Disciplina contenuta nel Regolamento Congiunto Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 e nelle Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 e n. 216 del 1996, aggiornata nel

evitare il perpetrarsi di comportamenti elusivi e scorretti che hanno provocato la recente crisi del risparmio.

Entrambe le discipline mirano dunque a perseguire quegli obiettivi di trasparenza, correttezza e stabilità dei mercati bancari e finanziari, nonché degli intermediari in essi operanti, obiettivi tutti ricompresi ed evidenziati negli artt. 5 del TUB e del TUF. Pertanto sia in tema di adesione ad un consorzio di collocamento che di decisione in merito all'intermediazione di determinati titoli, il management dovrà effettuare una valutazione di Risk Management, seguendo nello specifico il processo ICAAP, per determinare e valutare i rischi che l'operatore corre effettuando la relativa scelta strategica ed operativa, attuando poi le opportune risposte al rischio. Lo scopo finale permane quello di ridurre e, se possibile, eliminare i rischi propri dell'operazione, determinando anzitutto il livello di capitale prudenziale adeguato alla copertura economica degli stessi.

2.1 – Propensione al rischio ed obiettivi strategici

Come visto nel primo capitolo, l'intermediario deve anzitutto determinare il proprio livello di propensione al rischio, c.d. "Risk Appetite", per poi stabilire conformi obiettivi strategici.

La legge affida questi due compiti, nonché le relative responsabilità, all'"organo con funzione di supervisione strategica", che ha il compito precipuo di definire le strategie di base per lo sviluppo e la realizzazione di un efficace processo di Risk Management, formulando gli obiettivi generali che l'organizzazione dovrà perseguire relativamente all'assunzione dei rischi, verificando poi l'efficacia del processo e del rispetto degli stessi obiettivi generali³⁷⁶. Il ruolo attribuito è dunque di supervisione e

a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le

³⁷⁶ Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, Art. 8:

<
 L'organo con funzione di supervisione strategica:

politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa; ne verifica periodicamente la corretta attuazione e coerenza con l'evoluzione dell'attività aziendale;

b) approva i processi relativi alla prestazione dei servizi e ne verifica periodicamente l'adeguatezza;

c) verifica che l'assetto delle funzioni aziendali di controllo sia definito in coerenza con il principio di proporzionalità e con gli indirizzi strategici e che le funzioni medesime siano fornite di risorse qualitativamente e quantitativamente adeguate;

d) approva e verifica periodicamente, con cadenza almeno annuale, la struttura organizzativa e l'attribuzione di compiti e responsabilità;

e) verifica che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo e tempestivo;

f) assicura che la struttura retributiva e di incentivazione sia tale da non accrescere i rischi aziendali e sia coerente con le strategie di lungo periodo.>>

Ed inoltre si veda la Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 24:

guida, attraverso la verifica del grado di efficacia con cui il management ha realizzato il processo di gestione, conoscendo il livello di rischio sostenibile prefissato dall'azienda.

Nella fase preliminare, dunque, l'organo con funzione di supervisione strategica determina prima il Risk Appetite e poi gli obiettivi strategici, conformemente alle finalità imposte dalla regolamentazione di settore.

Pertanto, anche la propensione al rischio di un operatore del settore bancario e finanziario, che determina il suo c.d. "Risk Appetite", risente innanzitutto di un insieme di fattori, appartenenti all'ambiente interno ed alla sfera personale dei soggetti che compongono la struttura aziendale.

La dottrina³⁷⁷ ha sottolineato come il settore bancario e finanziario sia ontologicamente caratterizzato da un'eccessiva propensione al rischio, il c.d. moral hazard. Questa tendenza, riscontrata soprattutto a livello di management, si concretizza con l'adozione di strategie con elevati ritorni nell'immediato, al fine di percepire incentivi e bonus normalmente collegati, appunto, ai risultati di breve periodo, facendo eccessivo affidamento sull'infallibilità del sistema di vigilanza grazie ai requisiti di capitale stabiliti per legge, ai sistemi di garanzia dei depositi, nonché al probabile intervento dello Stato in caso di crisi nel settore. Tutte queste certezze sono state confutate dalla recente crisi finanziaria globale, di cui parte della colpa viene proprio imputata alla tendenza del management verso un'eccessiva e mal ponderata propensione al rischio³⁷⁸.

Non a caso l'art. 8 lett. f) del Regolamento Congiunto incarica l'organo con funzione di supervisione strategica di assicurare un sistema di incentivazione e retribuzione tale da non accrescere i rischi aziendali³⁷⁹, per tentare di arginare proprio l'eccessivo "moral hazard" che ha caratterizzato storicamente il management finanziario.

[«]In particolare, tale organo: (omissis)

⁻ con riferimento al processo ICAAP, definisce e approva le linee generali del processo, ne assicura l'adeguamento tempestivo in relazione a modifiche significative delle linee strategiche, dell'assetto organizzativo, del contesto operativo di riferimento e promuove il pieno utilizzo delle risultanze dell'ICAAP a fini strategici e nelle decisioni d'impresa.>>

³⁷⁷ Cfr. Ciancanelli P., Reyes Gonzalez J.A., "Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework, Paper" presentato alla "EFM Association Conference", Atene, 2000.

³⁷⁸ Cfr. Conti V., "Dialettica tra Autorità e stakeholders nei controlli", intervento al Convegno Dexia Crediop di Roma del 6 giugno 2008.

In proposito la Banca d'Italia, nelle "Disposizioni di Vigilanza in materia di Organizzazione e Governo Societario delle Banche" del 4 marzo 2008, aveva in parte anticipato gli standard

Pertanto l'organo con funzione di supervisione strategica deve tenere a riferimento i limiti fissati dalla normativa. Il perseguimento delle performance aziendali dovrà avvenire sempre nel rispetto degli obiettivi di stabilità, trasparenza, correttezza e diligenza fissati quali principi generali dal TUB e dal TUF.

Determinante, poi, sarà la cultura aziendale, delineata dalla storia e dallo stile della direzione manageriale, che può comportare sensibili variazioni nella propensione al rischio di molti business. Lo stile manageriale può infatti incoraggiare l'assunzione di rischi alla ricerca di opportunità di mercato, stimolare gli investimenti in attività troppo rischiose. In proposito la Banca d'Italia ha tentato di promuovere una "cultura aziendale improntata a principi di onestà, correttezza e rispetto non solo della lettera, ma anche dello spirito, delle norme" con l'obiettivo di evitare il ripetersi di comportamenti di gestione e controllo eccessivamente propensi al rischio, perseguendo così una sana e prudente gestione, nonché la generale stabilità economica.

Nello specifico caso delle operazioni ex art. 100bis del TUF, si rivela fondamentale la capacità dell'intermediario di acquisire informazioni in merito all'emittente i titoli in questione, nonché alla pubblicazione del relativo prospetto informativo.

Infatti il Risk Appetite è fortemente influenzato dal modo in cui vengono gestite le informazioni aziendali. In proposito il Regolamento Congiunto ha previsto che l'attuazione, l'implementazione e la revisione di un sistema informativo "adeguato, corretto e tempestivo" siano attribuiti come competenza specifica sia all'organo con compiti di supervisione strategica che all'organo di gestione³⁸¹.

Tenendo conto di tali aspetti si dovrà stabilire il livello di Risk Appetite che, nell'ambito dei limiti normativi, l'intermediario sia disposto a sostenere in merito alle operazioni rientranti alle fattispecie di cui all'art. 100bis del TUF, tra cui rientrano, a livello organizzativo, non solo l'adesione al consorzio di collocamento, ma anche le decisioni in merito all'operatività in prodotti finanziari esenti dall'obbligo di prospetto, in particolare ex art. 100, co. 1, lett. a) dello stesso TUF.

internazionali, imponendo, tra l'altro, il collegamento dei premi retributivi ai risultati effettivi e sostenibili nel tempo, nonché l'utilizzo di forme di ponderazione in base al rischio.

³⁸⁰ Cfr. Banca d'Italia, Disposizioni di Vigilanza di cui al Provvedimento n. 688006 del 10/07/2007.

³⁸¹ Cfr. Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29/10/2007, Artt. 8 e 9.

Successivamente e compatibilmente al Risk Appetite, l'organo con funzione di supervisione strategica dovrà determinare gli obiettivi da perseguire per massimizzare sia le performance aziendali che il valore per gli stakeholder, definendo in particolare l'atteggiamento che deve essere assunto di fronte alle diverse tipologie di rischio, le risorse da dedicare alla attività di Risk Management, la strutturazione del processo, nonché la modalità di valutazione e trattamento dei rischi³⁸².

Anche in tale fase gli obiettivi aziendali dovranno confrontarsi con gli obiettivi di stabilità economica, sana e prudente gestione che la normativa di settore impone siano fatti propri e perseguiti da ogni operatore bancario e finanziario. La disciplina prudenziale, in particolare, incentiva il perseguimento degli obiettivi fissati dalla normativa, consentendo una riduzione del capitale di vigilanza in ragione, appunto, dell'efficacia ed efficienza del sistema di gestione e controlli dei rischi, per cui migliore è il sistema di Enterprise Risk Management, minore l'ammontare del capitale vincolato a fini prudenziali e, dunque, più elevate le performance aziendali e la fiducia del mercato.

In proposito l'art. 8, co. 1, lett. a) del Regolamento Congiunto prevede che «L'organo con funzione di supervisione strategica: a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa».

Una volta che siano stati determinati il livello di Risk Appettite ed i relativi obiettivi strategici, l'organo di gestione, a cui la normativa prudenziale affida il processo ICAAP, ha tutti gli strumenti gestionali e le direttive operative per procedere alla valutazione di Risk Management in merito alle operazioni che coinvolgono fattispecie rientranti nella disciplina dell'art. 100bis del TUF.

2.3 – IL RISK ASSESSMENT

Il processo di gestione del rischio ICAAP ha inizio con la fase di Risk Assessment, in cui, una volta delineato il contesto di riferimento e gli obiettivi strategici della funzione di Risk Management, si procede ad individuare, analizzare, stimare e valutare i rischi ai quali l'azienda deve far fronte.

³⁸² Cfr. Floreani A., 2005, op. cit..

All'esito di tale fase si otterrà la "quantificazione del rischio", tecnicamente composta dalla stima della probabilità di accadimento di un evento incerto, detta anche indice di frequenza, unita alla valutazione d'impatto di tale evento sulla misura identificata come rappresentativa degli obiettivi aziendali³⁸³. Una volta quantificati tutti i rischi a cui l'azienda, si ritiene, possa esser soggetta, si potrà definire la "mappa dei rischi", necessaria per individuare i fattori di pericolo che risultano maggiormente rilevanti e sui quali è, dunque, indispensabile definire una qualche strategia d'intervento³⁸⁴.

Questa fase ha, dunque, l'obiettivo individuare tutti i rischi distinguendoli tra accettabili ed inaccettabili. A tal fine ogni operatore bancario e finanziario dovrà valutare il grado di pervasività strutturale di tale analisi, sia in termini di livelli organizzativi coinvolti che di qualità delle informazioni da ricavare.

Sotto il profilo organizzativo, mentre finora la competenza spettava all'organo con funzione di supervisione strategica, l'attuazione della fase di Risk Assessment, al pari dell'intero processo ICAAP, sono di esclusiva pertinenza dell'organo con funzioni di gestione, in forza dell'art. 9 del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia³⁸⁵.

2.3.1 – IDENTIFICAZIONE DEI RISCHI

La fase definita di "Risk Identification" particolarmente importante e delicata, va necessariamente inserita nel quadro delineato dalla normativa prudenziale.

La Banca d'Italia impone pertanto agli operatori del settore un'approfondita mappatura dei rischi, sia interni che esterni, rimettendo tuttavia all'autonomia di ciascun soggetto vigilato la scelta dei metodi da utilizzare per l'individuazione accurata dei pericoli a cui lo stesso è esposto³⁸⁷.

⁻

³⁸³ Cfr. Prandi S., 2010, op. cit., pag. 203.

 ³⁸⁴ Cfr. Bozzolan S., "Risk Management e misure di performance", in Finanza, Marketing e Controllo, n° 1, 2008, pagg. 79-80.
 ³⁸⁵ Concetto ribadito e puntualizzato dalla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I,

Cap. 1, Parte Quarta, Par. 2.2.

³⁸⁶ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit..

³⁸⁷ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, al Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.1, che descrive in tali termini il processo di "identificazione dei rischi": «Le banche effettuano in autonomia un'accurata identificazione dei rischi ai quali sono esposte, avuto riguardo alla propria operatività e ai mercati di riferimento. Al fine di individuare i rischi rilevanti, l'analisi deve considerare almeno i rischi contenuti nell'elenco di cui all'Allegato A. Detto elenco non ha carattere esaustivo: è rimessa alla prudente valutazione di ogni banca l'individuazione di eventuali ulteriori fattori di rischio connessi con la propria specifica operatività».

Unico vincolo di carattere tassativo rimane il riferimento all'Allegato A della Circolare n. 263 del 2006³⁸⁸. Nel processo ICAAP, infatti, l'intermediario bancario e finanziario deve svolgere un'analisi che almeno includa i rischi elencati all'Allegato A, che comprende in primo luogo i rischi dettagliatamente trattati nel Primo Pilastro della vigilanza prudenziale, nonché dell'Accordo di Basilea II, vale a dire i rischi di credito, di mercato ed operativo. Ad essi vengono affiancati ulteriori rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria, la cui individuazione e gestione viene rimessa all'autonomia del soggetto vigilato, sempre nel rispetto delle finalità imposte dagli artt. 5 del TUB e del TUF. Da ultimo, la Banca d'Italia sottolinea come l'elenco di cui all'Allegato A non sia esaustivo, consentendo o, meglio, obbligando gli intermediari bancari e finanziari ad integrare tale elenco con gli "eventuali ulteriori fattori di rischio connessi con la propria specifica operatività".

Pertanto la normativa regolamentare si limita a fissare i canoni minimi di un'analisi di Risk Identification, lasciando al soggetto vigilato il compito di soddisfare concretamente i canoni di sana e prudente gestione, stabilità economica, efficienza e competitività.

Come già evidenziato, un corretto processo di identificazione dei rischi si articola in diverse fasi³⁸⁹. Dapprima è necessario individuare gli eventi potenzialmente rischiosi e le relative aree critiche. Poi si dovranno analizzare le cause di tali eventi, nonché tutti i connessi rischi. Successivamente si dovranno individuare i fattori che creano o accrescono le probabilità che l'evento rischioso si verifichi. Infine occorrerà analizzare le conseguenze del possibile verificarsi dell'evento sull'impresa, non solo per indagare sulla tipologia del rischio, ma soprattutto per passare alla successiva fase di misurazione dei rischi.

In letteratura sono state elaborate nel tempo diverse tecniche a supporto dell'identificazione dei rischi³⁹⁰, le quali non si pongono necessariamente in

_

³⁸⁹ Cfr. LaManna Di Salvo D., "L'influenza del fattore rischio nella gestione aziendale", UNI Service, Trento, 2004.

³⁸⁸ L'elenco di cui all'Allegato A del Titolo III della Circ. Banca d'Italia n. 263 del 2006 è pedissequamente ripreso dall'Allegato K della Circ. Banca d'Italia n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007, relativa al processo ICAAP applicato agli intermediari iscritti all'elenco ex art. 107 del TUB.

³⁹⁰ In proposito, limitando il panorama, quattro sono le tecniche più diffuse: l'analisi dell'esperienza passata, le check-list, le interviste, brainstorming e workshop. Cfr. Trotta C., in Quaderni di Management N. 28 – luglio/agosto 2007, op. cit.; D'Onza Giuseppe, Milano, 2008, op. cit..

alternativa l'una all'altra, ma possono, anzi dovrebbero essere usate anche simultaneamente³⁹¹.

Con questi strumenti il management deve dapprima evidenziare in concreto le operazioni rientranti nella fattispecie di cui all'art. 100bis del TUF, foriere di possibili rischi per l'intermediario. Nello specifico tali operazioni sono non solo l'adesione ad un consorzio di collocamento di titoli esenti dalla pubblicazione del prospetto informativo ex art. 100, co. 1, lett. a), ma anche la negoziazione degli stessi titoli sul mercato secondario nell'arco dei dodici mesi successivi all'emissione.

La prima tipologia di operazioni, nel caso in cui l'intermediario assuma lo specifico ruolo di lead manager, offerente, garante o responsabile delle informazioni comporta, oltre all'azione di nullità relativa e di risarcimento del danno ex art. 100bis, co. 3, anche la responsabilità per la completezza e veridicità delle informazioni contenute nel prospetto ex art. 94, commi 8 e 9, con relativa inversione dell'onere della prova. Nel diverso caso di semplice negoziazione dei titoli esenti dalla pubblicazione del prospetto informativo ex art. 100, co. 1, lett. a) nell'arco dei dodici mesi successivi all'emissione, 1'intermediario è soggetto alla sola azione di nullità relativa e risarcimento danni ex art. 100bis, co. 3, del TUF.

I relativi rischi che potenzialmente l'intermediario si troverebbe a correre sono principalmente collegati all'emissione del prospetto. Infatti la vigente disciplina in tema non attribuisce alcuna rilevanza allo stato di insolvenza o meno dell'emittente perché la tutela dell'investitore retail possa attivare le specifiche azioni riconosciute dal legislatore. Perché la nullità relativa possa esser attivata è infatti sufficiente che la sistematica rivendita non sia accompagnata dal prospetto informativo.

Tuttavia il management deve anche considerare che quanto più l'emittente darà segni di solidità e capacità di performance, tanto più l'investitore retail, "che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale", sarà intenzionato a trattenere i titoli in questione nel proprio portafoglio, senza esercitare l'azione di nullità relativa conferitagli. Di contro quanto superiore sarà lo stato di difficoltà dell'emittente, tanto maggiore la spinta dell'investitore retail ad avvalersi dell'azione di nullità, per trasferire in tal modo i rischi di un'eventuale insolvenza dell'emittente a carico dell'intermediario e del precedente titolare dei prodotti finanziari.

-

³⁹¹ Cfr. LaManna Di Salvo Domenico, Trento, 2004, op. cit..

Così, tenendo a riferimento l'Allegato A della Circolare n. 263 del 2006, il management dovrà anzitutto considerare il rischio di controparte, vale a dire il rischio che l'emittente i titoli negoziati o collocati non sia in grado di onorare gli obblighi derivanti da questi ultimi, in particolare l'obbligo di restituzione del capitale, ricordando che è sufficiente il crollo dei titoli sui mercati, affinché si verifichi il rischio di veder esercitare l'azione di nullità ex art. 100bis del TUF. Inoltre in termini economici quanto maggiore sarà la perdita di valore dei titoli negoziati, tanto maggiore saranno le potenziali perdite per l'intermediario, che saranno costituite, nel caso peggiore, dall'ottenere indietro, a seguito della nullità, titoli deprezzati appartenenti ad un'emittente in difficoltà sul mercato, o comunque, nella migliore delle ipotesi, dal risarcimento del danno sofferto dalla controparte.

Inoltre, alla possibile insolvenza dell'emittente, si collega il rischio di liquidità legato appunto sia ai risarcimenti danni che al peggioramento del rating del proprio portafoglio titoli a seguito del forzato riacquisto dei prodotti finanziari oggetto dell'azione di nullità relativa ex art. 100bis del TUF.

Da non sottovalutare, poi, il rischio reputazionale in cui incorre l'intermediario che abbia legato il proprio nome alle emissioni o anche solo alla negoziazione di determinati prodotti finanziari, come nel caso Cirio e Parmalat. Tale rischio, a determinate condizioni, potrebbe addirittura superare, in termini economici, lo stesso rischio di controparte, in considerazione, peraltro, dalla grande eco che negli ultimi tempi siffatte vicende ricevono dai media. La conseguenza più grave potrebbe essere una forte diminuzione della capacità dell'intermediario nel reperire capitali e risorse, stante la minor fiducia che un rischio reputazionale provocherebbe sul mercato.

Infine si deve considerare anche uno specifico rischio di compliance, in forza dell'ultima parte dell'art. 100bis, co. 3, del TUF, nel quale si prevede «l'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile». In particolare si sottolinea il potenziale ingente importo della sanzione prevista dall'art. 191, co. 1, del TUF³⁹².

-

³⁹² Art. 191 del TUF, co. 1: «Chiunque effettua un'offerta al pubblico in violazione degli articoli 94, comma 1 e 98-ter, comma 1 è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di importo non inferiore ad un quarto del controvalore offerto e fino ad un massimo di due volte il controvalore stesso e, ove quest'ultimo non sia determinabile, di importo minimo di centomila euro e massimo di duemilioni di euro.»

Al termine del processo di "Risk Identification" l'intermediario, come richiesto dalla normativa prudenziale, dovrà aver ben chiara e dettagliata la mappa del rischi a cui è sottoposto, delle relative cause, nonché delle conseguenze sulla struttura aziendale. Nel caso di specie, la fattispecie di cui all'art. 100bis del TUF sottopone l'intermediario principalmente ai rischi di controparte, reputazionale e di compliance, a cui si potrebbero aggiungere, in determinati casi, anche i rischi di liquidità e di concentrazione.

2.3.2 – VALUTAZIONE DEL RISCHIO

Avvenuta l'identificazione e la mappatura dei rischi a cui l'intermediario bancario o finanziario è esposto, segue la fase di valutazione e misurazione degli stessi, a cui attiene lo scopo di determinare la probabilità che un evento rischioso si verifichi in futuro ed il conseguente impatto sull'azienda³⁹³.

Avendo presente il panorama delle tecniche di valutazione o misurazione dei rischi, il legislatore europeo ha effettuato in merito una scelta ispirata all'Accordo di Basilea II, ripresa dal legislatore nazionale con la normativa di vigilanza prudenziale. Il processo ICAAP, in merito alla stima dei singoli rischi, sottolinea come «ai fini della determinazione del capitale interno, le banche misurano ovvero – in caso di rischi difficilmente quantificabili – valutano tutti i rischi rilevanti ai quali sono esposte, utilizzando le metodologie che ritengono più appropriate, in relazione alle proprie caratteristiche operative e organizzative» Pertanto, la Banca d'Italia non solo richiede che gli intermediari bancari e finanziari analizzino, gestiscano e controllino almeno "tutti i rischi rilevanti", ma riprende anche la distinzione tra tecniche quantitative, laddove "la banche misurano", e tecniche qualitative, laddove invece le stesse "– in caso di rischi difficilmente quantificabili – valutano".

Premesso ciò, la normativa prudenziale provvede a delimitare e contenere l'apparente libertà di scelta dei soggetti vigilati in merito alle tecniche di misurazione e valutazione, prevedendo per ciascun rischio rilevante una soluzione normativa.

Nel caso della fattispecie in commento sono attuabili, per quanto attiene al rischio di controparte³⁹⁵ due metodi di misurazione e calcolo del requisito: il metodo standardizzato, già elaborato nell'Accordo di Basilea I del 1988, ed il metodo dei

³⁹³ Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

³⁹⁴ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2.

³⁹⁵ Trattato all'interno del rischio di credito, cfr. Circ. Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Cap. 1.

rating interni, c.d. IRB (Internal Rating Based), previsto nelle versioni base ed avanzata.

Per quanto invece attiene ai rischi reputazionale, di compliance e di liquidità la Banca d'Italia implicitamente li considera "difficilmente quantificabili", in quanto rientranti nei rischi di cui al Secondo Pilastro elencati nell'Allegato A³⁹⁶. Per questi ultimi la disciplina prudenziale, pur suggerendo alcune linee operative, rimette nelle mani degli operatori bancari e finanziari la scelta delle tecniche di valutazione «che ritengono più appropriate, in relazione alle proprie caratteristiche operative e organizzative >> 397, con la generica avvertenza che «Lo sviluppo di modelli che tengono conto della diversificazione all'interno di ciascun rischio deve fondarsi su analisi robuste, visti gli effetti che ne possono derivare sulla determinazione del relativo capitale interno>>398.

In conclusione, per la fattispecie in commento il fulcro della gestione ruota intorno al rischio di controparte, in quanto i conseguenti rischi reputazionale, di compliance e di liquidità derivano dal verificarsi di andamenti deficitari sul mercato da parte dell'emittente.

Pertanto solo un'approfondita ed efficace misurazione del rischio di controparte può permettere all'intermediario di valutare con attenzione non solo la complessiva redditività, ma soprattutto la specifica rischiosità dell'operazione rientrante nella fattispecie ex art. 100bis, co. 2, del TUF.

2.4 – Lo Stress Testing

Seguendo il modello ICAAP il management dovrà poi eseguire un'attività di controllo immediato dell'efficacia dei sistemi di misurazione e valutazione dei rischi individuati nella fase di Risk Assessment³⁹⁹.

³⁹⁸ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2, pag. 10.

³⁹⁶ I rischi considerati allo stato difficilmente quantificabili e dunque misurabili dall'Allegato A della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006 sono i rischi residuo, strategico, reputazionale e derivante da cartolarizzazioni, ai quali si aggiunge il rischio di compliance, in forza del Provv. della Banca d'Italia n. 688006 del 10/07/2007, che in merito detta solo linee guida per un'efficace ed efficiente sistema di gestione. ³⁹⁷ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. II, Par. 3.2, pag. 8, in applicazione

del principio di proporzionalità immanente all'intera disciplina prudenziale.

³⁹⁹ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 3.2.1, pag. 10: «Le banche effettuano prove di stress per una migliore valutazione della loro esposizione ai rischi, dei relativi sistemi di attenuazione e controllo e, ove ritenuto necessario, dell'adeguatezza del capitale interno>>.

Tale attività, denominata "stress testing", è definita come l'applicazione di «tecniche quantitative e qualitative con le quali le banche valutano la propria vulnerabilità ad eventi eccezionali ma plausibili; esse si estrinsecano nel valutare gli effetti sui rischi della banca di eventi specifici (analisi di sensibilità) o di movimenti congiunti di un insieme di variabili economico-finanziarie in ipotesi di scenari avversi (analisi di scenario)»⁴⁰⁰.

In merito alla fattispecie, di cui alla norma in commento, lo stress test dovrebbe valutare la fase di Risk Assessment, prospettando delle condizioni estremamente negative. In particolare lo scenario dovrebbe contemplare un'emittente che ha collocato dei titoli esenti dal prospetto ex art. 100, co. 1, lett. a) del TUF.

Si dovrebbe poi ipotizzare una sistematica operatività nei titoli dell'emittente in questione, che entro dodici mesi dall'emissione subisca delle gravi perdite sul mercato dei titoli, senza che nel frattempo si sia provveduto a pubblicare il prospetto informativo.

In tale scenario estremo l'intermediario dovrebbe da un lato subire le perdite conseguenti alla nullità che potenzialmente colpirebbe tutte le negoziazioni avvenute nell'arco dei dodici mesi dall'emissione, e dall'altro dovrebbe risarcire tutti i conseguenti e connessi danni, ritrovandosi in portafoglio dei prodotti finanziari quotati sui mercati a prezzi decisamente ribassati.

In rapporto a tale scenario sarebbe così verificata la valutazione dei rischi identificati quali propri delle operazioni rientranti nella fattispecie di cui all'art. 100bis, commi 2 e 3, del TUF, testando al contempo la capacità di assorbimento e reazione dell'intermediario ad una situazione particolarmente avversa.

2.5 – RISK RESPONSE

Dopo aver svolto la fase del Risk Assessment e lo stress testing, «il management seleziona le risposte al rischio emerso (evitarlo, accettarlo, ridurlo, comparteciparlo) sviluppando interventi per allineare i rischi emersi con i livelli di tolleranza al rischio e di rischio accettabile» ⁴⁰¹.

⁴⁰⁰ Definizione tratta dalla Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. III, Par. 3.2.1, pag. 10. In particolare la normativa impone che gli intermediari svolgano due tipologie di "stress test": le "analisi di sensibilità", nelle quali si modifica un singolo fattore di rischio; le "analisi di scenario" nelle quali un insieme di fattori di rischio viene modificato in modo coerente, per meglio comprendere le interazioni sistemiche degli eventi dannosi. Cfr. ABI, 26 febbraio 2010, op. cit..
⁴⁰¹ Definizione tratta da AIIA – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

In questa fase il management sostanzialmente decide con quali strategie ed interventi affrontare i singoli rischi misurati e valutati in precedenza, onde riportarli al di sotto della soglia di Risk Appetite, anche detta, appunto, Risk Tollerance.

Il modello regolamentare ICAAP, in proposito, impone una risposta obbligata, almeno in un primo momento. L'operatore bancario e finanziario anzitutto deve rispondere ai rischi specifici delle operazioni di collocamento e negoziazione in commento, determinando, in base al metodo di misurazione o valutazione adottato, la quota di capitale da destinare alla copertura di ciascuno degli stessi rischi individuati come rilevanti dal soggetto vigilato⁴⁰².

La determinazione del capitale di vigilanza è sicuramente più facile nel caso del rischio di controparte, per il quale l'intermediario può avvalersi delle diverse e sviluppate tecniche di misurazione non solo proposte in dottrina, ma soprattutto previste nella stessa normativa regolamentare⁴⁰³. Di contro più difficile è la valutazione del rischio reputazionale, di compliance e di liquidità, data l'impossibilità, allo stato, di una vera a propria misurazione.

Peraltro il management non esaurisce il proprio compito con la determinazione ed accantonamento del capitale di vigilanza prudenziale, dovendo ancora perseguire l'obiettivo vero e proprio sia del modello aziendale, che del modello normativo: la riduzione dei rischi a cui l'azienda è soggetta, anche al fine di ridurre proporzionalmente lo stesso capitale vincolato a fini di vigilanza prudenziale. Infatti, quanto il management in questa fase si mostrerà in grado di rispondere ai rischi, riducendoli e controllandoli, tanto più sarà possibile, anche in fini della normativa prudenziale, ridurre il livello del capitale vincolato a copertura dei rischi residui.

Pertanto, al fine di garantire la stabilità economica e la sana e prudente gestione degli intermediari bancari e finanziari, il legislatore, se nell'immediato impone il vincolo di capitali adeguati alla copertura di tutti i rischi rilevanti, nel lungo periodo incentiva i soggetti vigilati ad attuare le più efficaci ed efficienti metodologie di gestione e controllo dei rischi, perseguendo in tal modo gli obiettivi normativi

403 Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo II, Capitoli 1-3.

_

⁴⁰² Si veda quanto affermato in proposito nella Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Cap. 1, Sez. I, Par. 1, pag. 1: «Le banche definiscono strategie e predispongono strumenti e procedure per determinare il capitale che esse ritengono adeguato - per importo e composizione - alla copertura permanente di tutti i rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte, anche diversi da quelli per i quali è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali».

attraverso la solidità strutturale e prospettica degli intermediari più che per mezzo di coefficienti patrimoniali imposti ex lege.

Una volta costituito il capitale di vigilanza, così come determinato in base al processo ICAAP, il legislatore lascia all'intermediario bancario o finanziario la libertà di attuare e soprattutto migliorare il sistema di gestione e controllo del rischio, in particolare approntando ed implementando metodologie di risposta e trattamento dei singoli rischi in grado di perseguire gli obiettivi legislativi di stabilità economica e di sana e prudente gestione.

In questa fase viene nuovamente utile l'identificazione dei rischi eseguita precedentemente, potendo ora valutare la specifica gestione anche in ragione dell'inquadramento nelle diverse tipologie di rischi. In particolare va considerato che i rischi inerenti alla fattispecie ex art. 100bis, commi 2 e 3, del TUF sono di carattere strategico⁴⁰⁴, imprenditoriale⁴⁰⁵ e speculativo⁴⁰⁶. Ciò significa che non è prospettabile una gestione basata su condivisione o trasferimento, soprattutto assicurativo, di tali rischi, in quanto la strada da percorrere è l'internalizzazione della gestione, come suggerito anche dalla stessa normativa europea⁴⁰⁷. La difficoltà sta nel fatto che il management, in via generale, ha poco margine di intervento sul rischio di controparte, dovendosi limitare a valutare attentamente le condizioni di solidità e stabilità economica dell'emittente. Questo spiega il motivo per cui la risposta al rischio si deve concentrare da un lato su un'attività di valutazione preventiva svolta

_

⁴⁰⁴ Cfr. Circolare Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo III, Capitolo 1, Allegato A, nel quale il rischio strategico viene definito come «il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da cambiamenti del contesto operativo o da decisioni aziendali errate, attuazione inadeguata di decisioni, scarsa reattività a variazioni del contesto competitivo».

⁴⁰⁵ Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, Parte Prima, Paragrafo 1, nel quale i rischi imprenditoriali sono quelli che caratterizzano l'attività degli intermediari bancari e finanziari e necessitano della vigilanza regolamentare. In particolare la Banca d'Italia afferma che «La nuova struttura della regolamentazione prudenziale si basa su "tre pilastri". Il primo introduce un requisito patrimoniale per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di controparte, di mercato e operativi)»

⁴⁰⁶ I rischi speculativi sono quei rischi da cui l'azienda può trarre sia perdite che utili, cfr. Tarallo P., 2008, op. cit..

⁴⁰⁷ Si veda quanto affermato dalla Direttiva n. 2006/48/CE, al Considerando n. 38: «Occorre prevedere adeguati incentivi per spingere gli enti creditizi ad adottare i metodi che presentano una maggiore sensibilità al rischio.» nonché quanto affermato al Considerando n. 53: «Gli enti creditizi dovrebbero dotarsi di capitale interno che, in funzione dei rischi ai quali sono o possono essere esposti, sia adeguato in termini di quantità, qualità e ripartizione. Di conseguenza, gli enti creditizi dovrebbero dotarsi di strategie e processi che consentano loro di valutare e di conservare l'adeguatezza del loro capitale interno».

con particolare attenzione e dall'altro adottando strategie per contenere le conseguenze negative dell'eventuale verificarsi della situazione avversa.

Di contro il relativo rischio reputazionale va classificato come esterno e per lo più specifico del settore finanziario, ragion per cui sarà di certo meno imputabile al management il fallimento della gestione, in funzione delle più ridotte possibilità di intervento diretto sul rischio rispetto a rischi interni e specifici.

In via generale, sulla base della classificazione offerta dalla dottrina⁴⁰⁸, l'intermediario potrà, dunque, attuare quattro possibili tipologie di risposta al rischio, identificate in funzione delle modalità di intervento sul rischio.

Pertanto, intrecciando il panorama dottrinale con gli "interventi correttivi" previsti dalla normativa, le quattro alternative che si presentano al management sono:

- evitare il rischio, c.d. Risk Avoidance: si elimina il rischio, rinunciando ad aderire al consorzio di collocamento di quel determinato emittente, piuttosto che non inserendo tra le proprie possibilità di negoziazione i titoli da quest'ultimo emessi. Questa tipologia di risposta rappresenta, sicuramente, il metodo più sicuro per impedire il manifestarsi di un rischio, ma, in casi estremi, anche quello più cieco e conservativo, andando di certo ad impattare sull'attività aziendale, mortificandone le performance e le prospettive di sviluppo. Questa tecnica rappresenta, dunque, l'extrema ratio, che l'azienda deve attuare qualora il rischio complessivo dell'operazione sia comunque insopportabile per il livello di Risk Tollerance aziendale. In verità, nel caso in commento vi sarebbe una tipologia di gestione che, eliminando il rischio, non escluderebbe almeno la negoziazione dei titoli in questione. Sarebbe sufficiente infatti effettuare le negoziazioni solo dopo dodici mesi all'emissione, per eliminare ab origine il rischio di nullità relativa ex art. 100bis del TUF;
- ridurre il rischio, c.d. "Risk Reduction": in questo caso il management, rispetto al "Risk Avoidance", decide di eseguire un lavoro più specifico, realizzando degli interventi mirati per cercare di ridurre le probabilità di accadimento o l'impatto atteso del rischio, sino a riportarlo al di sotto della "Risk Tollerance". Tra gli interventi correttivi è possibile inserire un contenimento dell'operatività in titoli rientranti nella fattispecie ex art. 100bis del TUF, piuttosto che la rinuncia ad

-

⁴⁰⁸ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pagg. 77 e ss..

aderire al consorzio di collocamento come lead manager, assumendo un ruolo meno rischioso e coinvolgente. Guardando all'operatività dell'intermediario nel suo complesso si può auspicare in via generale una diversificazione dei prodotti finanziari collocati e negoziati, almeno per ridurre il rischio di concentrazione del portafoglio titoli;

- condividere il rischio, c.d. "Risk Sharing" questa tipologia di intervento comporta una riduzione del rapporto probabilità/impatto attraverso un trasferimento, totale o parziale, di tipo assicurativo o meno, del rischio. Tale tipo di intervento, come anticipato, appare di difficile attuazione nel caso di specie, visto che i rischi individuati sono di tipo strategico, speculativo ed imprenditoriale;
- accettare il rischio, c.d. "Risk Acceptance" l'azienda decide di non realizzare alcun intervento per ridurre probabilità ed impatto del rischio. Ciò si verifica quando l'adozione di vere e proprie misure di gestione non risulta essere economicamente conveniente la Come sottolineato, la soluzione self-insurance è la scelta iniziale che il processo ICAAP ha imposto agli operatori del mercato bancario e finanziario, costretti ad accantonare quote di capitale per coprire tutti i rischi rilevanti. Si potrebbe commentare come questa sia la scelta meno "gestionale", stante, di fatto, l'accettazione passiva del rischio, mancando qualsivoglia intervento di effettivo Risk Management. Come evidenziato, la soluzione del Risk Acceptance non è di certo l'obiettivo che nel lungo periodo il legislatore incentiva.

In conclusione ed in via generale, diverse sono le alternative che sono attuabili dal soggetto vigilato. Si può scegliere di negoziazione o collocare i titoli privi di prospetto solo dopo dodici mesi dall'emissione, sottraendosi così all'applicazione della disciplina prevista dall'art. 100bis, co. 3, del TUF. Cosi facendo si avrà la possibilità di trasferire liberamente i titoli, sottostando alla sola normativa sulla prestazione dei servizi d'investimento ex artt. 21 e ss. del TUF, senza dover correre l'ulteriore rischio di vedersi opporre la nullità relativa riconosciuta in merito agli investitori retail. Altra alternativa sarebbe poi quella di negoziazione i titoli in questione solo con investitori classificati come qualificati. Queste soluzioni, da valutare soprattutto in base al rapporto costi/benefici, consentirebbero comunque

⁴⁰⁹ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pagg. 77-78.

⁴¹⁰ Cfr. Moeller R.R., John Wiley and Sons, 2007, op. cit., pag. 78.

⁴¹¹ Cfr. Giorgino M., Travaglini F., 2008, op. cit., pag. 165.

l'operatività sul mercato pur facendo in modo che l'art. 100bis, co. 3, del TUF non risulti applicabile.

2.6 – CONTROLLO, INFORMAZIONE E MONITORAGGIO

Determinato il capitale interno complessivo, si conclude il processo ICAAP, quale modello normativo di Risk Management, incentrato sulle sole fasi di Risk Assesment e Risk Response.

Successivamente si svolge l'importante attività di controllo, informazione e monitoraggio che caratterizza la fase "enterprise" del Risk Management. Con tali attività il processo ICAAP diventa ciclico e crea interconnessioni tra i vertici aziendali, che la normativa prudenziale individua negli organi di supervisione strategica, di gestione e di controllo.

In merito all'attività di controllo, il legislatore delegato, all'art. 10, co. 1, del Regolamento Congiunto, ribadisce in primo luogo che «all'organo con funzioni di controllo sono attribuiti compiti e poteri necessari al pieno ed efficace assolvimento dell'obbligo di rilevare le irregolarità nella gestione e le violazioni delle norme disciplinanti la prestazione dei servizi».

Di concerto con il Codice Civile, la normativa regolamentare assegna a tale organo una precipuo e cogente compito di vigilanza sulla funzionalità complessiva del sistema dei controlli interni e di gestione del rischio. La funzione di controllo non solo deve vigilare sulla corretta gestione societaria a tutela dell'interesse dei soci, ma anche e soprattutto deve garantire il rispetto di tutta la normativa applicabile ai soggetti vigilati, ed in particolare del continuo aggiornamento della valutazione dei rischi inerenti le operazioni riconducibili alla fattispecie ex art. 100bis del TUF.

In particolare i soggetti appartenenti alla struttura di controllo dovranno vigilare che il management aggiorni la valutazione e le risposte ai rischi, in ragione soprattutto del variare delle condizioni economiche e della valutazione di mercato in merito all'emittente.

Successivamente viene in rilievo l'attività di informazione, che vanno «identificate, raccolte e diffuse nella forma e nei tempi che consentano alle persone di adempiere correttamente le proprie responsabilità. In linea generale, si devono attivare comunicazioni efficaci, in modo che queste fluiscano per l'intera struttura

organizzativa: verso il basso, verso l'alto e trasversalmente» 412. Anche tale funzione informativa, come quella di controllo, deve appartenere all'intera struttura, caratterizzandosi come una ragnatela di rapporti tra i vari livelli aziendali, per garantire l'adozione di coscienti scelte di management, avendo a disposizione i dati e le informazioni più complete, aggiornate e dettagliate possibili⁴¹³.

Nello specifico le informazioni economiche e finanziarie, per conseguire un'efficace report, dovranno fotografare dettagliatamente e comprensibilmente le condizioni dell'emittente, la valutazione che di esso propone il mercato e soprattutto il livello di sistematicità delle compravendite ad investitori retail.

Le caratteristiche, che il legislatore vuole appartengano al sistema informativo interno, sono poi ben delineate dall'art. 15, co. 2, lett. d) del Regolamento Congiunto, per il quale, in tema di procedure interne, gli intermediari «adottano, applicano e mantengono adeguate procedure di comunicazione interna delle informazioni rilevanti ai fini della prestazione dei servizi, che assicurino la completezza, l'affidabilità e la tempestività di tali informazioni». Nella fattispecie in commento è soprattutto in tema di tempestività che le informazioni devono eccellere, visto anche il periodo di riferimento piuttosto breve che riguarda le negoziazioni che rientrano nella sfera di applicazione dell'art. 100bis, co. 3, del TUF.

L'ultima fase del processo di Enterprise Risk Management riguarda l'attività di "monitoraggio" intesa quale continua valutazione del processo di Risk Management svolta da soggetti sia interni che esterni alla struttura aziendale, al fine di revisionare, migliorare ed adeguare continuamente la funzione di gestione del rischio⁴¹⁴. Dal momento che la mappatura e la stima dei rischi può mutare a causa di fattori sia interni che esterni alla struttura aziendale, le relative risposte al rischio, che si sono rivelate efficaci in un momento di poco antecedente, potrebbero non esserlo più in futuro anche prossimo.

Per questo motivo in rapporto alla fase di monitoraggio il legislatore richiede l'aggiornamento e la revisione del processo ICAAP almeno annuale. In realtà questo è un lasso di tempo che l'intermediario non potrebbe permettersi, visti i dodici mesi quale periodo di riferimento adottato dall'art. 100bis del TUF, all'interno dei quali

⁴¹² Cfr. Associazione Italiana Internal Auditors – PriceWaterHouseCoopers, Milano 2006, op. cit..

⁴¹³ Si veda in proposito Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., IPSOA 2007, op. cit., pagg. 121 e ss.. 414 Cfr. Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., IPSOA 2007, op. cit., pagg. 125 e ss..

l'operatore di mercato deve eventualmente decidere di modificare il proprio comportamento, attuando nuovi e diversi interventi di risposta al rischio. Pertanto, in un'ottica di ottimale Risk Management il monitoraggio di ogni singola operazione dovrebbe essere continuo e comunque ad intervalli più ravvicinati di quanto non chieda la normativa prudenziale.

Più facile che si possa realizzare un monitoraggio ad intervalli annuali del rischio reputazionale, il cui verificarsi copre solitamente un raggio temporale più ampio dei soli dodici mesi stabiliti dalla norma in commento.

3 - CONCLUSIONI

L'attuazione del processo di Enterprise Risk Management, anche nell'ambito dell'operatività in titoli rientrante nella fattispecie di cui all'art. 100bis del TUF, può fornire un concreto supporto al management dell'intermediario bancario e finanziario per assumere decisioni meglio ponderate e confacenti il proprio Risk Appettite, nonché i propri obiettivi di performance aziendali. Le scelte attinenti la fattispecie in commento costituiscono comportamenti strategici in grado di decidere le sorti dei bilanci anche di operatori di grandi dimensioni, soprattutto laddove l'intermediario assuma il ruolo di lead manager, come ha dimostrato il coinvolgimento di primari istituti di credito nelle vicende Cirio e Parmalat.

A questa classica visione aziendalistica del Risk Management il legislatore ha sovrapposto una prospettiva di carattere prettamente normativo. Il nuovo quadro normativo di vigilanza prudenziale ha elevato il Risk Management da metodo di gestione aziendale a nuovo strumento di realizzazione degli obiettivi legislativi.

Se in passato il management è stato coadiuvato in tal modo nel perseguire le migliori performance aziendali, oggi con lo stesso strumento il legislatore mira ad indirizzare la gestione degli intermediari verso la stabilità economica e la sana e prudente gestione.

Questo è il fulcro della riforma della Corporate Governance nel settore bancario e finanziario all'indomani della crisi del risparmio, degli investimenti e del mercato, crisi che fa sentire ancora oggi le proprie conseguenze sull'economia reale.

CAPITOLO 4

TUTELA E RESPONSABILITÀ

1-LA TUTELA EX ART. 100BIS DEL TUF

Il legislatore ha riscritto le regole dell'appello al pubblico risparmio con il precipuo scopo di colmare il vuoto normativo che ha permesso alla grave crisi dei mercati e degli investimenti di contagiare molte realtà economiche dei Paesi appartenenti al c.d. primo mondo.

Particolare interesse riveste la specifica tutela approntata dall'art. 100bis, co. 3, del TUF, per comprendere, in ultima analisi, quale sia la direzione prospettica che il legislatore sta assumendo in tema di tutele di diritto speciale rispetto alla disciplina generale dettata dal Codice Civile. Occorre chiedersi se rimedi come quello in commento possano esser ricondotti nell'alveo codicistico, o se, come suggeriva parte della dottrina già negli anni '80, il legislatore ha inteso creare tanti sottosistemi indipendenti dalla disciplina generale del Codice.

Per molti versi l'art. 100bis, co. 3, del TUF, anche con il suo breve e tormentato processo di formulazione, può fornire un interessante contributo, non da ultimo per l'importanza che gli interessi ad essa sottesi rivestono.

Dopo aver esteso, al 1° e 2° comma, l'ambito di applicazione della responsabilità da prospetto ex art. 94 del TUF, il 3° comma della norma in commento detta una particolare tutela per gli investitori retail, prevedendo che «Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile».

Il legislatore, dunque, riconosce esplicitamente due rimedi all'acquirente "che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale": la nullità del contratto ed il risarcimento dei danni a carico dei soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari.

La nuova norma colpisce con la sanzione della nullità i contratti con i quali prodotti finanziari non supportati da prospetto vengono sistematicamente dirottati al di fuori del circuito riservato ai c.d. investitori qualificati, giungendo nelle mani di clienti, che ex art. 100bis, co. 3, del TUF decidono di investire nel mercato mobiliare per scopi estranei all'attività professionale o imprenditoriale eventualmente svolta⁴¹⁵.

Pertanto la circolazione sul mercato secondario di prodotti finanziari privi di prospetto costituisce oggi una violazione della disciplina concernente l'offerta al pubblico, attraverso cui la nuova norma in commento ha inteso rinforzare la tutela degli investitori retail. Il legislatore ha scelto, tra i possibili rimedi, la nullità c.d. "relativa" o "di protezione" del contratto di acquisto quale strumento con cui la parte debole dell'operazione può decidere di reagire alla suddetta violazione.

Alla scopo di comprenderne affondo struttura e sostanza, nonché per deciderne la collocazione sistematica all'interno del quadro di diritto civile, occorre analizzare ogni profilo della tutela approntata dall'art. 100bis, co. 3, del TUF.

1.1 – I SOGGETTI ATTIVI

Sotto il profilo soggettivo, ai sensi dell'art. 100bis, co. 3, del TUF, nullità del contratto non è utilizzabile da chiunque vi abbia interesse⁴¹⁶, ma solo dall'acquirente «che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale».

La norma in commento si inserisce nella tendenza del legislatore a prevedere nullità c.d. "di protezione", la cui legittimazione attiva deroga alla disciplina ex art. 1421 c.c., in ragione di interessi normativi di settore⁴¹⁷.

Il legislatore non vuole porre sullo stesso piano tutti gli investitori. I rimedi previsti dalla norma in commento sono riservati ai soli acquirenti "deboli", in ragione del fatto che agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale.

La terminologia utilizzata dall'art. 100bis, co. 3, del TUF richiama quasi pedissequamente l'art. 3 del D. Lgs. n. 206 de 2005, il c.d. Codice del Consumo, in cui il "consumatore o utente" viene definito come «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale even-

-

⁴¹⁵ In dottrina si sottolinea come la nozione di investitore non professionale prevista dalla norma in commento non combaci del tutto con quella di "consumatore", cfr. Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit., pag. 116, nota 139.

⁴¹⁶ Come previsto dalla disciplina codicistica ex art. 1421 c.c..

⁴¹⁷ Cfr. Nuzzo M., "art. 36, Nullità di protezione", in "Codice del consumo. Commentario", a cura di G. Alpa e L. Rossi Carleo, Napoli, 2005, pag. 253.

tualmente svolta», in contrapposizione al concetto di «professionista», inteso quale «persona fisica o giuridica che agisce nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario»⁴¹⁸. Non sembra, peraltro, possibile riferire la figura del soggetto attivo a nessun'altra fattispecie di "acquirente" descritta dalla disciplina del settore finanziario. Anzitutto non sembra possibile rinviare al concetto di investitore "non qualificato" utilizzato al 2° comma dello stesso art. 100bis de TUF. L'"acquirente" di cui al 3° comma è ontologicamente diverso dall'investitore "non qualificato". In proposito gli artt. 34ter e 34quater del Regolamento "Emittenti" emanato dalla Consob definiscono quest'ultima figura in ragione di circostanze, esplicite o implicite, che ne palesano un'esperienza consolidata in operazioni di carattere finanziario, senza considerare il profilo dell'attività imprenditoriale o professionale propria del cliente. Parimenti il Regolamento Intermediari, adottato dalla Consob con la Delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, identifica il "cliente al dettaglio" in ragione dell' «esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume».

L'art. 3 del Codice del Consumo appare dunque l'unico riferimento sistematico utile per cogliere la sostanza della legittimazione attiva contemplata all'art. 100bis, co. 3, del TUF, in quanto le due disposizioni sono accomunate, oltre che dal dato testuale, anche dalla finalità di tutela del contraente presumibilmente debole del rapporto.

Bisogna peraltro rilevare che la previsione al 3° comma di un legittimato attivo diverso dall'"investitore non qualificato", inserito nella fattispecie di cui al precedente 2° comma, non convince particolarmente la dottrina: anche chi agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale rimane un investitore non qualificato e, come tale, bisognoso di tutela⁴¹⁹, almeno in forza del quadro normativo espresso tanto dalla riforma dell'appello al pubblico risparmio, quanto dall'intera disciplina del settore bancario e finanziario.

Peraltro la discrasia soggettiva evidenziata tra 2° e 3° comma dell'art. 100bis del TUF provoca un vuoto di tutela, nel senso che gli investitori non qualificati che hanno acquistato sul mercato secondario i titoli esenti da prospetto ex art. 100, co. 1, lett. a), ed al contempo agiscono per scopi non estranei all'attività imprenditoriale o

_

⁴¹⁸ Cfr. Art. 3 del Codice del Consumo, D. Lgs. n. 206 del 6 settembre 2005.

⁴¹⁹ Cfr. Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., pagg. 67 e ss..

professionale, non possono fare affidamento sulla tutela in commento. Ne consegue che tali soggetti, pur rientrando in quella "sistematica rivendita" rilevante nei dodici mesi dall'emissione, parrebbero esclusi dalla possibilità di invocare la nullità di protezione, nonostante l'assenza di un prospetto e, dunque, la violazione della "need of protection" che invece anche per questi investitori sembrerebbe configurabile.

In una situazione del genere un orientamento della dottrina rintraccia nell'art. 94, commi 8 e 9, del TUF la tutela degli investitori non qualificati, ma al contempo non rientranti nel concetto di "acquirente-consumatore" di cui al 2° comma dell'art. 100bis del TUF⁴²⁰. Perplessità in merito alla sostenibilità di tale orientamento sorgono, però, in considerazione del fatto che l'art. 94 si occupa di responsabilità "da prospetto", la quale presuppone l'esistenza dello stesso, mentre ricorre una responsabilità da "omesso" prospetto, la cui assenza è presupposto di applicazione dell'art. 100bis del TUF. Bisogna peraltro considerare che quest'articolo riqualifica la rivendita sistematica di prodotti finanziari esenti da prospetto come un'offerta pubblica, con conseguente obbligo di pubblicazione del prospetto. Ne consegue che gli offerenti devono procedere alla pubblicazione. Nel caso in cui il prospetto contenesse delle omissioni, si potrebbe far valere la responsabilità ex art. 94 del TUF.

Occorre tuttavia rilevare che il prospetto pubblicato dopo la rivendita tenderebbe a essere veritiero in quanto i prodotti finanziari sono già stati rivenduti e, dunque, non vi è più alcuna necessità d'ingannare il pubblico. Nel complesso è quindi dubbio che il meccanismo previsto dall'art. 94 del TUF possa risultare di una qualche utilità per gli investitori in relazione alla fattispecie prevista dall'art. 100bis.

Pertanto la soluzione più coerente con il quadro normativo del settore finanziario sembra configurare per gli investitori, non qualificati ed al contempo non "acquirenti-consumatori", la sola possibilità di invocare la generale responsabilità degli intermediari per inosservanza delle norme di comportamento nei servizi ed attività d'investimento ex artt. 21 e ss. del TUF.

Rimane, comunque, poco decifrabile il motivo che ha indotto il legislatore a restringere la sfera soggettiva di efficacia della nullità di protezione prevista dal 3° comma dell'art. 100bis del TUF, rispetto al precedente 2° comma.

-

⁴²⁰ Cfr. Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., pag. 67.

Nella ricostruzione in chiave oggettiva della ratio sottesa alla nuova nullità, così ancorata all'assenza di una qualità nel bene alienato, vale a dire il prospetto, è insita quindi sin da principio un'anomalia, se non una vera e propria contraddizione. Il legislatore ha infatti realizzato un'ambigua commistione tra la dimensione oggettiva, laddove il contratto è nullo perché ha per oggetto un prodotto illegittimamente privo di prospetto, e l'estensione soggettiva della tutela, che può essere azionata solo da contraenti muniti di particolari caratteristiche soggettive, dovendo esser allo stesso tempo sia investitori non qualificati, in forza degli artt. 34ter e 34quater del Regolamento Emittenti, che "acquirenti-consumatori", la cui definizione sembra riconducibile al dettato dell'art. 3 del Codice del Consumo.

L'ambiguità appare ancora più chiara alla luce delle ragioni sostanziali che sorreggono la tutela speciale in commento, non comprendendosi il motivo per cui l'investitore non qualificato debba sopportare i rischi connessi all'assenza di informazioni pubbliche sul prodotto acquistato solo perché agisce nell'ambito della propria attività professionale. Si rafforza così l'impressione di trovarsi di fronte un rimedio anomalo, che presenta una natura "mista" oggettivo-soggettiva.

Precisato quanto sopra, occorre ora tentare di inquadrare la norma in commento nel quadro generale di diritto civile. Alla fattispecie di omesso prospetto informativo per un'offerta al pubblico di prodotti finanziari sul mercato primario la disciplina codicistica riconoscerebbe applicabile il rimedio della nullità assoluta in forza del combinato disposto degli artt. 1418, co. 2, e 1346 c.c..

Secondo la regola generale prevista dall'art. 1421 c.c. «la nullità può essere fatta valere da chiunque vi ha interesse». Se si applicasse il rimedio codicistico ora richiamato, si avrebbe l'effetto di permettere anche agli investitori qualificati, vale a dire agli intermediari e persino allo stesso emittente di eccepire la nullità del contratto.

Di contro, il legislatore ha dettato la disciplina dell'appello al pubblico risparmio per tutelare il pubblico degli investitori come lo stesso mercato da comportamenti scorretti e fraudolenti messi in atto da emittenti, intermediari e dagli altri soggetti individuati dall'art. 94, commi 8 e 9, del TUF. Nel caso di specie lo scopo della normativa è, dunque, evitare che gli investitori qualificati, dopo aver posto in essere un comportamento scorretto, quale la rivendita dei prodotti finanziari privi di prospetto ad investitori non qualificati, possano invocare la tutela della nullità

codicistica. Il legislatore prevede allora espressamente che solo i soggetti deboli del rapporto contrattuale, gli acquirenti retail, possano invalidare il contratto di compravendita, esercitando una nullità per questo definita "di protezione". Nel far ciò la disciplina di settore si muove comunque all'interno della Codice Civile, dal momento che la ridotta legittimazione attiva ex art. 100bis, co. 3, del TUF, rientra nel disposto dell'art. 1421, che, pur prevedendo che la nullità possa esser fatta valere da chiunque vi abbia interesse, contempla la premessa "salvo diverse disposizioni di legge", deroga in cui rientra appunto lo specifico caso della norma in commento.

1.2 – I SOGGETTI PASSIVI

In merito al profilo della legittimazione passiva l'art. 100bis, co. 3, del TUF stabilisce che «i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato».

I "soggetti abilitati" sono definiti dal TUF «le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento»⁴²¹.

Nel caso più lineare di "offerta al pubblico" ex art. 100bis, co. 2, i passaggi dei prodotti finanziari sono solo due: dapprima il collocamento dall'emittente all'investitore qualificato facente parte il consorzio di collocamento; successivamente la rivendita dall'investitore qualificato agli acquirenti retail, che agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale. In una fattispecie così semplice la responsabilità è evidentemente in capo all'investitore qualificato che si pone quale unico tramite.

Nella prassi può tuttavia capitare più di frequente che vi sia l'interposizione di una pluralità di soggetti abilitati tra l'emittente e l'acquirente retail. I prodotti finanziari possono, ad esempio, esser trasferiti da un primo gruppo di investitori qualificati a un secondo gruppo di investitori qualificati per essere, solo alla fine, ceduti da questi ultimi ad investitori consumatori⁴²². In un'ipotesi del genere la responsabilità deve ritenersi sussistere in capo all'ultimo anello della catena distributiva, vale a dire a

-

⁴²¹ Cfr. Art. 1, co. 1, lett. r) del TUF.

⁴²² Cfr. Sangiovanni V., in Le Società, 2006, op. cit..

quegli investitori qualificati che hanno venduto a investitori non qualificati. È difatti chi vende a investitori non qualificati ad alterare la natura del private placement esente dall'obbligo di prospetto.

Caso diverso e più complesso appare l'ipotesi in cui il soggetto abilitato si ponga quale intermediario puro o broker, acquistando sul mercato secondario il prodotto finanziario oggetto di private placement direttamente per conto dell'investitore retail. In tal caso, in forza del dettato del 3° comma dell'art. 100bis del TUF, il rimedio della nullità relativa sarà applicabile al contratto di compravendita intercorso tra acquirente-consumatore e precedente titolare del prodotto finanziario, mentre il rimedio del risarcimento del danno sarà esperibile contro l'intermediario broker⁴²³.

1.3 - LA CONDOTTA SANZIONATA

La condotta sanzionata con la nullità relativa ed il risarcimento del danno ex art. 100bis, co. 3, del TUF si differenzia dalla fattispecie di cui al 2° comma della stesso articolo per un solo elemento. La norma infatti prevede che l'acquirente "consumatore" possa far valere la nullità relativa della rivendita «Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto».

Il 2° comma si preoccupa di specificare e circoscrivere una fattispecie particolare, prevedendo che «si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100».

Con questa disposizione il legislatore sembra introdurre una specifica ipotesi di "offerta al pubblico" nel mercato secondario, aggiuntiva rispetto a quella di carattere generale introdotta dal 1° comma.

Come anticipato, il 3° comma rende necessario, rispetto al comma precedente, un ulteriore elemento, costituito dalla presenza di un acquirente particolare, investitore non qualificato "che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale". Pertanto, nell'ambito della sistematica rivendita di cui al 2° comma, e laddove non venga pubblicato un prospetto, l'acquirente consumatore può far valere gli specifici rimedi previsti dal legislatore.

_

⁴²³ L'art. 100bis, co. 3, del TUF prevede sul punto che «i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato».

È interessante notare come la norma richieda solo la pubblicazione del prospetto e non anche la consegna al singolo acquirente.

In proposito l'art. 2412, co. 7, c.c., quale primo intervento legislativo a tutela del risparmio, prevedeva che la negoziazione di obbligazioni "estero-vestite" realizzata da investitori professionali nei confronti di soggetti non professionali dovesse essere, a pena di nullità, accompagnata dalla consegna di un prospetto informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob. Il rimedio caducatorio del contratto trovava allora origine nel mancato rispetto, da parte dell'intermediario, dell'obbligo di consegna del prospetto, e quindi nella violazione di un preciso dovere di comportamento prescritto dalla legge per garantire al cliente non professionale un'informazione completa, la c.d. "need of protection". Questa regola di condotta precontrattuale veniva quindi sottratta al generale rimedio risarcitorio e sanzionata con una nullità assoluta, al pari delle norme di validità del contratto.

Di contro la comminatoria di nullità racchiusa nel nuovo art. 100bis del TUF colpisce invece le alienazioni di prodotti finanziari prive di prospetto: la tutela per invaliditatem non consegue ad una slealtà precontrattuale dell'intermediario, alla violazione di un obbligo di consegna o di un preciso dovere di informazione. Al contrario, la nullità della compravendita è qui strettamente connessa ad un requisito negativo dell'oggetto del contratto, che rende il bene inalienabile ad una determinata categoria di acquirenti, nella specie gli acquirenti-consumatori, in quanto privo di prospetto informativo.

Non importa quindi che il prospetto sia consegnato o illustrato all'investitore retail. Ciò che rappresenta il tratto distintivo tra prodotti per legge riservati ai soli soggetti istituzionali e prodotti potenzialmente commerciabili anche con risparmiatori non professionali, è la stessa esistenza di un prospetto, approvato e pubblicato. Questa viene quindi considerata dal legislatore come qualità essenziale affinché la circolazione del bene non subisca alcuna restrizione. La mancanza del prospetto sottopone invece il prodotto finanziario emesso non solo al divieto assoluto di collocamento sul mercato primario, ma anche al divieto, seppur relativo, di circolazione sul mercato secondario, ex art. 100bis, commi 2 e 3, del TUF.

Indipendentemente dalla correttezza della condotta tenuta dall'intermediario, il quale potrebbe per ipotesi anche essere stato convinto della bontà dell'operazione sollecitata o aver comunque informato il cliente retail della mancata pubblicazione del prospetto, l'alienazione di uno strumento finanziario privo della suddetta caratteristica è in ogni caso affetta da nullità⁴²⁴.

Infine la tutela prevista dal 3° comma viene riconosciuta solo nell'arco temporale di un anno, decorrente dal momento in cui ha avuto luogo il private placement, periodo in cui deve avvenire la sistematica rivendita dei titoli in questione privi di prospetto. Potrebbero al riguardo sorgere alcune incertezze in merito all'efficacia ratione temporis della nuova normativa. Ci si è chiesti nello specifico se sia necessario, affinché l'investitore possa sfruttare i rimedi accordatigli dal 3° comma, che la vicenda circolatoria si sia svolta interamente sotto il vigore del nuovo art. 100bis del TUF. In realtà la questione è stata già affrontata e risolta dalla Consob con riferimento all'operatività dell'art. 100bis nella sua prima formulazione, attraverso argomentazioni parimenti spendibili anche con riguardo all'efficacia temporale della nuova norma. Quest'ultima deve infatti trovare applicazione a qualsiasi trasferimento di prodotti finanziari agli investitori non qualificati avvenuto in epoca successiva all'entrata in vigore della disposizione, a prescindere dalla circostanza che anche il collocamento iniziale presso soggetti professionali si sia svolto in tale periodo. Infatti «alla luce della normativa in esame, il presupposto, a monte, costituito dalla circolazione ai soli istituzionali, appare come una mera "condizione di fatto" >> 425, che non deve necessariamente realizzarsi sotto la vigenza dello ius superveniens. Unico momento rilevante per l'attivazione della nuova disciplina è quello della rivendita dei titoli privi di prospetto ai clienti retail.

1.4 - L'AZIONE DI NULLITÀ

Il primo dei due rimedi previsti dall'art. 100bis, co. 3, del TUF, è la nullità "relativa" o di protezione, derivante da un'anomalia di fattispecie, con la particolarità che la valutazione sull'elemento anomalo è affidata alla sola parte protetta. L'invalidità non discende direttamente dal comportamento di una delle parti, ma da una caratteristica oggettiva del bene alienato e non sembra, pertanto scalfire il principio di separazione tra regole di validità e regole di condotta.

Questo rilievo, di per sé, ha un indubbio valore sia teorico che sistematico, se non altro in quanto l'espressa previsione legislativa della nullità del contratto sarebbe in

_

424 Cfr. Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., pag. 63.

⁴²⁵ Cfr. Consob, "Documento di consultazione" del 12 maggio 2006, in www.consob.it, pag. 3.

ogni caso sufficiente a far venire meno qualsiasi perplessità in proposito. Infatti, quand'anche si ritenesse che nell'art. 100bis la validità del contratto dipenda dal rispetto di una regola comportamentale, la "formalizzazione" e specificazione legislativa del relativo rimedio sottrarrebbe comunque la qualificazione della condotta, e conseguentemente il giudizio di validità dell'atto, ai mutevoli criteri valutativi extralegali cui altrimenti sarebbe costretto a ricorrere il giudice al fine di dare concretezza alla clausola generale della buona fede o ai criteri altrettanto elastici enunciati nell'art. 21 del TUF⁴²⁶.

La nullità di protezione ex art. 100bis del TUF è una regola di validità in quanto attiene all'oggetto del contratto ex art. 1346 c.c. e si presenta come reazione dell'ordinamento di fronte ad un particolare vizio o carenza del prodotto, la cui sussistenza caratterizza come illecita la rivendita sistematica del bene ad investitori consumatori. Tale conclusione, tuttavia, non influisce in alcun modo sul dibattito in merito allo stato di crisi della distinzione regole di validità e regole di condotta, palesando al contrario la funzione in concreto assolta dalla disciplina dell'appello al pubblico risparmio ed in particolare dallo strumento del prospetto.

Per il legislatore questo documento non costituisce principalmente un efficace veicolo di informazioni tra emittente e risparmiatore. L'investitore retail dovrebbe infatti essere in grado non solo di comprendere il significato dell'insieme dei dati racchiusi nel prospetto, ma addirittura di rielaborarli al fine di formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente. Tale eventualità, pur astrattamente configurabile, rappresenterebbe comunque un'eccezione rispetto al normale svolgersi delle negoziazioni.

L'investitore retail solitamente non legge il prospetto e, comunque, non possiede le competenze per comprendere ed assimilare il contenuto, né d'altra parte può farsi carico dei costi a tal fine necessari⁴²⁷. Nell'ottica dello scambio individuale intermediario-cliente il prospetto non può ritenersi allora strumento adeguato né a dipanare lo squilibrio strutturale esistente tra questi due soggetti, né a guidare l'investitore verso scelte consapevoli.

⁴²⁶ Cfr. D'Amico G., "La responsabilità precontrattuale", in Trattato del Contratto, a cura di Roppo V., Giuffrè, Milano, Vol. V, t. 2, 2006, pag. 1003.

427 Cfr. Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit., pagg. 13 e 74.

Considerazioni del genere, se non trovavano alcun riscontro nell'art. 2412, co, 7, c.c., forniscono oggi invece un valido aiuto nella lettura del nuovo art. 100bis del TUF. L'abrogata disposizione codicistica valorizzava la dimensione bilaterale del rapporto tra intermediario e cliente nella funzione delle informazioni contenute nel prospetto, al punto che soltanto la "consegna" al risparmiatore, e non solo la pubblicazione di tale documento poteva escludere la nullità del contratto. Ciò significava che l'intera tutela predisposta nella norma rimaneva paralizzata dall'eventuale adempimento, da parte dell'intermediario, di un obbligo di condotta di natura squisitamente formale, il cui rispetto non avrebbe certo arrecato beneficio all'investitore. Stessa prospettazione offriva la prima formulazione dello stesso art. 100bis.

La nuova norma in commento, al contrario, non considera più il prospetto quale oggetto di un dovere materiale dell'intermediario, ma come qualità essenziale del bene e requisito, dunque, di validità del negozio traslativo. Non importa che il documento venga anche consegnato, in quanto imporre tale obbligo appesantirebbe inutilmente le negoziazioni senza aiutare l'investitore, che, come si è detto, normalmente non è in grado di rintracciare il significato dei dati contenuti nel prospetto.

Il bene tutelato e l'obiettivo legislativo è, pertanto, la presenza di informazioni pubblicamente disponibili sul mercato, piuttosto che il diritto ad essere informato del singolo investitore retail. Questa è l'effettiva funzione assolta dallo strumento del prospetto nell'ambito della disciplina dell'appello al pubblico risparmio: garantire l'informazione al mercato, più che al singolo, superando in questo modo non tanto le asimmetrie di classe esistenti tra intermediario collocatore e cliente, ma quelle fra emittente e insieme degli investitori presenti sul mercato⁴²⁸.

Il destinatario del prospetto è, quindi, il mercato, e più precisamente gli investitori qualificati, i quali possono accollarsi, a differenza del cliente retail, gli oneri derivanti dalla raccolta ed elaborazione delle informazioni contente nel prospetto, non tanto perché posseggono le competenze a tal fine indispensabili, quanto soprattutto perché, sfruttando economie di scala, da tale attività professionale riescono a ottenere profitti superiori ai costi.

La dimensione pubblica dell'informazione diffusa tramite il prospetto è poi valorizzata dall'ipotesi dell'efficienza informativa dei mercati di capitali, secondo la quale

-

⁴²⁸ Cfr. Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit., pagg. 9 e ss..

«un mercato connotato da un sufficiente grado di liquidità e trasparenza, e dove operano investitori professionali, tende a esprimere prezzi che riflettono le informazioni pubblicamente disponibili sui singoli strumenti finanziari» ⁴²⁹. In altre parole la pubblicazione di un prospetto consente la corretta formazione del prezzo del prodotto sul mercato secondario ed, in modo particolare, l'incorporazione delle informazioni rese dall'emittente nel prezzo formulato dal responsabile del collocamento.

La nullità dei contratti di rivendita aventi ad oggetto titoli privi di prospetto, sancita dal 3° comma dell'art. 100bis del TUF, non costituisce pertanto una conseguenza dell'eventuale inosservanza degli obblighi informativi tra intermediario-cliente, tutela già prevista sul mercato secondario dagli artt. 21 e ss. del TUF, essendo piuttosto finalizzata ad ostacolare la diffusione presso soggetti non qualificati di strumenti finanziari, in relazione ai quali il mercato non disponga di informazioni pubbliche ed il cui prezzo possa quindi non corrispondere al "valore intrinseco" degli stessi. Sotto tale prospettiva si comprende appieno la ratio sottesa all'indicazione di un arco temporale legislativamente circoscritto per l'operatività dei rimedi contemplati dalla norma in commento. Il decorso del termine di dodici mesi dal collocamento riservato di per sé non elide le istanze di tutela dei risparmiatori, garantite successivamente dalla disciplina dei servizi ed attività d'investimento.

Il legislatore considera questo periodo di tempo sufficiente affinché il mercato, pur in mancanza di un prospetto informativo, riesca comunque a reperire altrove notizie attendibili sul prodotto e ad esprimere, conseguentemente, un prezzo corretto.

La tutela del cliente retail viene così affidata dal legislatore non alla correttezza del singolo intermediario, ma all'efficienza informativa del mercato, che è a sua volta legata alla presenza di informazioni pubblicamente disponibili, all'attività di raccolta e verifica posta in essere dagli investitori professionali al fine di esprimere un prezzo corretto, ma anche all'attività di analisti finanziari, società di rating e stampa specializzata, i cui giudizi concorrono, tutti insieme, a confermare l'effettiva corrispondenza tra il prezzo formulato sul mercato ed il "valore intrinseco" del prodotto finanziario, nel caso di specie privo di prospetto informativo.

Inquadrando a livello codicistico la norma in commento, occorre sottolineare che, nel caso in cui il legislatore non avesse introdotto l'art. 100bis, co. 3, del TUF quale

-

⁴²⁹ Cfr. Perrone A., Giuffrè, Milano, 2003, op. cit., pagg. 4 e ss..

deroga alla regola generale dettata dall'art. 1421 c.c., alla relativa fattispecie si sarebbe applicata la disciplina generale dell'omesso prospetto. Infatti il 2° comma della norma in commento estende l'applicazione dell'offerta al pubblico, per cui, in caso di mancata pubblicazione del prospetto, si sarebbe potuta invocare la nullità assoluta in forza del combinato disposto degli artt. 1418, co. 2, e 1346 c.c.. Pertanto in tal caso la disciplina generale avrebbe consentito anche a chi avesse violato la regola di validità ex art. 94, co. 1, del TUF, di invocare la nullità assoluta. Per evitare questa conseguenza palesemente contraria agli obiettivi perseguiti dalla disciplina di settore, il legislatore ha introdotto il 3° comma dell'art. 100bis del TUF.

Occorre infine sottolineare che quanto appena rilevato non sminuisce in alcun modo il ruolo attribuito dal legislatore alle regole di condotta previste per gli intermediari finanziari, né priva di rilevanza giuridica lo specifico rapporto di scambio informativo tra intermediario e cliente.

Al contrario, i doveri di correttezza e informazione, che gli intermediari sono tenuti ad osservare nei rapporti con i clienti, mantengono intatta la propria peculiare funzione "pedagogica", aiutando il singolo investitore a decodificare il significato economico delle informazioni disponibili, riflesse nel prezzo, ed il particolare rapporto rischio/rendimento insito nel prodotto offerto, mettendo altresì in relazione questi dati con la situazione patrimoniale e la propensione all'investimento del cliente. In ipotesi di inadempimento di questi obblighi, l'investitore non professionale trova pertanto nelle norme sullo svolgimento dei servizi di investimento forme di tutela ulteriori e diverse, eventualmente concorrenti, rispetto a quelle offerte dall'art. 100bis⁴³⁰.

1.5 - IL RISARCIMENTO DEL DANNO

La seconda tutela riconosciuta dall'art. 100bis, co. 3, del TUF è l'azione di risarcimento del danno nei confronti dei "soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari".

Non sono pochi gli interrogativi che questa norma lascia emergere, soprattutto laddove si cerchi di individuare lo spazio, che allo strumento risarcitorio potrebbe in concreto essere concesso e come possa tale rimedio variamente intrecciarsi con

_

⁴³⁰ Per un approfondimento in tema si veda Greco F., "La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob", in www.ilcaso.it.

l'eventuale declaratoria di nullità del contratto, evidenziando soprattutto se e quali vantaggi ulteriori assicuri all'acquirente-consumatore danneggiato.

Il fondamento sostanziale della responsabilità sancita dall'art. 100bis del TUF sembrerebbe risiedere in una vicenda non conforme al predicato di correttezza, di cui all'art. 1337 c.c.: l'intermediario, pur conoscendo o dovendo conoscere la causa di invalidità del contratto, ha nonostante ciò coinvolto il cliente in una stipulazione inutile. Secondo questo angolo visuale, ci troveremmo di fronte ad un'ipotesi particolare di "culpa in contrahendo", derivante da una condotta del soggetto abilitato diretta consapevolmente alla conclusione di un contratto invalido.

Tale responsabilità appare dunque riconducibile nella previsione codicistica di cui all'art. 1338 c.c. intesa in senso lato. L'intermediario, infatti, viene considerato in tale contesto responsabile non tanto per un contegno reticente nella comunicazione alla controparte della causa di invalidità del contratto, quanto piuttosto per avervi egli stesso, con il proprio comportamento, dato origine⁴³¹.

Dal legame appena tracciato tra la regola risarcitoria di cui all'art. 100bis e le disposizioni del codice in materia di culpa in contrahendo deriva l'esigenza di comprendere in quale modo si articoli il suddetto rapporto tra norma speciale e principi generali. In altre parole, occorre capire se la responsabilità precontrattuale dell'intermediario potrebbe negli stessi termini affermarsi, alla luce degli artt. 1337 e 1338 c.c., anche qualora l'art. 100bis non la sancisse apertamente oppure se, al contrario, la previsione speciale riveli in qualche misura una portata innovativa, di carattere integrativo o derogatorio, rispetto ai precetti del Codice Civile.

La questione va affrontata e risolta almeno sotto un duplice versante.

In primo luogo, la responsabilità precontrattuale derivante da stipulazione di un contratto invalido può sorgere, ai sensi dell'art. 1338 c.c., soltanto a tutela del contraente che, senza colpa, abbia confidato nella validità ed efficacia del negozio. Accogliendo il prevalente orientamento della giurisprudenza, che valorizza il principio "ignorantia legis non excusat", questo significa precludere la tutela risarcitoria al soggetto che abbia ignorato cause di invalidità previste direttamente da norme imperative, proibitive di legge o da altre norme aventi efficacia di diritto obiettivo, «tali – cioè – da dover essere note per presunzione assoluta alla generalità dei

_

⁴³¹ Cfr. Visintini G., "La reticenza nella formazione dei contratti", Cedam, Padova, 1972, pag. 272.

cittadini e – comunque – tali che la loro ignoranza bene avrebbe potuto essere superata attraverso un comportamento di normale diligenza>> 432.

La rigidità di questa impostazione risulta in parte temperata in letteratura. Nelle opinioni dottrinali emerge spesso in modo marcato l'esigenza di una valutazione della colpa alla luce delle circostanze del caso concreto e si arriva di conseguenza a considerare scusabile l'ignoranza del vizio di nullità sia nei casi in cui la conoscenza della legge richieda una specifica competenza tecnica, propria di una sola delle parti⁴³³, sia nelle ipotesi in cui l'invalidità derivi comunque da presupposti di fatto che ricadono nell'ambito di controllo di un solo contraente.

In verità, entrambe le precisazioni ora compiute avrebbero potuto tornare utili proprio per affermare la responsabilità, per contratto invalido, dell'intermediario finanziario ai sensi dell'art. 1338 c.c., anche qualora il 3° comma dell'art. 100bis non avesse previsto nulla in merito. La norma speciale detiene, se non altro, il merito di aver prevenuto qualsiasi possibile incertezza, svincolando l'operatività del rimedio risarcitorio dall'atteggiamento psicologico della parte incosciente: il "ragionevole affidamento" riposto dall'investitore retail nella validità della stipulazione, citato esplicitamente dall'art. 94, co. 8, del TUF, non viene invece considerato dall'art. 100bis quale requisito indispensabile ai fini della culpa in contrahendo dell'alienante, facilitando dunque l'istanza ed il relativo onere probatorio gravante sull'acquirente. Sotto un secondo profilo risulta poi inevitabile il confronto tra la affermata natura precontrattuale della responsabilità sancita dall'art. 100bis del TUF con l'eventualità che tra l'emittente e il cliente retail si frapponga una pluralità di intermediari. Il dettato della nuova disposizione non scioglie alcuni dubbi suscitati dalla prima versione dell'art. 100bis. Infatti, nell'ipotesi di circolazione di prodotti finanziari tra più investitori professionali e trasferimento finale all'acquirente-consumatore, permane il dubbio se la responsabilità dei "soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita" coinvolga solo l'ultimo anello della catena distributiva o sia, al contrario, riferibile anche ai soggetti abilitati coinvolti nelle rivendite precedenti.

Il problema era stato risolto prevalentemente in questo secondo senso con riguardo, oltre che alla previsione originaria dell'art. 100bis, anche alla responsabilità sancita

-

⁴³² Cfr. Cass., sentenza del 26 giugno 1998, n. 6337.

⁴³³ Cfr. Visintini G., Cedam, Padova, 1972, op. cit., pag. 265.

dagli artt. 2412, co. 2, e 2483, co. 2, c.c.⁴³⁴. In particolare, nella prima delle disposizioni appena citate la formulazione della norma considerava responsabili gli intermediari che trasferivano i titoli, con palese insistenza, da parte del legislatore, sulla scelta della forma plurale⁴³⁵. Così, nonostante il primo periodo del 3° comma sia coniugato al singolare, riferendosi ad un"acquirente", anche nel nuovo art. 100bis la regola risarcitoria rimane formulata al plurale, riferendosi ai "soggetti abilitati".

Tuttavia, già nel vigore della prima versione della norma in commento la soluzione estensiva determinava un evidente disallineamento soggettivo tra comportamenti e conseguenti responsabilità⁴³⁶. L'obbligazione risarcitoria si configurava infatti come la conseguenza della mancata osservanza di un dovere di condotta avente ad oggetto la consegna all'investitore di un documento informativo. Accadeva però che l'unico soggetto tenuto al rispetto di quest'obbligo ed a cui la legge affidava altresì il compito di fornire la relativa prova liberatoria, fosse l'intermediario finale che aveva ceduto l'obbligazione al cliente retail. Ci si chiedeva dunque in che modo la violazione del singolo potesse render responsabili tutti gli anelli della catena distributiva.

Oggi, con riferimento al nuovo art. 100bis del TUF, due possono essere le vie d'uscita dalla questione appena descritta.

Un primo orientamento offre una soluzione più restrittiva. L'esplicita scelta della forma plurale potrebbe giustificarsi con riguardo a quelle ipotesi in cui l'operazione venga compiuta attraverso l'ausilio di un intermediario mero collocatore o negoziatore per conto terzi, c.d. broker, che offra al cliente un prodotto non presente nel proprio portafoglio. In fattispecie del genere la forma plurale utilizzata nella norma giustificherebbe una responsabilità estesa in capo ai due soggetti abilitati che, con diversi ruoli, abbiano preso parte alla rivendita, entrambi incuranti dell'assenza del prospetto: l'intermediario titolare dello strumento finanziario oggetto di alienazione e l'intermediario che negozia l'operazione con il risparmiatore.

L'altro orientamento, invece, valorizza al massimo grado il dato letterale. Di sicuro un'interpretazione volta a far ricadere la responsabilità su tutti i soggetti abilitati intervenuti nella circolazione presenterebbe l'importante vantaggio di corrispondere

⁴³⁴ In tal senso si veda Corsi, "Le nuove società di capitali", Milano, 2003, pag. 263.

⁴³⁵ Cfr. Greco G.L., in "Dir. banca e mercati fin.", 2006, op. cit., pagg. 448 e ss..

⁴³⁶ Cfr. Assonime, in Circolare n. 12/06, in Riv. Soc., 2006, op. cit.; nonché Greco G.L., in "Dir. banca e mercati fin.", 2006, op. cit., pagg. 448 e ss..

meglio ad esigenze di ordine sostanziale nella protezione dei risparmiatori. Solo per questa via, infatti, si scongiurerebbe il rischio che la tutela risarcitoria circoscritta al solo intermediario controparte del cliente retail venga facilmente vanificata mediante il ricorso ad un investitore professionale "testa di legno" da posizionare alla fine della catena distributiva in qualità di negoziatore diretto nei confronti del cliente⁴³⁷.

Accogliere questa seconda tesi, tuttavia, comporta una maggiore difficoltà nel ricondurre la regola di responsabilità prevista nel 3° comma nella disciplina codicistica della culpa in contraendo. Non sarebbe infatti immaginabile un'estensione così ampia della sfera soggettiva di applicazione della responsabilità precontrattuale, che coinvolga soggetti che non solo non sono destinati a diventare parti del futuro contratto, ma che addirittura rimangono estranei alle stesse trattative negoziali.

La funzione della regola risarcitoria speciale potrebbe allora essere proprio quella di ampliare il novero dei soggetti chiamati a rispondere del danno, come se tutti gli intermediari intervenuti nella catena distributiva avessero con il proprio comportamento concorso nell'illecito precontrattuale dell'intermediario finale, agevolando la potenziale diffusione presso i risparmiatori di prodotti privi di prospetto⁴³⁸.

In realtà, anche ragionando in questi termini, non si riesce a spiegare come sia possibile rinvenire una culpa in contrahendo in un comportamento, imputabile agli anelli precedenti della catena, la cui contrarietà a buona fede è in grado di appalesarsi soltanto ex post ed in via del tutto eventuale, vale a dire solo in caso di successiva fuoriuscita del prodotto finanziario dal circuito riservato agli investitori istituzionali. Si consideri, infatti, che, fino a quando si resta nell'ambito di un private placement, l'obbligo del prospetto non sorge neanche al pari della relativa responsabilità.

Al contrario, più coerentemente con il disegno avuto di mira dal legislatore, il coinvolgimento di tutti gli intermediari che hanno preso parte alla circolazione del prodotto, lungi dal trovare un solido fondamento dogmatico nel principio della correttezza nelle trattative, si giustifica solamente in una scelta allocativa dei rischi e in un'ottica di rafforzamento delle tutele per l'acquirente-consumatore. In questo senso l'estensione soggettiva dei soggetti abilitati responsabili svolge piuttosto la funzione di una garanzia, di fonte legale, attraverso cui si assicura al danneggiato

 $^{^{437}}$ In tal senso si veda Greco G.L., in "Dir. banca e mercati fin.", 2006, op. cit., pagg. 448 e ss.. 438 Cfr. Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., pag. 71.

l'adempimento dell'obbligazione risarcitoria indipendentemente dal grado di solvibilità del solo intermediario autore dell'illecito precontrattuale.

Nell'analisi della regola risarcitoria prevista dalla norma in commento non è tuttavia possibile tralasciare un dato piuttosto significativo, che sminuisce la consistenza effettiva del rimedio. Il legislatore ha infatti legato la tutela risarcitoria alla nullità quale sanzione ripristinatoria, che colpisce il negozio con cui si trasferiscono prodotti privi di prospetto.

1.6 – IL RAPPORTO TRA LE DUE TUTELE

Occorre infine considerare le implicazioni che possano scaturire dalla compresenza dei rimedi caducatorio e risarcitorio.

I vantaggi di una declaratoria di nullità sono sicuramente più immediati per il soggetto protetto. Infatti, per quanto la responsabilità ex art. 100bis del TUF prescinda dall'elemento soggettivo della colpa, con riguardo sia alla colpe-volezza della parte che ha dato origine alla causa di nullità sia all'incolpevolezza della parte che l'ha subita, l'investitore che invochi il risarcimento è pur sempre onerato della prova dell'entità del danno sofferto. Al contrario, gli effetti restitutori, ovvero l'obbligo di rimborsare il capitale investito e di corrispondere gli interessi legali dal giorno del pagamento, ex art. 2033 c.c., costituiscono una conseguenza automatica della nullità del contratto. E' facile dunque intuire come nella maggioranza dei casi la tutela per invaliditatem confini il rimedio risarcitorio ad una funzione meramente integrativa e accessoria. Laddove infatti l'acquirente faccia valere la nullità del contratto, il risarcimento del danno non può che avere ad oggetto l'interesse negativo leso dalla stipulazione inutile: i soggetti abilitati potrebbero pertanto esser chiamati a rispondere soltanto delle spese sostenute dall'investitore nel corso delle trattative e delle occasioni alternative perdute.

Al riguardo si tenga comunque presente che la seconda voce di danno risarcibile appena indicata, il c.d. lucro cessante, risulta sempre in casi del genere coperta, in tutto o in parte, dalla corresponsione degli interessi sulla somma investita. In particolare, la quantificazione del danno derivante dalla perdita di favorevoli occasioni contrattuali è pur sempre legata all'individuazione dell'investimento alternativo cui presumibilmente il risparmiatore avrebbe destinato il capitale. Questo significa che, se il profilo del cliente coinvolto nella stipulazione invalida induce ad escludere

operazioni alternative ad alto rischio, il pagamento degli interessi legali da parte dell'intermediario compensa i mancati frutti di un investimento sicuro e, pertanto, l'ammontare stesso del pregiudizio risarcibile.

Qualora, di contro, l'investitore dimostri che avrebbe impiegato i proprio risparmi in modo più redditizio rispetto a quanto garantito dal saggio legale, occorrerebbe comunque che il rendimento atteso dall'investimento dichiarato nullo fosse particolarmente elevato, facendo così apparire come verosimile quanto sostenuto dal danneggiato, consentendogli di innalzare la misura del quantum debeatur a un livello compreso tra il tasso degli interessi legali e l'interesse positivo, individuato con riferimento al rendimento originariamente atteso dalla negoziazione invalida⁴³⁹.

L'art. 100 bis del TUF assegna quindi al risarcimento del danno una funzione prevalentemente accessoria rispetto alla comminatoria di nullità. Ciò non toglie che vi possano esser dei casi in cui la tutela derivante dall'invalidità negoziale si dimostri infruttuosa e il rimedio risarcitorio trovi di conseguenza un ruolo di primo piano nella protezione dell'investitore.

Si pensi all'ipotesi in cui la catena distributiva che porta il prodotto nelle mani del retail sia strutturata in modo tale che l'ultimo anello, cioè il venditore finale, non presenti considerevoli garanzie di solvibilità, sia in altre parole un c.d. intermediario "testa di legno", utilizzato come parafulmine per le istanze restitutorie.

L'acquirente-consumatore che abbia allora rivolto la richiesta di ripetizione dell'indebito alla propria controparte contrattuale rischia, qualora questi non presenti una solida situazione patrimoniale, di rimanere insoddisfatto. In casi del genere l'azione risarcitoria potrebbe al contrario rivelarsi utile proprio per la sua maggiore spendibilità, qualora, come sopra sostenuto, la si possa far valere anche nei confronti degli intermediari intervenuti nelle fasi precedenti della circolazione.

Più in generale, quello risarcitorio si rivela un valido rimedio sostitutivo nella tutela dell'acquirente retail in tutte le ipotesi in cui questi, per qualsivoglia motivo, non riesca ad ottenere indietro dal soggetto abilitati con cui ha stipulato il contratto nullo tutto ciò che gli spetterebbe ai sensi dell'art. 2033 c.c.. Il ruolo principale, e non più

_

⁴³⁹ È pacifico che il limite massimo nel risarcimento del danno da stipulazione di contratto invalido è costituito dalla misura dell'interesse contrattuale positivo. Infatti non si ritiene probabile che l'occasione di contrarre sacrificata possa presentare vantaggi o guadagni superiori a quelli attesi dal contratto invalido che si è concluso. Cfr. Mantovani M., "Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio", Giappichelli, 1995, pagg. 173 e ss..

meramente residuale, svolto in tali casi dal rimedio risarcitorio incide però inevitabilmente sull'individuazione del quantum debeatur. La differente quantificazione del danno da risarcire è infatti espressione dell'esigenza di reintegrazione del danneggiato nella stessa posizione in cui si sarebbe trovato se non avesse stipulato il contratto invalido, compito, invece, di regola assolto dalla condanna alle restituzioni che accompagna ogni declaratoria di nullità.

Ancora una volta, dunque, si ha modo di osservare come gli esiti della vicenda negoziale e le implicazioni della pronuncia di nullità incidano indirettamente sulla consistenza di un'eventuale richiesta di risarcimento danni. Questa considerazione tuttavia non è di per se in grado di scalfire l'autonomia esistente fra i due rimedi: la nullità del contratto, come visto, rappresenta una sanzione nei confronti di una fattispecie negoziale anomala e rimane, pertanto, del tutto estranea a logiche risarcitorie.

Tuttavia, per poter davvero predicare l'indipendenza tra le due forme di tutela è necessario, in via preliminare, verificare se l'investitore possa decidere di percorrere la sola via del risarcimento danni, senza far valere la nullità, e quindi mantenendo di fatto in piedi il contratto. Rappresenta, quindi, logico corollario del carattere autonomo dei due rimedi l'attribuzione alla parte protetta del suddetto potere di scelta. Si tratterebbe tra l'altro, di una possibilità non meramente teorica, ma che in alcuni casi potrebbe meglio corrispondere all'interesse dell'investitore. Al di fuori delle ipotesi in cui la società emittente versi in una situazione di totale dissesto, è infatti plausibile che gli strumenti finanziari acquistati dal retail mantengano un valore residuo. In tal caso la richiesta risarcitoria, non accompagnata dal rilievo di nullità, consentirebbe all'acquirente-consumatore danneggiato di ottenere un ristoro ed, allo stesso tempo, di conservare nel proprio portafoglio i titoli sottoscritti perseguendo nel modo più completo ed efficace l'interesse del contraente debole.

La strada della netta indipendenza tra risarcimento del danno e tutela per invaliditatem è stata peraltro già imboccata dalla disciplina codicistica con riguardo ad alcune fattispecie di annullabilità del contratto per vizi del volere. Nel corso delle trattative l'uso di artifici e raggiri, la violenza morale o la colposa induzione in errore della controparte rappresentano tutte condotte idonee a inficiare la validità del contratto stipulato, legittimando una richiesta di annullamento. Gli stessi comportamenti che determinano la nascita di un negozio viziato configurano però

contestualmente altrettante violazioni del principio della buona fede nelle trattative. Ciò consente alla parte, la cui volontà sia stata estorta con dolo o minacce, ovvero caduta in errore, di domandare, in sede di annullamento del contratto, anche il risarcimento del danno precontrattuale da stipulazione invalida. A ciò si aggiunga che l'azione risarcitoria ex artt. 1337-1338 c.c. viene considerata esperibile anche in via del tutto autonoma rispetto all'azione di annullamento, quando la parte legittimata non intenda far cadere gli effetti del contratto, ma neanche lasciare del tutto impunita la condotta gravemente scorretta subita nella fase prenegoziale⁴⁴⁰. In altre parole, la circostanza che il legislatore abbia, nella materia dei vizi del consenso, attribuito ad una norma di buona fede il valore di norma di validità non esclude che la medesima violazione sia contemporaneamente fonte di responsabilità, né subordina la richiesta di risarcimento danni al previo esperimento dell'azione di annullamento. Anche in questo caso però, come già osservato con riferimento al 3° comma dell'art. 100bis del TUF, un legame tra i due rimedi, sebbene indiretto, è pur sempre rinvenibile, se non altro perché gli esiti della vicenda negoziale necessariamente si riverberano sulla misura del quantum del risarcimento.

Le considerazioni sopra riportate fanno concludere per la totale autonomia, nella disciplina dei vizi del consenso, tra rimedio risarcitorio e rimedio caducatorio, che, tuttavia, non può essere in questi stessi termini automaticamente riproposta anche in merito all'art. 100bis del TUF.

La differenza sta nel fatto che la norma in commento considera il negozio nullo e non semplicemente annullabile. La particolarità della fattispecie in questione è poi ulteriormente evidenziata dal fatto che la nullità prevista dalla norma in commento è una nullità non solo speciale, di protezione, ma soprattutto è una nullità relativa. Il che impone allora di verificare fino a che punto si spinga la più ampia disponibilità degli effetti del rimedio caducatorio di cui è indice la regola della legittimazione riservata al solo acquirente-consumatore.

Il problema che occorre risolvere è quindi direttamente legato al tema dell'individuazione del regime giuridico applicabile alle nullità speciali: è cioè necessario capire se queste risultino o meno assorbite dalla disciplina codicistica delle nullità con riferimento agli aspetti non derogati dalle disposizioni di settore.

⁴⁴⁰ Cfr. Trabucchi A., "Il dolo nella teoria dei vizi del volere", Padova, 1937, pagg. 331 e ss.; nonché Visintini G, Cedam, Padova, 1972, op. cit., pag. 319.

La ricostruzione dei tratti caratteristici dell'invalidità di nuova concezione prevista dall'art. 100bis del TUF interferisce quindi sul problema dell'individuazione dei rapporti tra questa sanzione e la responsabilità dei soggetti abilitati sancita nella medesima norma.

L'attenzione va dunque concentrata sull'ammissibilità del rilievo d'ufficio del vizio di nullità. Riconoscere al giudice questo potere-dovere, in sintonia con il regime generale delle nullità, significherebbe automaticamente negare la possibilità al soggetto leso di astenersi dal far valere il vizio di validità chiedendo giudizialmente il solo risarcimento del danno. Infatti le allegazioni a supporto della richiesta risarcitoria fornirebbero al giudice elementi di per sé sufficienti a innescare il rilievo ex officio della tutela per invaliditatem.

Nel vivace dibattito dottrinale sempre più numerose e convincenti appaiono le argomentazioni teoriche propense ad riconoscere il potere di rilevazione d'ufficio anche in caso di nullità relative. Esse si fondano principalmente sia sull'intimo legame esistente tra interesse generale sotteso alla comminatoria di nullità e potere ex officio del giudice⁴⁴¹, che sull'automatismo della causa di nullità, per la cui operatività non si ritiene mai necessario un onere di iniziativa processuale⁴⁴². La rilevabilità d'ufficio del servizio sembra quindi restare del tutto insensibile ad eventuali deroghe alla regola della legittimazione assoluta.

Tuttavia, anche a coloro, che considerano tale caratteristica attributo imprescindibile di ogni nullità, non sfugge il pericolo che il fine di protezione della norma, insieme alla regola della legittimazione riservata, possa per tale via risultare vanificato. La ricerca si dirige allora verso soluzioni più morbide che, pur non smentendo in linea di principio il binomio nullità – potere giudiziale di rilevazione, valorizzino maggiormente il carattere peculiare delle nullità relative. Se il legislatore ha limitato il rimedio caducatorio alla disponibilità esclusiva di un soggetto, occorre allora coerentemente impedire che il potere del giudice possa esercitarsi contro la volontà di proseguire il rapporto manifestata dalla parte unica legittimata dell'azione di nullità. Dunque, pur conservando la rilevabilità d'ufficio del vizio, occorre preordinare il

⁴⁴¹ Cfr. Scognamiglio G., "Contratti in generale", in Tratt. Grosso - Santoro Passerelli, Milano, 1972,

pag. 244. Cfr. Sacco R., in Sacco R. e De Nova G., "Il contratto", IIIa ed., Vol. II, Utet, Torino, 2004, pagg.

potere giudiziale al vantaggio del soggetto legittimato, alla luce soprattutto del suo comportamento processuale. In concreto ciò comporta la possibilità che il rilievo ex officio rimanga in concreto paralizzato nei casi in cui, dalla valutazione dell'insieme delle domande ed eccezioni proposte dal contraente tutelato, si evinca il suo interesse ad avvalersi degli effetti del contratto o, comunque, ad accettarli. In conclusione la rilevazione ex officio non opera automaticamente, ma, dovendo considerare la volontà del destinatario della protezione, andrà esercitata solo ove segua la stessa direzione delle istanze da questi proposte, agevolandone l'accoglimento.

Se si accoglie questa impostazione, diventa fondamentale l'interpretazione dell'attività processuale svolta dal legittimato all'azione di nullità. Con particolare riferimento alle strategie difensive adottate in giudizio dall'acquirente-consumatore, dovrebbero assumere rilievo decisivo proprio il tipo e l'entità dei danni di cui si domandi il risarcimento.

Se l'azione risarcitoria è diretta ad ottenere il ripristino della situazione in cui il risparmiatore si sarebbe trovato, se non avesse stipulato il contratto invalido, il giudice non può avere alcun dubbio circa l'opportunità di un rilievo ex officio del vizio di validità, risultando così la pretesa attorea esclusivamente arricchita dai possibili vantaggi di una tutela ripristinatoria.

Di contro, nel caso in cui il cliente intenda invece mantenere nel proprio portafoglio i titoli acquistatati, tale volontà potrebbe dedursi da una richiesta di risarcimento che miri non al ripristino dello status quo antecedente la compravendita in questione, bensì ad un riequilibrio delle prestazioni contrattuali. L'interesse dell'investitore all'efficacia del contratto si ricava allora dalla misura dei danni di cui viene chiesto il ristoro, presumibilmente quantificati in base alla regola del "minor vantaggio/ maggior aggravio economico", il c.d. interesse differenziale⁴⁴³, in tal caso derivato dalla mancata pubblicazione del prospetto e, quindi, da una formazione "viziata" del prezzo di mercato. Una richiesta di questo tipo è implicitamente incompatibile con la

⁴⁴³ Nel caso in cui il contratto rimanga valido ed efficace il pregiudizio di cui il soggetto protetto chiede ristoro non può essere quello derivante da una stipulazione invalida, c.d. danno da stipulazione. Infatti in questa ipotesi il danno è individuato dalle migliori condizioni che il contraente avrebbe ottenuto se la controparte o il terzo avessero agito legalmente, c.d. danno da contratto. In tal senso, ex plurimis, si veda Trabucchi A., Padova, 1937, op. cit., pagg. 329 e ss.; nonché Mantovani M., Giappichelli, 1995, op. cit., pag. 186.

volontà di rimuovere completamente gli effetti del contratto ed esclude, pertanto, la rilevazione ex officio della nullità di protezione.

In proposito si consideri come il rimedio risarcitorio venga utilizzato in un'ottica correttiva dello squilibrio tra le prestazioni e, dal punto di vista economico, si traduca, in sostanza, nella riduzione del corrispettivo pagato⁴⁴⁴. Il pregiudizio di cui viene domandato risarcimento deriva infatti dalla scarsa disponibilità, al momento della stipulazione, di informazioni pubbliche sull'emittente e sul prodotto emesso. Il danno è pertanto costituito dalla differenza tra quanto pagato per lo strumento finanziario privo di prospetto ed il suo "valore intrinseco", rappresentato invece dal prezzo che il mercato ha o avrebbe espresso dopo la scoperta della reale situazione finanziaria dell'emittente, eventualmente rettificato in considerazione di variazioni imputabili a fattori di mercato.

Se, dunque, la nullità ex art. 100bis del TUF deriva da una anomalia di fattispecie e la valutazione relativa all'elemento anomalo è rimessa al solo contraente protetto, non è sistematicamente coerente che a tale valutazione si sovrapponga poi il giudizio di un altro soggetto, quale il giudice. In sostanza alla parte legittimata va riconosciuto anche il diritto di decidere se non far valere l'anomalia della fattispecie quale vizio di validità, laddove, per ipotesi, preferisca riequilibrare le prestazioni mediante una mera richiesta risarcitoria.

Sorge infine un'ultima questione: qualora l'acquirente-consumatore, pur consapevole dell'imperfezione del bene acquistato, abbia manifestato la propria intenzione di mantenere in vita il contratto attraverso una domanda di risarcimento danni che necessariamente ne presupponga l'efficacia, è possibile, in un secondo momento, tornare indietro sui propri passi e far valere la nullità del negozio. Pur presupponendo l'imprescrittibilità dell'azione di nullità e l'inammissibilità della convalida, sancite dalla disciplina codicistica, la dottrina prevalente propende per una risposta negativa, ritenendo comunque iniquo esporre l'intermediario alla volubilità del risparmiatore, il quale abbia nel frattempo già chiesto ed ottenuto, mediante azione risarcitoria, un riequilibrio delle prestazioni contrattuali⁴⁴⁵. In casi del genere, infatti, l'interesse alla

⁴⁴⁴ Nel caso di specie il danno da risarcire all'investitore sarebbe incarnato dal surplus di prezzo pagato, che equivale, in altre parole, ad una riduzione del corrispettivo tale da consentire un adeguamento al prezzo corretto che il mercato avrebbe espresso se fosse stato tempestivamente pubblicato il prospetto. Cfr. Mantovani M., Giappichelli, 1995, op. cit.. ⁴⁴⁵ Cfr. Viglione R., in Leggi civ. comm., 2008, op. cit., pag. 79.

continuazione del rapporto potenzialmente invalido emerge non da un atteggiamento di mera acquiescenza del soggetto protetto, come l'inerzia o la consapevole esecuzione degli obblighi contrattuali, bensì dal comportamento processuale attivo e spontaneo del contraente legittimato, che così manifesta la propria inequivocabile volontà contraria alla caducazione del contratto.

1.7 - CONCLUSIONI

Le brevi considerazioni appena compiute in ordine ad alcuni aspetti della disciplina applicabile alle nullità relative o di protezione sembrano effettivamente confermare il carattere autonomo dei due rimedi contemplati dal nuovo art. 100bis del TUF.

Sembra condivisibile la ricostruzione che ritiene non rettificabile ad opera del giudice l'eventuale scelta dell'acquirente-consumatore di conservare l'efficacia del contratto, accontentandosi di quanto potrebbe derivargli da una semplice domanda di risarcimento danni.

Occorre però sottolineare al riguardo che, mentre la declaratoria di nullità consente sempre al cliente il recupero dell'intero capitale investito e degli interessi legali, a prescindere dalla dimostrazione di un danno e dalla prova dell'esistenza di un nesso eziologico tra il danno e l'acquisto dei titoli privi di prospetto, nel giudizio risarcitorio le risultanze probatorie hanno inevitabilmente un peso maggiore. La natura oggettiva delle responsabilità degli intermediari non preclude loro la possibilità di dimostrare l'assenza di un legame causale tra la mancata pubblicazione del prospetto e il pregiudizio economico subito dal risparmiatore. Il soggetto abilitato potrebbe evitare la condanna al risarcimento, dimostrando ad esempio che il prezzo di vendita sarebbe stato uguale anche in presenza del prospetto informativo ovvero che il danno lamentato dal cliente deriva non da un'iniziale sopravvalutazione dei titoli, bensì da una perdita di valore successiva e riconducibile a fattori causali alternativi, come per ipotesi, l'andamento complessivo del mercato.

È comunque d'obbligo rilevare come le varie questioni interpretative che l'art. 100bis del TUF solleva, pur avendo suscitato in dottrina un indubbio interesse sistematico, difficilmente potranno trovare pari riscontro nelle decisioni della giuri-sprudenza. Il rimedio della nullità appare infatti una tutela così severa da scoraggiare a priori qualsiasi violazione del precetto, perlomeno all'interno del ristretto arco temporale dei dodici mesi dall'emissione, in cui la nuova nullità trova applicazione.

In conclusione la comminatoria di una nullità testuale appare in perfetta sintonia, quanto a scelta del tipo di rimedio, con le istanze di tutela del "risparmio tradito" di cui si è in questi anni fatta portavoce la giurisprudenza di merito. Al contempo il legislatore ha creato una figura di nullità speciale, che comunque si integra appieno con le disposizioni codicistiche, senza creare sottosistemi autonomi o discipline in deroga ai principi generali del diritto civile.

2 – MERCATO FINANZIARIO ED EVOLUZIONE DELLA TUTELA

L'art. 100bis del TUF, al pari di tanti altri interventi legislativi, si inserisce nel quadro evolutivo della disciplina del settore finanziario.

Questo settore dalla sua nascita ha mostrato diverse difficoltà nel perseguire gli obiettivi di tutela che il legislatore si era preposto, rendendo necessari molti interventi e riforme, soprattutto su iniziativa comunitaria, spesso divenuti necessari dopo rovinose ripercussioni sul mercato dei prodotti finanziari, sugli investimenti e sui risparmi.

Per interpretare al meglio i molti interventi legislativi e soprattutto l'attuale formulazione normativa, occorre necessariamente comprendere quale oggi sia la linea evolutiva del sistema di tutele intrapresa dalla disciplina di settore.

In primo luogo ci si deve chiedere se la disciplina del settore finanziario costituisca oggi una branca dell'ordinamento autonoma rispetto al diritto civile, o se debba continuare ad essere ricondotta in quest'ultimo.

In secondo luogo occorre rilevare quale dei due orientamenti evolutivi del sistema di tutele ad oggi prevalga, tra l'uno fondato sulle regole di condotta e l'altro incentrato invece sulle regole di validità. Di non poco conto le conseguenze applicative in quanto le prime regole predispongono una tutela di tipo risarcitorio, mentre le seconde approntano una tutela di tipo caducatorio/ripristinatorio.

È poi importante individuare la tendenza evolutiva seguita soprattutto dal legislatore per interpretare, a livello sistematico, le norme del settore finanziario, soprattutto in merito alle tutele predisposte.

Questo dibattito ha coinvolto dapprima la dottrina e da ultimo la giurisprudenza, anche di legittimità, la quale si è a più riprese interrogata sulla scelta legislativa di tutela degli investitori, del mercato e del risparmio.

Nel fermento di questo contesto si inserisce la nuova formulazione dell'art. 100bis del TUF, non suscitando nuovi dubbi interpretativi, dal momento che il legislatore positivizza la scelta della tutela, ma fornendo un esplicito contributo al dibattito che tenta di determinare se la scelta di fondo dello stesso legislatore sia per le regole di condotta o, piuttosto, per le regole di validità. Per far ciò è necessario in via preliminare analizzare, per sommi capi, il percorso che ha portato il dibattito ha fissarsi in dottrina e giurisprudenza nei termini sopra descritti.

2.1 – L'Ordinanza di remissione alle Sezioni Unite della Cassazione

Il punto di partenza del percorso di analisi non può che essere l'Ordinanza della Cassazione civile, Sez. I, datata 16 febbraio 2007, n. 3683. Con essa la Suprema Corte prende definitiva coscienza di un contrasto di giurisprudenza, poi ritenuto solo apparente, in ordine alle conseguenze derivanti dalla violazione dei doveri informativi degli intermediari finanziari.

L'ordinanza in commento principia esponendo entrambi gli orientamenti emersi da precedente giurisprudenza di legittimità.

Secondo un primo orientamento, affermato da ultimo con la Sentenza del 29 settembre 2005, n. 19024 «la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a tale ipotesi». Questa ricostruzione porta ad escludere «che l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della legge n. 1 del 1991, concernente contratti aventi ad oggetto la compravendita di valori immobiliari, cagioni la nullità del negozio, poiché essi riguardano elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione e la loro violazione neppure dà luogo a mancanza del consenso» dell'obbligo di sonnire della banca, dell'obbligo di fornire

_

⁴⁴⁶ Cfr. Cassazione civile, Sez. I, Ordinanza del 16 febbraio 2007, n. 3683.

preventivamente adeguate informazioni al cliente non è in alcun modo riconducibile ad un'ipotesi di nullità dei contratti»⁴⁴⁷.

A tale ricostruzione si contrappone un opposto orientamento, secondo il quale «in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma primo, cod. civ., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità». Questa diversa ricostruzione è sostenuta nella recente Sentenza del 7 marzo 2001, n. 3272, secondo cui «in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma primo, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità». Infatti «il carattere inderogabile delle disposizioni della legge 2 gennaio 1991, n. 1, che prevedono la necessità dell'iscrizione all'albo delle società di intermediazione mobiliare, previo accertamento da parte della CONSOB della sussistenza di una serie di requisiti, deriva dalla natura, pubblica e generale, degli interessi con esse garantiti, che concernono la tutela dei risparmiatori "uti singuli" e quella del risparmio pubblico come elemento di valore dell'economia nazionale». Ne consegue che «è affetto da nullità assoluta il contratto di "swap" (da annoverare tra le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dalla suddetta legge) stipulato, in contrasto con la stessa, da un intermediario abusivo, atteso l'interesse dell'ordinamento a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale»⁴⁴⁸.

L'ordinanza in commento rinviene dunque un contrasto di principi tra pronunce della Suprema Corte. Un orientamento afferma infatti il principio per cui «la nullità del contratto può derivare anche dalla violazione di norme imperative che non attengano ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura ed al contenuto

⁴⁴⁷ In senso conforme si veda anche Cass., sentenza del 18 ottobre 1980, n. 5610.

Enunciazioni di principi conformi sono contenute anche in Cass., sentenza del 15 marzo 2001, n. 3753 e sentenza del 5 aprile 2001, n. 5052.

del contratto, ma che pongano limiti all'autonomia negoziale delle parti sotto il profilo delle qualità soggettive di determinati contraenti e dell'esistenza di specifici presupposti, (nella specie, mancanza nel soggetto svolgente attività di intermediazione mobiliare delle caratteristiche della SIM o dell'iscrizione nell'apposito albo); è irrilevante, in caso di contrarietà del negozio a norme imperative, la mancata previsione normativa di un'espressa sanzione di nullità, sopperendo a tale mancanza il disposto dell'art. 1418, comma 1, c.c. («il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge non disponga diversamente»), che fissa un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità». A supporto di tale orientamento l'ordinanza sostiene che sono frequenti «i casi giurisprudenziali di dichiarazione della nullità del contratto per violazioni di norme imperative non attinenti al contenuto del negozio, oppure concernenti la mancata attuazione di adempimenti preliminari o le modalità esecutive del rapporto contrattuale» (149).

L'opposto orientamento afferma invece il principio contrario per cui la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ex art. 1418, co. 1, c.c., presuppone che la violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, in quanto relativi alla struttura o al contenuto del contratto. Pertanto, se ne conclude che la violazione di una regola di condotta, pur se imperativa, nel corso delle trattative o dell'esecuzione contrattuali non determina nullità del contratto, a meno che "la legge non disponga diversamente" ex art. 1418, co. 2, per cui il rimedio caducatorio deve essere espressamente previsto⁴⁵⁰.

_

⁴⁴⁹ Si cita la nullità del contratto di agenzia commerciale stipulato con un soggetto non iscritto nel ruolo degli agenti e rappresentanti di commercio, «per violazione della norma imperativa di cui all'art. 9 della legge 3 maggio 1985, n. 204, non derogabile da parte dei contraenti in quanto rivolta alla protezione non solo degli interessi della categoria professionale degli agenti, ma anche degli interessi generali della collettività» cfr. Cass. 4 novembre 1994, n. 9063; nonché Cass. 18 luglio 2002, n. 10427. Conformemente è stata riconosciuta la nullità per contrarietà a norma imperativa del contratto di mediazione stipulato con il legale rappresentante di una società non iscritta nell'albo dei mediatori, «in violazione dell'art. 8 della legge 3 febbraio 1989, n. 39 e dell'art. 11 del d.m. 21 dicembre 1990 n. 452» cfr. Cass. 18 luglio 2003, n. 11247; nonché Cass. 15 dicembre 2000, n. 15849. Altre sentenze affermano principi sostanzialmente concordi con le pronunce sopra richiamate: Cass. S.U. 2 giugno 1984, n. 3357; Cass. 22 giugno 1990, n. 6336; 7 settembre 1992, n. 10260; 17 gennaio 1996, n. 365; 10 maggio 2005, n. 9767; 19 settembre 2006, n. 20261; Cass. 8 luglio 1983, n. 4605; Cass. 18 novembre 1997, n. 11450; nonché 16 luglio 2003, n. 11131; Cass. 3 agosto 2005, n. 16281; Cass. 27 gennaio 2004, n. 1427; Cass. 29 ottobre 1994, n. 8948.

⁴⁵⁰ Cfr. Cassazione civile, Sez. I, Sentenza del 29 settembre 2005, n. 19024.

Per l'ordinanza in commento non rileva, ai fini dell'esclusione del contrasto giurisprudenziale, il fatto che, «con riferimento ad alcune fattispecie di nullità contrattuali conseguenti alla mancanza in capo ad una delle parti della prescritta autorizzazione, la giurisprudenza abbia qualificato l'autorizzazione stessa come fattispecie», non «requisito della relativa soltanto attinente dell'adempimento del debito, ma anche inerente direttamente alla costituzione del rapporto obbligatorio (Cass. S.U. 2 giugno 1984, n. 3357; Cass. 22 giugno 1990, n. 6336; 10 maggio 2005, n. 9767; 19 settembre 2006, n. 20261), perché, come sopra evidenziato, in altri casi la nullità del contratto è stata dichiarata ex art. 1418 c.c. per la violazione di norme imperative concernenti l'attuazione di adempimenti preliminari, o le modalità esecutive del rapporto contrattuale (v. sopra, i punti 8.3.3., 8.3.4. e 8.3.6.), sia perché non sembra sottrarsi all'esigenza di un riesame critico, e comunque di un approfondimento, l'affermazione secondo cui l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della legge n. 1 del 1991, non cagionerebbe la nullità del contratto, poiché detti obblighi riguarderebbero solo elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione e la loro violazione neppure darebbe luogo a mancanza del consenso (Cass. 29 settembre 2005, n. 19024)».

In particolare a quest'ultima pronuncia l'ordinanza in commento rivolge la critica di «non considerare che, come anche rilevato dalla dottrina, le norme di comportamento previste in un regolamento contrattuale preconfigurato ex lege possono costituire regole di protezione imposte all'intermediario non solo per colmare l'asimmetria informativa che presiede al rapporto con l'investitore, motivate dall'interesse generale al corretto funzionamento e alla migliore efficienza del sistema economico, ma anche per attuare la trasparenza del mercato, la quale, oltre ad incentivare l'ingresso di soggetti meno propensi ad effettuare investimenti rischiosi, mira ad informare il risparmiatore dei punti essenziali del contratto, affinché questi possa controllare quali siano le prestazioni poste a suo carico e quali le controprestazioni che la banca è obbligata ad effettuare, con inevitabile incidenza con specifico riferimento alla fattispecie oggetto del presente giudizio degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario finanziario sul complessivo contenuto del regolamento contrattuale».

L'ordinanza, pur schierandosi dunque per la soluzione della nullità c.d. virtuale, deve comunque ammettere che «l'orientamento espresso dalla pronuncia di questa Corte n. 19024 del 29 settembre 2005 (omissis) si ispira con evidenza al tradizionale principio, condiviso anche in dottrina, della non interferenza delle regole di comportamento con quelle di validità del negozio, nel senso che la violazione dei doveri di comportamento che attengono alla vicenda del rapporto obbligatorio tra le parti non incide sulla validità dell'atto, ma produce conseguenze esclusivamente sul piano risarcitorio, laddove le regole di validità, attenendo ai requisiti di struttura della fattispecie negoziale, mirano alla disciplina dell'atto e dei suoi effetti rilevanti per l'ordinamento e prevedono oneri dal cui mancato assolvimento deriva l'improduttività di effetti giuridici».

Al contempo l'ordinanza rileva numerose eccezioni a tale principio generale dell'ordinamento. «In particolare, l'art. 9 della legge 18 giugno 1998, n. 192, nel disciplinare la fattispecie dell'abuso di dipendenza economica, stabilisce la nullità del patto attraverso il quale detto abuso si realizza, qualora ricorra il duplice presupposto delle condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose o discriminatone e della loro imposizione da parte di un'(impresa) contraente nei confronti di un'altra che versi in uno stato di dipendenza economica». A supporto di tale affermazione vengono elencate ulteriori eccezioni in materia di contratti a distanza, con particolare riguardo al caso di comunicazioni telefoniche, di contratti dei consumatori e di abuso di posizione dominante previsto dalla normativa antitrust.

Afferma l'ordinanza in commento che «con riferimento alle richiamate fattispecie, non sembra che possa efficacemente obiettarsi che il comportamento illegittimo in sede di formazione del contratto rilevi, ai fini della nullità, solo in quanto espressamente previsto dalla specifica norma di legge, poiché, una volta messo in discussione il principio di non interferenza delle regole di comportamento con le regole di validità e ammesso che il comportamento della parte possa rilevare ai fini della nullità del negozio, non sembra esservi ragione perché, in presenza di comportamenti contrattuali che violino precetti che si ritengano imperativi, anche se non assistiti dalla esplicita sanzione di nullità, non possa trovare applicazione la disposizione dell'art. 1418 c.c., che configura un'ipotesi di nullità virtuale rivolta a prevedere e

disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagni una espressa sanzione di nullità».

In tali termini la I Sezione Civile della Corte di Cassazione rimette il contrasto alle Sezioni Unite, affinché le stesse possano dirimere la questione, fornendo al contempo una chiave di lettura sia del sistema attuale che della tendenza evolutiva che il legislatore ha assunto o dovrebbe assumere in proposito.

2.2 - L'ORIENTAMENTO DELLE SEZIONI UNITE

Al quesito di principio posto dall'Ordinanza di rimessione n. 3683 del 16 febbraio 2007 hanno fornito risposta le sentenze delle Sezioni Unite della Cassazione n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, che autorevole dottrina 451 ha ribattezzato le "sentenze Rordorf" con riferimento al loro estensore.

In tali sentenze la Suprema Corte ha stabilito che la violazione, da parte dell'intermediario finanziario, degli obblighi di informazione e di corretta esecuzione delle operazioni posti a suo carico, può dar luogo a responsabilità precontrattuale o contrattuale a seconda delle circostanze e non si traduce nella nullità del contratto, con la conseguenza che il risparmiatore, che non ha di fatto fruito del servizio garantitogli dalla legge per il tramite dell'intermediario, può ottenere il risarcimento del danno e non direttamente la restituzione delle somme investite.

L'importanza delle sentenze sopra richiamate, peraltro, trascende il loro, pur pesante, riflesso concreto appena posto in luce. Le Sezioni Unite, infatti, non si limitano a ribadire la tradizionale dicotomia del diritto contrattuale tra regole di condotta e regole di validità 452, ma compiono un'operazione ulteriore, meritevole della massima attenzione, dal momento che iscrivono queste loro scelte all'interno di un'indicazione di natura sistematica ben precisa.

Per cogliere l'importanza di questa scelta di indirizzo è sufficiente rammentare che il dubbio in ordine all'utile esperibilità nel mercato finanziario di principi e regole del diritto contrattuale fissato nel codice civile emerse già all'indomani dell'entrata in vigore dei primissimi provvedimenti legislativi in tema di mercato mobiliare, sin dalle

⁴⁵¹ Cfr. Roppo V., "La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza "Rordorf", in Danno e Respon-

sabilità, 2008, pag. 536.

452 Secondo il noto assunto per il quale «i doveri di comportamento in generale sono troppo immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite», cfr. D'Amico G., in Trattato del Contratto, a cura di Roppo V., Giuffrè, Milano, Vol. V, t. 2, 2006.

modifiche apportate nel 1985 alla Legge 7 giugno 1974, n. 216. Il dubbio sorgeva in merito alla novità delle operazioni condotte sul mercato mobiliare, alla continua creazione di nuovi "prodotti" e di nuove "forme di intermediazione finanziaria", che hanno continuamente imposto a dottrina e giurisprudenza di «verificare la compatibilità dei principi di diritto comune con la disciplina speciale e la possibilità tecnica di colmare le lacune di una legislazione frammentaria con il ricorso a principi di diritto comune >> 453.

Ai dubbi manifestati da alcuni autori si contrapponevano le sicurezze di altri, che escludevano di attribuire alla disciplina dei contratti conclusi nei mercati finanziari lo status di "microsettore" a sé dell'ordinamento, con la conseguenza che, secondo questo orientamento, ben si sarebbero potute estendere a tali fattispecie gli schemi, le regole ed i principi elaborati dalla generale disciplina civilistica e fissati nel Codice Civile⁴⁵⁴. In questa direzione, anzi, si è ritenuto di poter assegnare un ruolo di primaria importanza al "diritto privato comune".

Posizioni parimenti contrastanti si sono riscontrate anche nelle analisi più recenti tra chi ha osservato come il complesso delle norme che disciplina le operazioni finanziarie meriti una considerazione distinta rispetto alla disciplina codicistica delle operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero dalla prestazione di servizi diversi da quelli di investimento", 455 e chi, invece, al pari delle stesse Sezioni Unite, ha ricondotto la prestazione dei servizi d'investimento all'interno di una figura codicistica ben precisa qual è il mandato⁴⁵⁶.

Risolvendo tale dibattito, le Sezioni Unite, con le "sentenze Rordorf", hanno stabilito il principio per cui ai contratti conclusi nel mercato finanziario si applica "il sistema del codice civile", affermando che la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, posti dalla legge a carico dei soggetti abilitati a servizi ed attività d'investimento finanziario, può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali

attività di intermediazione mobiliare", in L'intermediazione mobiliare, a cura di Mazzamuto e

Terranova, Napoli, 1993, pagg. 131 e ss..

⁴⁵⁴ Cfr. Carbonetti F., "I contratti di intermediazione mobiliare", Milano, 1992, pag. 18.

Contratto e impresa, 2005, pagg. 889 e ss..

⁴⁵³ Cfr. Alpa G., "Una nozione pericolosa: il c.d. "contratto di investimento"", in I valori mobiliari, a cura di Alpa G., Padova, 1991, pag. 39. In senso conforme Inzitari B., "Vigilanza e correttezza nelle

⁴⁵⁵ Cfr. Guizzi G., "Mercato finanziario", in Enciclopedia del diritto, Milano, 2001, pagg. 744 e ss.. 456 Cfr. Galgano F., "I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario", in

violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti. Di contro si può riconoscere la responsabilità contrattuale e persino la risoluzione del contratto, laddove si riscontrino violazioni riguardanti operazioni finanziarie compiute in esecuzione del contratto quadro d'intermediazione. Concludono le sentenze in commento che in nessun caso la violazione dei doveri di comportamento può comunque determinare, in difetto di esplicita previsione normativa in tal senso, la nullità del contratto d'intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, co. 1, c.c..

Le Sezioni Unite, sul piano dei rimedi a disposizione dell'investitore, propendono a favore del rimedio risarcitorio, anziché di quello restitutorio. La Suprema Corte esercita così la funzione nomofilattica, fornendo al contempo un importante ed autorevole riferimento interpretativo del sistema di diritto civile e delle sue tendenze evolutive, fondamentali per interpretare ed inquadrare correttamente le nuove fattispecie, come la norma in commento.

2.3 – IL CONTRIBUTO DELL'ART. 100BIS DEL TUF

L'art. 100bis, co. 3, del TUF colpisce con la sanzione della nullità i contratti con cui prodotti finanziari non supportati da prospetto vengono sistematicamente dirottati al di fuori del circuito riservato ai c.d. investitori qualificati, trasferendoli nei portafogli del "acquirente-consumatore", vale a dire del cliente che decide di investire nel mercato mobiliare "per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale" eventualmente svolta. Quindi, la norma in commento estende il raggio di operatività della disciplina dell'offerta al pubblico. La circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto costituisce oggi una violazione attraverso cui la nuova disposizione ha inteso rafforzare la tutela degli investitori retail, potendo la parte debole decidere di invalidare il contratto di compravendita dei titoli.

A prima vista potrebbe quindi ritenersi confermata quella tendenza alla "fuga dal rimedio risarcitorio" che, soprattutto nella materia in questione, ha negli ultimi tempi visto come protagonisti legislatore e giudici di merito. A questa tendenza, ribadita dall'Ordinanza di remissione n. 3683 del 16 febbraio 2007, hanno tentato di porre un freno le Sezioni Unite della Cassazione con le "sentenze Rordorf".

Astraendo da tale dibattito, si può comunque confermare che la scelta della tutela per invaliditatem effettuata con l'art. 100bis, co. 3, rappresenta l'ennesima testimonianza della fiducia che il nostro legislatore continua a nutrire nei confronti di questo rimedio, specialmente nei casi in cui insieme all'interesse generale voglia assicurare protezione ad un interesse "seriale", facente capo ad una classe di contraenti. Nullità di nuovo conio e di medesima tipologia si trovano oggi disseminate in diverse leggi speciali. Il ricorso a questo strumento nella maggior parte delle ipotesi si svincola, in misura più o meno marcata, dalla configurazione monolitica e dal rigido trattamento giuridico riservati all'istituto della nullità dalle disposizioni codicistiche.

Il legislatore gradua diversamente, in base alla minore gravità del disincentivo che intende introdurre nelle contrattazioni, il regime degli effetti della comminatoria di nullità, che viene quindi utilizzata con disinvoltura ed in modo assolutamente flessibile, al punto da dar vita ad un ventaglio variegato di nullità "speciali" più leggere rispetto alla nullità codicistica. I connotati ordinari dell'istituto, così come previsti nel Codice Civile, continuano comunque ad guidare la ricostruzione dei singoli segmenti di disciplina, non derogati dalle disposizioni speciali, come in tema di sanatoria, rilevabilità d'ufficio, prescrizione ed effetti verso i terzi.

La regola generale che più frequentemente subisce eccezioni ad opera delle previsioni di settore è sicuramente quella sancita dall'art. 1421 c.c.: mentre normalmente, di fronte ad un contratto nullo, la disciplina codicistica non predeterminata in modo tassativo la cerchia dei soggetti legittimati a far valere il vizio di validità, riconoscendo tale potere a chiunque vi abbia interesse, le nullità di nuova concezione sono per lo più invalidità a legittimazione riservata, per questo definite "relative" o "di protezione". Il limite alla legittimazione attiva è solitamente utilizzato per proteggere categorie di contraenti fisiologicamente deboli il cui interesse potrebbe anche risultare leso dalla caducazione del negozio, come consumatori in senso lato o fruitori di servizi bancari e finanziari. Si tratta di un rimedio che il legislatore considera quindi di grande utilità nei rapporti di tipo seriale per colmare le c.d. asimmetrie di classe, facendo così sostanzialmente coincidere la categoria con quella delle c.d. nullità di protezione.

Naturalmente la legittimazione riservata, se da una parte rappresenta il tratto ricorrente di molte nullità speciali o di protezione, dall'altra si rivela carattere

insufficiente a racchiudere in categoria unitaria ipotesi tra loro estremamente eterogenee per cause e conseguenze, motivo per cui si preferisce continuare ad utilizzare il plurale, parlando delle "nullità relative".

Anche il TUF, quindi, attribuisce rilevanza formale allo squilibrio strutturale, e non solo eventuale, tra le parti contraenti, servendosi, ancora una volta, di una nullità di protezione a legittimazione riservata ex art. 100bis, co. 3, il quale accorda soltanto all'acquirente-consumatore dei titoli privi di prospetto il potere di esercitare la tutela per invaliditatem. Al riguardo si può osservare, da un lato, come attraverso il suddetto correttivo alla legittimazione attiva la previsione della nullità riesca a coniugare in modo più efficace la protezione dell'interesse generale sotteso alla comminatoria, avente ad oggetto, nel caso di specie, l'integrità del mercato, con la tutela dell'interesse particolare del "consumatore". La prevalenza che nelle nullità "ibride" viene assegnata all'interesse del singolo contraente, esponente di una classe strutturalmente debole, rispetto all'interesse generale, si coglie appieno nel tratto della disponibilità degli effetti del rimedio caducatorio, ovvero nella possibilità implicitamente riconosciuta alla parte protetta, e mai a quella destinataria del divieto, di decidere anche di conservare il contratto nullo.

Per altro verso, la norma in commento qualifica l'esistenza e pubblicazione del prospetto quale requisito di validità della vicenda traslativa. La nullità speciale in questione ha, pertanto, carattere strutturale, quale diretta conseguenza di un'anomalia di fattispecie. Questo tipo di invalidità rivela così una fisionomia dotata di molti tratti in comune con l'annullabilità, dalla quale, peraltro, prende in prestito parti di disciplina. Sostenendo questa prospettiva, la deroga alla regola generale sulla legittimazione ex art. 1421 c.c. svela dunque una ratio peculiare. Alla stregua di quanto avviene in presenza di un vizio di annullabilità del contratto, infatti, il legislatore rimette alla sola parte protetta la valutazione sull'elemento anomalo della fattispecie. Pertanto la nullità in questione non assolve solamente una funzione protettiva, ma si pone anche quale vera e propria sanzione per il contraente qualificato e professionale, consentendo alla parte debole di traslare su questi l'intera componente aleatoria dell'operazione, compresi i rischi connessi al generale andamento del mercato, in quanto la norma in commento non vincola più l'esercizio della tutela alla sola insolvenza dell'emittente.

Confermata quindi la riconducibilità così della norma in commento, come del sistema di tutele del settore finanziario nell'alveo della disciplina codicistica, occorre poi collocare la tutela approntata dall'art. 100bis del TUF all'interno dell'ordinamento per comprenderne la direzione evolutiva intrapresa dal legislatore, riprendendo in particolare la questione su cui le Sezioni Unite della Cassazione si sono pronunciate con le "sentenze Rordorf".

Delineando meglio il quadro d'analisi, occorre anzitutto specificare che la nullità ex art. 100bis, co. 3, del TUF non abbia nulla in comune con la nullità "virtuale" invocata in diverse pronunce della Cassazione⁴⁵⁷. A riprova di ciò si consideri in primo luogo che il rimedio contemplato dal 3° comma dell'art. 100bis riguarda la sola fattispecie prevista dal 2° comma e non tocca, quindi, la questione, che da qualche anno impegna assiduamente le corti, relativa alle conseguenze delle violazioni di regole di condotta precontrattuale perpetrate dai soggetti abilitati. L'intervento legislativo in commento non dovrebbe pertanto comportare alcun mutamento negli orientamenti già espressi in proposito dalla giurisprudenza. Le due discipline, l'una sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, l'altra su servizi ed attività d'investimento, riguardano fattispecie diverse, pur potendo in teoria le sanzioni previste dall'art. 100bis concorrere con quelle stabilite ex artt. 21 e ss. del TUF. Invero, la lontananza tra le due nullità si coglie in maniera ancora più incisiva se si indaga sulla natura del vizio che le provoca, tenendo a riferimento la tradizionale dicotomia tra regole di condotta e regole di validità.

La nullità "virtuale" dei contratti di acquisto di prodotti finanziari ex artt. 21 e ss. del TUF viene fatta derivare, a norma dell'art. 1418, co. 1, c.c., dalla violazione di doveri di buona fede nella fasi precontrattuale ed esecutiva: l'esigenza di proteggere il "risparmio tradito" è in questo modo perseguita anche a costo di rimettere in discussione il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di condotta/responsabilità⁴⁵⁸.

Questa nuova prospettazione, osteggiata da buona parte della dottrina, come visto viene decisamente bocciata dalle "sentenze Rordorf" dalle Sezioni Unite, con cui i giudici di legittimità ribadiscono come, anche con riferimento alla disciplina speciale

_

⁴⁵⁷ Ex plurimis cfr. Cass., sentenza del 15 marzo 2001, n. 3753 e sentenza del 5 aprile 2001, n. 5052.

Come sembrava aver fatto la Cassazione, con le sentenze del 15 marzo 2001, n. 3753 e del 5 aprile 2001, n. 5052.

racchiusa nel TUF, l'art. 1418, co. 1, c.c. non possa mai esplicare i propri effetti quando la contrarietà a norme imperative attenga ad una condotta precontrattuale o esecutiva che rimanga però estranea alla struttura e al contenuto dell'accordo, potendo ricorrere una nullità "virtuale" solo quando siano gli stessi elementi intrinseci del negozio a porsi in contrasto con norme inderogabili.

Il ripensamento di parte della dottrina in merito alla netta distinzione tra regole di validità e regole di condotta, almeno nel settore finanziario, era stato suscitato dalla frequenza con la quale il legislatore ha scelto di sanzionare regole ontologicamente di mera condotta con la tutela per invaliditatem, facendo nascere il sospetto che nella disciplina di settore vigesse un principio diverso da quello imperante nel quadro codicistico.

Tornando alla norma in commento e collocandola nel dibattito sopra accennato, sembra doversi ritenere, in ragione di quanto si dirà, che l'art. 100bis del TUF non avvalori ulteriormente la tendenza evolutiva della disciplina del settore finanziario verso la commistione sempre più insistente tra regole di validità e regole di condotta. La nullità speciale prevista dal 3° comma dell'art. 100bis del TUF si caratterizza infatti in modo assolutamente differente, sia dalla nullità "virtuale" invocata dai giudici come conseguenza delle condotte negligenti degli intermediari finanziari, sia dalla stessa nullità originariamente comminata dall'art. 2412, co. 7, c.c., norma che costituisce l'antecedente storico della disposizione in commento.

L'art. 2412, co. 7, c.c. prevedeva infatti che la negoziazione di obbligazioni "esterovestite" realizzata da investitori professionali nei confronti di soggetti diversi dovesse essere, a pena di nullità, accompagnata dalla consegna di un prospetto informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob. La caducazione del contratto trovava allora origine nella violazione da parte dell'intermediario, controparte contrattuale dell'acquirente non professionale, dell'obbligo di consegna del prospetto, e quindi nella violazione di una precisa regola di condotta prescritta dalla legge al fine di garantire al cliente un'informazione più completa. Questa regola di condotta precontrattuale veniva quindi trasformata dal legislatore in norma di validità del negozio e sanzionata con la nullità, peraltro assoluta e quindi senza alcuna deroga all'art. 1421 c.c..

Per comprendere quanto invece sia il percorso che sottende la norma in commento, occorre riproporne l'inquadramento sistematico. Il 1° comma dell'art. 94 del TUF prevede come norma imperativa di validità l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, approvato dalla Consob, al fine di poter procedere ad un'offerta al pubblico di prodotti finanziari. L'omessa pubblicazione del prospetto informativo viola il combinato disposto degli artt. 1346 e 1418, co. 2, c.c., provocando la nullità assoluta dei negozi di compravendita avvenuti nell'ambito dell'operazione di collocamento ed aventi ad oggetto, appunto, i titoli illegittimamente privi di prospetto. Tale disciplina viene esplicitamente estesa alle negoziazioni sul mercato secondario dal 1° comma dell'art. 100bis qualora ricorrano gli stessi elementi dell'"offerta al pubblico" ex art. 1, co. 1, lett. t) del TUF. Mentre il primo comma estende, pertanto, la nullità assoluta ad alcune tipologie di offerte al pubblico sul mercato secondario, il 2° comma di contro amplia lo stesso concetto di offerte al pubblico anche alle rivendite sistematiche di titoli, esenti da prospetto sul mercato primario ex art. 100, co. 1, lett. a), ad investitori non qualificati nell'arco di dodici mesi dall'emissione. Pertanto anche a tali fattispecie si applicherebbe il rimedio della nullità assoluta per omessa pubblicazione del prospetto informativo ex artt. 1346 e 1418, co. 2, c.c..

Il legislatore, tuttavia, inserendo il 3° comma dell'art. 100bis, deroga all'art. 1421 c.c. e limita la legittimazione attiva della nullità, altrimenti assoluta, riconoscendola solo agli investitori-consumatori, vale a dire a acquirenti che agiscono "per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale" eventualmente svolta. Se non vi fosse il 3° comma la nullità risulterebbe invocabile anche dagli intermediari abilitati, che invece il legislatore vuole punire con la norma in commento per aver tentato di eludere la disciplina del prospetto attraverso la prassi della c.d. "offerta al pubblico indiretta".

In conclusione la tutela per invaliditatem di cui all'art. 3° comma non consegue ad una slealtà precontrattuale dell'intermediario, alla violazione di un obbligo di consegna o di un preciso dovere di informazione. Al contrario, il rimedio caducatorio è qui strettamente connesso alla mancata pubblicazione del prospetto, che, in qualità di requisito negativo del bene alienato, rende lo stesso relativamente inalienabile e, di conseguenza, l'oggetto del contratto illecito. La nullità conseguente alla violazione di

questa regola di validità, che, nel rispetto della disciplina codicistica, si caratterizza come assoluta per le fattispecie di cui agli artt. 94 e 100bis, co. 1, del TUF, subisce una limitazione della legittimazione attiva ad opera del 3° comma dello stesso art. 100bis, come consentito dall'art. 1421 c.c., mutando così da nullità assoluta a nullità di protezione per le fattispecie ex art. 100bis, co. 2.

Non importa quindi che il prospetto sia consegnato o illustrato all'investitore retail. Ciò che rileva quale tratto distintivo tra prodotti per legge riservati ai soli soggetti qualificati e prodotti potenzialmente commerciabili anche con acquirenti-consumatori, è la stessa esistenza di un prospetto, approvato e pubblicato. Indipendentemente dalla correttezza della condotta tenuta dall'intermediario, il quale potrebbe per ipotesi anche essere stato convinto della bontà dell'operazione sollecitata o aver comunque informato il retail della mancata pubblicazione del prospetto, l'alienazione di uno strumento finanziario privo della suddetta caratteristica è in ogni caso affetta da nullità relativa.

2.4 – CONCLUSIONI

Dall'analisi svolta si può anzitutto concludere il legislatore, almeno nel caso del nuovo art. 100bis del TUF, ha predisposto una disciplina di settore che non solo è riconducibile nell'alveo delle disposizioni codicistiche, ma che tiene queste ultime a costante e sottinteso riferimento. Basti considerare la ricostruzione offerta della fattispecie di omessa pubblicazione del prospetto ex art. 94 del TUF, la quale si riferisce al sistema della tutela per invaliditatem approntato dal Codice Civile.

Come sopra argomentato, lo stesso specifico intervento legislativo costituito dal 3° comma dell'art. 100 bis si è reso necessario in quanto l'implicita applicazione della normativa codicistica, chiaramente presupposta dal legislatore, non avrebbe consentito di realizzare gli obiettivi specifici della disciplina del settore finanziario.

Pertanto la tutela per invaliditatem codicistica, applicabile alla fattispecie di illegittima omessa pubblicazione del prospetto ex art. 94 del TUF, viene plasmata dal legislatore per mezzo dell'art. 100bis, co. 3, ma sempre restando all'interno dei confini tracciati dal Codice, in particolare applicando la deroga in tema di legittimazione attiva prevista dall'art. 1421 c.c..

Nel dibattito relativo alla presunta tendenza del legislatore a confondere i confini, nettamente tracciati in passato dalla dottrina, tra regole di validità e di condotta, la rapida evoluzione della disciplina da ultimo contenuta nella norma in commento fornisce la prova evidente di un ripensamento da parte del legislatore. Se nel recente passato era aumentata la frequenza degli interventi legislativi che sanzionavano con la nullità la violazione di norme di mero condotta, attribuendo loro di fatto il rango di regole di validità, il legislatore, almeno nel caso dell'art. 100bis del TUF, sembra aver invertito tale tendenza, come peraltro certificato anche dalla decisa presa di posizione delle Sezioni Unite della Cassazione con le "sentenze Rordorf".

Tale considerazione trova palese riscontro nella sequenza cronologica degli interventi legislativi. Infatti il primo intervento in tema di offerta al pubblico, denominata al tempo "sollecitazione all'investimento", risale al D. Lgs. n. 310 del 2004, con il quale il legislatore ha riformato l'art. 2412 c.c. inserendo una regola di condotta, costituita dall'obbligo di consegnare il prospetto informativo, e sanzionandola con la nullità codicistica. L'intervento si poneva dunque in linea con la tendenza evolutiva che confutava la rigida dicotomia tra regole di condotta e regole di validità. L'impostazione legislativa è la stessa che sembra tra le righe avallare anche l'Ordinanza di remissione alla Sezioni Unite n. 3683 pronunciata dalla I Sezione della Cassazione civile in data 16 febbraio 2007.

La cambio di orientamento inizia con la successiva emanazione della Legge n. 262 del 2005, il cui art. 11, introducendo nel TUF l'art. 100bis, conserva sì la regola di condotta fondata sulla consegna di un documento, ma non vi riconnette già più la tutela per invaliditatem, riconducendo la violazione all'interno del rimedio risarcitorio, predisposto dalla disciplina codicistica.

L'inversione di tendenza si compie con la successiva riscrittura dello stesso art. 100bis, ad opera del D. Lgs. n 303 del 2006, con cui il legislatore sostituisce la regola di condotta con una regola di validità, fondata sulla necessaria pubblicazione del prospetto informativo, nulla più rilevando la successiva consegna all'acquirente.

Con ciò si completa l'inversione di tendenza, almeno nella norma in commento: si abbandona la prassi di trasformare regole ontologicamente di condotta in regole di validità sanzionate con nullità speciali, per tornare ad utilizzare lo strumento delle regole di validità a cui si collega una tutela per invaliditatem modellata sugli obiettivi propri della disciplina di settore, pur restando sempre all'interno dei confini del Codice Civile.

Pertanto la netta dicotomia tra regole di validità e regole di condotta, oltre che esser ripresa dal legislatore, viene riaffermata con forza dalle Sezioni Unite della Cassazione, con le sentenze n. 26724 e n. 26725, entrambe del 19 dicembre 2007.

In conclusione quest'insieme di elementi porta ad escludere da ultimo la tendenza alla c.d. "fuga dal rimedio risarcitorio", a vantaggio di un riadattamento della tutela per invaliditatem codicistica, volto a perseguire gli obiettivi posti dalla disciplina del settore finanziario, che rientra comunque nell'ambito applicativo del quadro normativo tracciato dal Codice Civile.

3 – LE RESPONSABILITÀ INTERNE ALL'INTERMEDIARIO

I rimedi di cui all'art. 100bis del TUF possono provocare ingenti danni e perdite per gli intermediari bancari e finanziari, pur se non direttamente coinvolti nell'emissione di titoli riservati ad investitori qualificati.

È dunque necessario chiedersi in quali ipotesi ed a quali condizioni gli stakeholders possano rivalersi nei confronti degli organi che, a vario titolo, hanno contribuito ad assumere le decisioni e gestire le situazioni, che hanno poi condotto alle perdite conseguenti l'esercizio dei rimedi riconosciuti agli "acquirenti-consumatori" ex art. 100bis, co. 3, del TUF.

A tal fine è necessario effettuare una ricognizione delle discipline applicabili nello specifico settore bancario e finanziario e ricostruire così il quadro normativo di riferimento.

Per determinare tutti i profili delle responsabilità interne all'intermediario bancario o finanziario in occasione del verificarsi di perdite e danni dovuti all'esercizio, da parte degli investitori retail dei rimedi ad essi riconosciuti dall'art. 100bis del TUF occorre far riferimento in primo luogo alla disciplina codicistica, avendo cura però di coordinarla con la normativa speciale di settore, dettata nel caso di specie dal Regolamento Congiunto di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nonché dalle Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, aggiornata nel 2007.

In ragione di tale quadro composito, la disciplina generale dettata dal codice in tema di responsabilità trova un fondamentale adeguamento nella disciplina regolamentare di settore. In particolare, il contenuto della responsabilità dettata all'art. 2392 c.c. per gli amministratori di S.p.A. viene integrato e specificato da quelli che sono i loro

compiti e le loro attribuzioni che il legislatore specifica con la disciplina di Risk Management e di processo ICAAP sopra richiamate.

L'analisi dei profili di responsabilità, in particolare degli amministratori, consentirà dunque di rintracciare il reale ruolo che nel settore bancario e finanziario il legislatore ha destinato alla nuova normativa prudenziale del processo ICAAP, che ha introdotto nell'ordinamento di settore l' Enterprise Risk Management.

Tutto ciò per comprendere in che modo il legislatore abbia dato risposta alle istanze di riforma della disciplina di Corporate Governance all'indomani della crisi del mercato e degli investimenti, crisi in buona parte causata dalle decisioni gestionali troppo rischiose adottate dal management degli intermediari bancari e finanziari.

3.1 – LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI

Nell'ambito della riforma del diritto societario appare come uno dei punti qualificanti il primo comma del nuovo art. 2380bis c.c., secondo cui «la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale»⁴⁵⁹.

La disposizione afferma espressamente un principio invero già elaborato dall'analisi dottrinale, che da tempo aveva sottolineato il ruolo assolutamente centrale degli amministratori nel governo societario⁴⁶⁰. Tuttavia essa appare comunque innovativa sotto due profili: da un lato, in quanto porta a compimento il processo, già iniziato con il codice del 1942 e più in generale con l'evoluzione in senso capitalistica, di supremazia degli amministratori rispetto all'assemblea dei soci nella gestione dell'impresa; dall'altro, in quanto, nell'attribuire la gestione di quest'ultima agli amministratori, tenta di definirne anche i contenuti, che invece in passato non erano espressamente indicati, ma dovevano ricavarsi da disposizioni dettate a fini diversi.

-

⁴⁵⁹ L'art. 2380bis per il resto riproduce il vecchio art. 2380 c.c.. Per un commento di tale articolo si vedano ex plurimis Sandulli M., "sub art. 2380-bis", in AA.VV., La riforma delle società. Commentario del D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, 2003, pagg. 396 e ss.; Rordorf R. "sub art. 2380-bis", in La giurisprudenza sul codice civile coordinata con la dottrina, diretta da C. Ruperto, libro V, del lavoro, t. IV, art. 2247-2461, a cura di G. Marziale e R. Rordof, Milano, Giuffrè, 2005, pagg. 2442 e ss.; Bruno S., "sub. art. 2380-bis", in AA.VV., Codice commentato delle s.p.a., diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, t. II, Torino, Utet, 2007, pag. 627 e ss..

⁴⁶⁰ Cfr. già Minevrini G., "Gli amministratori di società per azioni", Milano, Giuffrè, 1956, pagg. 224 e ss., il quale ha rilevato che «le attività inerenti l'esercizio dell'impresa sociale ... in linea di massima rientrano nella competenza normale dell'amministratore», pur ammettendo, sulla base della disciplina previgente, la possibilità di attribuire ampie competenze gestorie all'assemblea, conclude comunque che «dalla riscontrata esistenza di una competenza inderogabile dell'amministratore, si desume la nozione della sua essenzialità alla struttura della società per azioni».

Il primo comma dell'art. 2380bis c.c. contiene una chiara enunciazione non solo dell'esclusiva competenza degli amministratori in materia di gestione dell'impresa, ma anche della doverosità dell'esercizio da parte degli stessi di tale attività di gestione dell'impresa spetta agli amministratori» e non solo prevederne in capo a loro la «esclusiva responsabilità», come peraltro richiedeva la legge delega delega significa sia che agli amministratori è riservata la competenza dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi sono obbligati ad esercitarla dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi dell'attività di gestione dell'impresa sia che questi dell'attività di gestione dell'im

Se, dunque, il primo comma dell'art. 2380bis c.c. è qualificabile come una «monopolistica investitura»⁴⁶⁴ in capo agli amministratori della doverosa funzione gestoria⁴⁶⁵, occorre valutare l'effettiva portata del monopolio così costituito, individuandone i contenuti. Con limitato riguardo all'obiettivo del presente lavoro si può rilevare che, come già accennato, in tale articolo «per la prima volta viene direttamente indicato il contenuto dell'attività gestoria»⁴⁶⁶.

In precedenza, infatti, tale contenuto era desumibile solo dalla disposizione dell'abrogato testo dell'art. 2384, co. 1, c.c., il quale in tema di rappresentanza sociale prevedeva che gli amministratori, dotati di quest'ultima, potessero compiere tutti gli atti che rientravano nell'oggetto sociale. Così, a parte l'impiego del verbo "potere" che non esprimeva la doverosità della gestione dell'impresa sociale, in ogni caso affermata dalla dottrina, si determinavano confusioni tra poteri di gestione e poteri di rappresentanza, la cui distinzione, di contro, andrebbe sempre tenuta ferma.

_

esercitare tali poteri».

464 Espressione di Pescatore S., "Amministrazione e controllo", in AA.VV., "Istituzioni di diritto commerciale", a cura di V. Buonocore, 7a ed., Torino, Giappichelli, 2007, pag. 176.

⁴⁶¹ Cfr. Sandulli M., "sub art. 2380-bis", op. cit., pag. 397.

⁴⁶² Cfr. art. 4, comma, 8 lett. c) della Legge n. 366/2001, secondo cui nella società per azioni si dovevano «definire le competenze dell'organo amministrativo con riferimento all'esclusiva responsabilità di gestione dell'impresa sociale»

⁴⁶³ Affermare l'esclusività del potere di gestione, spiega Sandulli M., "sub art. 2380-bis", op. cit., pag. 398, «significa che né gli amministratori possono trasferire tali poteri a soggetti "diversi" e, in caso di consiglio d'amministrazione, "esterni" allo stesso, né soggetti terzi o organi diversi possono esercitare tali poteri».

⁴⁶⁵ Per la qualificazione dei poteri degli amministratori come «veri e propri poteri-doveri, cioè delle funzioni» e per ulteriori riferimenti si veda Borgioli A., "L'amministrazione delegata", Firenze, Nardini, 1982, pag. 80, il quale spiega che «si tratta di poteri attribuiti non nell'interesse proprio di chi agisce, ma nell'interesse della società; per cui, accanto all'aspetto attivo (esercizio del potere), esiste anche un aspetto passivo: l'obbligo di esercitarlo; dovere che risulta particolarmente evidenziato nella normativa in tema di responsabilità».

⁴⁶⁶ Così testualmente Mosco G.D., "sub art. 2380-bis", in AA.VV., Società di capitali. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, cit., vol. II, pag. 590.

La riformulazione compiuta al primo comma dell'art. 2380bis c.c. e l'appropriata ricollocazione sistematica nell'ambito della disciplina dell'amministrazione "interna" della società consentono, oltre che di evitare i rischi di equivoche sovrapposizioni tra il piano della rappresentanza e quello gestorio, anche di individuare meglio il contenuto dell'attività di gestione dell'impresa sociale. La disposizione, infatti, dopo aver riservato quest'ultima in via esclusiva agli amministratori, stabilisce che gli stessi «compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale», con ciò chiarendo che l'attività di gestione «si sostanzia nel compimento di tutte le operazioni (per ciò dovendosi intendere atti, fatti o combinazioni degli uni e degli altri) necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale» ponendo al contempo un preciso obbligo positivo di azione a carico degli amministratori.

Il divieto per questi ultimi di delegare a terzi proprie attribuzioni sarebbe dunque conseguenza del carattere non solo doveroso, ma anche fiduciario del proprio ufficio, nell'esercizio del quale non potrebbero farsi sostituire da altri, dovendovi dare esecuzione personalmente⁴⁶⁸. Peraltro, l'obbligo per gli amministratori di esecuzione personale dell'incarico si giustifica in ragione non solo del carattere fiduciario di quest'ultimo, ma anche della struttura dell'ordinamento corporativo della società per azioni, posta anche a tutela di interessi esterni a questa, per cui neppure i soci potrebbero esonerare gli amministratori da tale obbligo⁴⁶⁹.

Tuttavia, proprio chi su queste basi già in passato ha fugato ogni dubbio circa la sussistenza dell'obbligo di esecuzione personale dell'incarico di amministratore, ha anche messo in evidenza la difficoltà di definirne l'effettivo contenuto, affermando che se, da un lato, nessuno ha mai dubitato che gli amministratori di società possano liberamente devolvere a terzi compiti di mera esecuzione, dall'altro, sorgono perplessità qualora si tratti di deleghe di mansioni che implicano decisioni superiori alla semplice ordinaria amministrazione. In altri termini parrebbe che, se con riferimento alla fase decisoria della gestione dell'impresa occorre di volta in volta distinguere in

-

⁴⁶⁷ Cfr. Toffoletto A., "Amministrazione e controlli", in AA. Vv., Diritto delle società. Manuale breve, 2a ed., Milano, Giuffrè, 2005, pag. 209, secondo il quale vi rientrano, da un lato, «le strategie funzionali al perseguimento dell'oggetto sociale» dall'altro, l'adempimento di tutti gli obblighi che la legge impone alla società.

⁴⁶⁸ Per un'analisi più approfondita sul punto si rinvia a Rabitti M, "Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori", Giuffrè, Milano, 2004, pagg. 28 e ss..

⁴⁶⁹ In tal senso Sandulli M., "sub art. 2380-bis", op. cit., pag. 398, che in relazione al principio di esclusività della gestione enunciato dall'art. 2380bis c.c. afferma «deve essere riconosciuta la natura inderogabile di tale principio sia in via statutaria che in via meramente negoziale».

quali limiti la stessa debba restare in capo agli amministratori, con riguardo invece alla fase esecutiva possa ammettersi che la stessa venga in generale demandata da questi "verso il basso", alla struttura aziendale o addirittura "verso l'esterno" a terzi. Per quanto poi, come correttamente rilevato da tempo, specie nelle organizzazioni complesse, in ogni attività esecutiva sia riscontrabile una, seppur ridotta, componente decisoria⁴⁷⁰. Infatti più di recente, proprio con riferimento alle moderne realtà societarie di grandi dimensioni, è stata particolarmente avvertita l'esigenza di decentrare la funzione gestoria⁴⁷¹.

Tuttavia il problema centrale della disciplina sulla responsabilità degli amministratori riguarda il concetto di "diligenza" nel perseguire l'attuazione dell'oggetto sociale, che nel caso specifico fa emergere o meno la responsabilità dell'amministratore per mala gestio in violazione dell'art. 2392 c.c..

A questa disciplina di riferimento codicistica si sovrappone ed aggiunge la normativa regolamentare del settore bancario e finanziario, dettata sia dal Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nonché dalle Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, come aggiornata nel 2007.

In particolare la normativa di settore propone una suddivisione per funzioni, che, nello specifico, individua l'"organo con funzioni di gestione", normalmente identificato con il management⁴⁷², come l'organo che "attua le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica", in quanto "responsabile dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di gestione e controllo dei rischi, in attuazione degli indirizzi strategici", ⁴⁷⁴.

⁴⁷⁰ Cfr. sul tema Borgioli A., "I direttori generali di società per azioni", Milano, Giuffrè, 1975, pag. 29, secondo il quale «un certo grado di potere decisorio esiste più o meno a quasi tutti i livelli della scala gerarchica. Per quanto una deliberazione presa dall'organo posto al vertice dell'organizzazione possa prevedere le modalità della propria esecuzione, ben difficilmente tali modalità saranno specificate così dettagliatamente da indicare i comportamenti che dovranno essere tenuti dai suoi materiali esecutori ... :la specificazione dei vari atti o operazioni da compiere corrisponde all'esercizio di un potere decisorio».

⁴⁷¹ Cfr. Montalenti P., "La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata", in Giur. comm., 2005, I, pag. 439.

La regola per identificare in concreto l'"organo con funzione di gestione" è dettata dall'art. 2, co. 1, lett. 1) del Regolamento Congiunto di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007.

⁴⁷³ Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, Art. 9.

⁴⁷⁴ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 25.

A tale organo la Banca d'Italia, nel dettaglio, demanda inoltre i delicati compiti di verificare ed adeguare di continuo il sistema di gestione e controllo del rischio (c.d. monitoraggio), di definire le responsabilità delle strutture e delle funzioni aziendali coinvolte, di garantire i flussi informativi aziendali necessari alla gestione del rischio. Infine la normativa di vigilanza prudenziale incarica l'organo con funzione di gestione di curare in ogni dettaglio la predisposizione del processo ICAAP⁴⁷⁵.

In conclusione la disciplina codicistica prevede in generale funzioni e compiti attribuiti agli amministratori, quali depositari esclusivi della gestione dell'impresa ex art. 2380bis c.c.. Il legislatore regolamentare, conscio dall'ontologica e crescente complessità della struttura degli intermediari bancari e finanziari, ha dunque dettato specifiche norme di Corporate Governance con l'emanazione del Regolamento Congiunto di Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007.

Nonostante questo intervento di carattere regolamentare e settoriale, l'organo con funzione di gestione si trova sì provvisto di linee guida per il management dell'intermediario bancario e finanziario, ma risulta ancora privo di un supporto normativo che ne guidi concretamente le scelte verso il perseguimento degli obiettivi prefissati dalla disciplina di settore e costituiti dalla sana e prudente gestione, nonché della stabilità economica del singolo operatore, come dell'intero sistema finanziario. La normativa colma questo vuoto nel settore finanziario e bancario introducendo appunto il Processo ICAAP di Risk Management per mezzo delle Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, come aggiornata nel 2007.

Il legislatore non può permettere che l'intermediario bancario o finanziario sia gestito come una quasiasi altra società, dal momento che il management deve necessariamente occuparsi anche di tutelare gli interessi di tutte le categorie di stakeholder. La peculiarità degli obiettivi normativi del settore si coglie nelle regole di Corporate Governance che «devono non solo comporre in modo efficace ed efficiente la tipica dialettica endo-societaria, ma devono anche costituire un presidio a garanzia dei de-

⁴⁷⁵ Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006, Titolo I, Capitolo I, pag. 25-26: «con riferimento al processo ICAAP, (ndr: l'organo con funzione di gestione) dà attuazione a tale processo curando che lo stesso sia rispondente agli indirizzi strategici e che soddisfi i seguenti requisiti: consideri tutti i rischi rilevanti; incorpori valutazioni prospettiche; utilizzi appropriate metodologie; sia conosciuto e condiviso dalle strutture interne; sia adeguatamente formalizzato e documentato; individui i ruoli e le responsabilità assegnate alle funzioni e alle strutture aziendali; sia affidato a risorse quali-quantitativamente adeguate e dotate dell'autorità necessaria a far rispettare la pianificazione; sia parte integrante dell'attività gestionale.»

positanti, dei risparmiatori, dei prenditori di fondi, del sistema economico-finanziario nel suo complesso»⁴⁷⁶. La funzione di gestione negli operatori del settore bancario e finanziario gioca un ruolo ben più importante che nelle altre imprese, in quanto è essenziale per raggiungere e mantenere la fiducia collettiva nel sistema finanziario. «L'ordinamento bancario è ricco di deviazioni dal diritto societario comune che trovano la propria giustificazione nelle caratteristiche dell'attività o se si vuole nelle ragioni dell'impresa e in particolare nella necessità di arricchire il diritto societario degli strumenti necessari per garantire la sana e prudente gestione dell'impresa bancaria»⁴⁷⁷

Alla luce della recente crisi globale del mercato finanziario il legislatore comunitario e nazionale ha compreso quanto una cattiva governance societaria rappresenti concretamente un rischio da cui intermediari bancari e finanziari devono necessariamente tutelarsi. Le regole di Corporate Governance hanno dunque assunto per la vigilanza prudenziale un ruolo centrale in quanto imprescindibili strumenti per assicurare scelte gestionali ponderate e consapevoli, grazie non solo ad una corretta articolazione di ruoli e responsabilità, ad una integrità e completezza dei sistemi informativi e di controllo, ma soprattutto per mezzo di un'efficace gestione dei rischi⁴⁷⁸. Seguendo la linea tracciata dai principi dell'Accordo di Basilea II, con particolare riferimento al Secondo Pilastro, Consob e Banca d'Italia, con l'emanazione del Regolamento Congiunto, hanno voluto dare più ampio respiro al proprio intervento, non limitandosi alla correzione di alcune distonie che la riforma societaria avrebbe potuto creare nel settore finanziario, ma rimarcando la fondamentale importanza degli specifici strumenti di Corporate Governance per assicurare la sana e prudente gestione, la stabilità del sistema economico e la tutela delle tante categorie di stakeholder coinvolti nel patrimonio degli intermediari.

Tra questi nuovi strumenti di gestione introdotti dal legislatore, per riformare la disciplina della Corporate Governance di settore, assume un ruolo centrale proprio il Risk Management, quale fondamentale strumento per guidare la gestione degli

_

⁴⁷⁶ Cfr. Marano G., "La Governance del le banche tra disciplina civilistica e di vigilanza, in " Le nuove s.p.a.", Cap. XXIV, Le Società bancarie, Sez. IV, Par. 1, opera diretta da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010.

⁴⁷⁷ Cfr. Costi R., "L'ordinamento bancario", Bologna, 2007, pag. 387.

⁴⁷⁸ Cfr. Marano G., in "Le nuove s.p.a.", Le Società bancarie, op. cit. paragrafo 4.

amministratori verso decisioni ponderate e consapevoli, assunte in forza di un'attenta considerazione, valutazione e gestione dei rischi⁴⁷⁹.

Il legislatore, attraverso il Processo ICAAP⁴⁸⁰, inserisce all'interno della disciplina di Corporate Governance lo specifico strumento del Risk Management, con la funzione di tracciare la corretta linea gestionale in grado non tanto di realizzare lo scopo aziendale di massima performance, quanto piuttosto di conseguire gli obiettivi di sana e prudente gestione, nonché di stabilità economica, tutelando in tal modo tutte le categorie di stakeholder coinvolte nel settore finanziario.

Importante ne è il riflesso sotto il profilo della responsabilità degli amministratori. Mentre in passato risultava difficile delineare con certezza, soprattutto nei casi concreti, i confini del criterio di specifica diligenza indispensabile per rintracciare o meno la responsabilità ex art. 2392 c.c., il legislatore, introducendo il Processo ICAAP come strumento di Risk Management per indirizzare le scelte manageriali al perseguimento degli obiettivi legislativi, fornisce un supporto fondamentale per vagliare la gestione e rintracciare eventuali profili di responsabilità nel caso concreto. Si tenta di eliminare così anche gli ampi spazi interpretativi acquisiti dai giudici in tema di diligenza, che nel settore bancario e finanziario hanno causato un'oggettiva difficoltà nel determinare le responsabilità degli amministratori, anche nei processi il cui oggetto erano i fallimenti di multinazionali che hanno condotto alla crisi del mercato.

3.2 – PROFILI DI IMPUTAZIONE DELLA RESPONSABILITÀ

Osservata dal punto di vista dell'amministrazione dell'impresa in generale, e dell'impresa bancaria e finanziaria in particolare, questa realtà così intensamente variegata e indiscutibilmente complessa ha fortemente contribuito a mettere in crisi la disciplina della responsabilità gestoria degli organi apicali, con particolare riferimento all'organo con funzione di gestione. Questa responsabilità veniva tradizionalmente organizzata a seconda della categoria di obbligo violato, distinguendo così tra responsabilità per inosservanza di obblighi specifici, quali, per esempio,

-

⁴⁷⁹ Cfr. Art. 4 del Regolamento Congiunto di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, il quale precisa al 1° comma che: « Gli intermediari, secondo i principi, i criteri e i requisiti di cui al presente Regolamento, si dotano di un sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi».

Alle Circolari emanate dalla Banca d'Italia in attuazione del TUB rinvia esplicitamente l'art. 3 del Regolamento Congiunto di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007.

quelli relativi al capitale, e responsabilità per violazione di doveri generali, come il divieto di agire in conflitto di interessi o il dovere di diligente e corretta gestione ⁴⁸¹. In particolare, il criterio di diligente e corretta gestione si è trovato sottoposto ad un notevole stress interpretativo causato soprattutto dal fatto che, di fronte ad un danno prodotto dalla violazione di un qualsiasi obbligo, imposto dall'atto costitutivo, ma soprattutto dalla legge, il criterio discriminante rimaneva di fatto il nesso causale tra la violazione in questione e la condotta del singolo amministratore. Quest'ultimo, dovendo avere il completo controllo dell'attività sociale, rispondeva tutte le volte che non riusciva a dimostrare che il danno si era prodotto sebbene egli avesse fatto quanto in suo potere per vigilare sul generale andamento della gestione ed eventualmente intervenire per impedire il compimento di atti pregiudizievoli o, nella peggiore delle ipotesi, per eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose. In altri termini, il limite della responsabilità si concretizzava nella "non conoscibilità" del fatto generatore del danno, non essendo stata, invece, sufficiente una mera "non conoscenza", spesso invece qualificata in giudizio come confessione di inadempimento⁴⁸².

In questo senso si è espressa anche la Suprema Corte, per la quale «l'art. 2392 c.c. [vecchio testo] impone a tutti gli amministratori un generale dovere di vigilanza sul complessivo andamento della gestione che non viene meno – come si evince dall'espressione "in ogni caso" di cui al secondo comma – neppure nell'ipotesi di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di uno o più amministratori. Pertanto, il Presidente del consiglio di amministrazione di una società di capitali, chiamato a rispondere come coobbligato solidale per omissione di vigilanza, non può sottrarsi alla responsabilità adducendo che le operazioni integranti l'illecito sono state poste in essere con ampia autonomia da un dirigente della società medesima»

Un siffatto sistema, basato principalmente sulla condotta, nonchè sulle sue specificazioni di potere e responsabilità, del singolo amministratore, se era ancora in grado di offrire una risposta coerente ed adeguata rispetto alle violazioni commesse nell'adempimento di istanze attive ed immediatamente operative della gestione imprenditoriale, non poteva non entrare in crisi di fronte ad una struttura organiz-

_

482 Cfr. Rabitti M., Giuffrè, Milano, 2004, op.cit..

⁴⁸¹ Cfr. Bonelli F., "La responsabilità degli amministratori", in Trattato delle società per azioni, 4, Torino, 1991, pagg. 323 e ss..

⁴⁸³ Cfr. Cass. Sez. Lav., sentenza dell'11 aprile 2001, n. 5443, in Giur. comm., 2002, pagg. 437 e ss..

zativa che diventava sempre più complessa ed articolata, e che, come tale, richiedeva per il suo funzionamento non più solo decisioni prettamente operative, ma anche, ed in misura crescente, regolamentazione di carattere più propriamente organizzativo. Proprio davanti a questo tipo di regole il criterio "personalistico", utilizzato per distribuire le responsabilità all'interno dell'impresa, ha mostrato i suoi limiti, non potendo fisicamente un amministratore controllare ogni singolo atto organizzativo della struttura, oggettivamente complessa, di un intermediario bancario o finanziario. Il moltiplicarsi degli adempimenti rilevanti, unito alla sostanziale "non delegabilità" dei medesimi da parte degli amministratori a causa della tendenza giurisprudenziale secondo cui «la condotta omissiva per affidamento a terzi, lungi dal comportare esclusione da responsabilità, può costituire ammissione dell'inadempimento dell'obbligo di vigilanza>> 484, ha finito per condurre da un lato ad un eccessivo rigore, che trasformavano la tradizionale responsabilità per colpa degli amministratori in responsabilità di posizione, specialmente in presenza di deleghe all'interno del consiglio di amministrazione; dall'altro ad ampie zone di impunibilità, basate sull'insuscettibilità della discrezionalità amministrativa di essere oggetto di un sindacato da parte del giudice, ma, di fatto, generate anche come reazione

Di fronte a quest'incapacità della disciplina di rispondere adeguatamente alla realtà operativa, è iniziata ad emergere anche nel nostro Paese, sull'esempio di esperienze straniere, soprattutto di diritto anglosassone, la valorizzazione e soprattutto il riconoscimento positivo della predisposizione di un'adeguata struttura organizzativa aziendale per l'esercizio dell'impresa. Il parametro dell'azione corretta viene così concretizzato in uno standard che prescrive modelli di organizzazione aziendale procedimentalizzata e trasparente nel suo svolgimento, nonché formalizzata in modo da consentire controlli di regolarità.

all'orientamento troppo rigido appena descritto.

In questo preciso contesto si inserisce la disciplina del processo ICAAP, che impone appunto una dettagliata e costante procedura di individuazione dei rischi a cui l'azienda è soggetta, con il precipuo scopo di realizzare gli obiettivi legislativi. Di questi rischi il management non può non tenere conto ed è appunto sulla base delle con-

⁴⁸⁴ Cfr. Cass., sentenza del 4 aprile 1998, n .3483, in Giust. civ., 1999, I, pagg. 1181 e ss..

crete attività di gestione di tali rischi che potrà più facilmente valutarsi la responsabilità degli amministratori in tema di gestione dell'impresa bancaria e finanziaria. Con la riforma della normativa sulla Corporate Governance bancaria e finanziaria ad opera del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia questa nuova tendenza approda nel codice civile, trasformando «in principio giuridico di carattere "generale" l'"adeguatezza" degli assetti interni dell'impresa, che, con riferimento a tipi particolari d'impresa e limitatamente ad uno o all'altro dei profili dai quali può essere riguardata, era già presente in qualche provvedimento legislativo... anche se giammai con riferimento all'universalità dei profili dai quali il principio stesso può essere considerato» 485.

La nuova disciplina impone agli organi sociali la predisposizione, da parte degli amministratori delegati ex art. 2381, co. 5, c.c., la valutazione, da parte del consiglio di amministrazione ex art. 2381, co. 3, c.c., la vigilanza, da parte del collegio sindacale ex art. 2403 c.c., degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, al fine di garantirne l'adeguatezza rispetto all'attività e alle dimensioni della società.

Si è rilevato che «gli amministratori dovranno approntare tutti i sistemi necessari ad assicurare che ogni fase della vita sociale, sia essa attinente al momento decisionale o a quello esecutivo, sia adeguatamente strutturata al fine di fare sì che il risultato prodotto corrisponda ad un parametro di amministrazione ritenuto corretto» ⁴⁸⁶. Ciò sulla base dell'idea per cui «soltanto un sistema integrato di operazioni coordinate è in grado di assicurare un risultato qualitativamente apprezzabile, in quanto, al ridursi della discrezionalità nelle diverse fasi del processo, si riducono parimenti le possibilità d'errore» ⁴⁸⁷.

Di conseguenza divengono essenziali tanto una mappatura dei rischi, identificando le aree e i soggetti coinvolti nelle attività aziendali rilevanti, quanto una predisposizione di appositi protocolli per le singole procedure, senza trascurare poi una fase di verifica dell'efficienza ed adeguatezza di queste per il singolo intermediario, in considerazione anche delle specifiche dimensione e natura aziendali. In altre parole, gli amministratori devono predisporre «un sistema operativo complesso in ogni area

⁴⁸⁷ Cfr. Toffoletto A., in Diritto delle società di capitali, 2005, op. cit., pag. 211.

_

⁴⁸⁵ Cfr. Buonocore V., "Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile", in Giur. comm., 2006, I, pagg. 5 e ss..

⁴⁸⁶ Cfr. Toffoletto A., in Diritto delle società di capitali, 2005, op. cit., pag. 210.

dell'attività aziendale (organizzazione, amministrazione e contabilità) che consenta di gestire la società secondo i canoni di corretta amministrazione>> 488.

A questo provvede, nel settore bancario e finanziario, l'introduzione del processo ICAAP, in forza del Regolamento Congiunto Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nonché dalle Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, come aggiornata nel 2007, la cui disciplina rispecchia la tendenza verso una continua procedimentalizzazione dell'attività di gestione dell'impresa e soprattutto dei rischi che le sono propri.

Non che la procedimentalizzazione fosse in passato un fenomeno totalmente sconosciuto alle imprese, soprattutto bancarie. La novità sta piuttosto nell'emersione di tale fenomeno da elemento puramente tecnico ed aziendalistico, com'era, ad esplicito criterio giuridicamente rilevante, sul quale misurare in concreto la coerenza dell'operato degli amministratori con i canoni di corretta gestione imprenditoriale.

Si possono insomma recuperare, in un'ottica finalmente generale, le considerazioni già svolte a proposito della disciplina settoriale, secondo le quali «l'attenzione del legislatore si appunta sulle modalità concrete, operative, di svolgimento dell'attività; le norme scendono nel vivo dell'organizzazione dell'attività imprenditoriale, tratteggiandone profili operativi e gestionali» ⁴⁸⁹.

Il parametro dell'azione corretta si estrinseca così in standard formalizzati dal processo ICAAP, tali da permettere ex ante la valutazione di regolarità dell'assetto organizzativo, nonché, ex post, un controllo di efficienza e diligenza della gestione. Ne deriva che la responsabilità ex art. 2392 c.c. non sarà più solo e necessariamente parametrata sulla condotta operativa dell'amministratore, bensì dovrà tenere conto anche dell'obbligo imposto all'organo amministrativo di assicurare un'efficiente organizzazione imprenditoriale e di far fronte ai compositi rischi che questa naturalmente comporta. Nel far ciò gli amministratori saranno guidati e vincolati dagli esiti del processo ICAAP, nel quale, va ricordato, la Banca d'Italia svolge una stringente attività di controllo ed intervento.

Per il legislatore il problema era da un lato predisporre uno strumento normativo in grado di veicolare le scelte del management verso gli obiettivi legislativi, e dall'altro

-

⁴⁸⁸ Cfr. Toffoletto A., in Diritto delle società di capitali, 2005, op. cit., pag. 211.

⁴⁸⁹ Cfr. Annunziata F., "Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni", in Banca, borsa e titoli di credito, 1994, I, pag. 636.

fornire un più rigido criterio di valutazione della diligenza e responsabilità degli amministratori, per la complessa attività di gestione degli intermediari bancari e finanziari. L'ordinamento, prima comunitario e poi nazionale, rintraccia la soluzione nel Risk Management, che, così facendo, viene convertito da elemento puramente aziendalistico, preposto a massimizzare le performance, a strumento normativo in grado di assicurare la sana e prudente gestione, la stabilità economica del sistema, nonché la tutela di tutte le categorie di stakeholder, costituendo sia per i singoli amministratori, che per l'intermediario nel suo complesso un fondamentale supporto per assumere decisioni consapevoli e ben ponderate.

In conclusione l'art. 2392 c.c. impone agli amministratori di adempiere i propri doveri "con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze". Questo generico criterio di responsabilità trova la sua sostanza, per il settore finanziario e bancario, nel processo ICAAP, alle cui periodiche risultanze deve riferirsi il management per assumere le decisioni gestionali ed in base alle quali dovrà dunque valutarsi la responsabilità da mala gestio. Parimenti lo stesso intermediario nel suo complesso terrà sul mercato comportamenti diligenti nel momento in cui le scelte di management siano guidate da un corretto processo ICAAP di Risk Management.

3.3 – NESSO DI CAUSALITÀ

Gli amministratori sono responsabili dei danni causati dall'inosservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto in forza dell'art. 2392 c.c.. Questa disposizione, che obbliga a risarcire il danno, è di fondamentale importanza per assicurare una buona gestione dell'impresa.

L'obbligo risarcitorio peraltro svolge non solo una funzione "riparatoria", una volta che il nocumento si sia verificato, ma anche e soprattutto una funzione "preventiva", facendo in modo che l'amministratore adotti tutte le cautele necessarie per evitare che il patrimonio della società venga intaccato.

Condizione necessaria affinché possa essere fatta valere la responsabilità degli amministratori da parte della società è la sussistenza di un danno. Nel caso in cui l'intermediario subisca le azioni di nullità e risarcimento ex art. 100bis del TUF, il danno sarà rappresentato dalle condanne che lo stesso subirà in sede giudiziale, nonché dai probabili conseguenti danni reputazionali e di compliance.

Tuttavia, affinché tale danno possa esser imputato al management dell'intermediario ex art. 2392 c.c., si deve dimostrare che la violazione degli obblighi imposti dalla normativa sulla gestione e sul Risk Management abbiano portato ai verificarsi degli specifici danni e perdite per intermediario bancario e finanziario.

Dunque, va ricostruito il percorso che deve condurre dal comportamento accertamento come negligente del management al danno subito dall'intermediario, senza che tale nesso sia interrotto. In proposito la prima valutazione dovrà riguardare la questione se il danno si sarebbe comunque prodotto a prescindere dal verificarsi della condotta negligente del management. In secondo luogo occorrerà valutare se vi siano stati eventi interruttivi del nesso, come il legittimo conferimento di una "delega" ad eseguire quella data operazione. In realtà tale ipotesi è di difficile riscontro nella fattispecie in commento, in quanto l'"organo con funzioni di gestione", identificato genericamente con il management e gli amministratori, "attua le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica" per cui qualunque delega non varrebbe ad interrompere il nesso di causalità tra la responsabilità del management ed i danni conseguenti all'esercizio dei rimedi ex art. 100bis del TUF.

La disciplina codicistica in tema di responsabilità, come visto, ha esaltato il ruolo della giurisprudenza, attribuendole il compito di ricostruire i parametri per la valutazione della responsabilità degli amministratori⁴⁹¹. Il punto dolens è stato storicamente proprio la determinazione del nesso di causalità che deve condurre dal comportamento negligente dell'amministratore al danno concretamente subito dall'impresa, la cui prova specifica è unanimemente pretesa⁴⁹².

La tendenza della giurisprudenza, per risolvere la questione, è stata quella di creare delle "presunzioni giurisprudenziali" da cui far derivare l'inversione dell'onere della prova⁴⁹³, senza la pretesa di fornire criteri validi in assoluto.

Le corti hanno evidenziato in passato le difficoltà di valutare la diligenza gestionale degli amministratori in relazione ad una struttura organizzativa, amministrativa e contabile, la cui predisposizione viene comunque rimessa dalla disciplina codicistica

In proposito si veda Cass., sentenza del 22 ottobre 1988, n. 10448 in Giust. Civ., 1999, I, pag. 75.

_

⁴⁹⁰ Cfr. Art. 9 del Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia.

⁴⁹¹ Cfr. Rabitti M., Giuffrè, Milano, 2004, op.cit., pag. 163.

⁴⁹³ Cfr. Rabitti M., Giuffrè, Milano, 2004, op.cit., pag. 167.

alla discrezione degli stessi organi aziendali⁴⁹⁴. Se di questa struttura, in una valutazione ex ante, si accerta infatti l'inadeguatezza ed irragionevolezza, ne può derivare una causa di responsabilità per gli amministratori ex art. 2392 c.c..

Ciò che rileva nel giudizio di responsabilità, dunque, non è tanto la decisione in sé e per sé, la cui bontà può esser valutata solo ex post, quanto piuttosto il "modo" con cui la decisione è stata presa: se l'organo con funzione di gestione abbia deciso avendo considerato e valutato tutte le variabili ed i rischi connessi ad una determinata decisione, sia essa operativa o strategica.

In questo contesto normativo e giurisprudenziale il legislatore inserisce lo strumento dell'Enterprise Risk Management all'interno dell'organizzazione degli intermediari bancari e finanziari. Lo scopo di questa novità appare anche qui palese: il processo ICAAP impone al management di effettuare una continua valutazione ex ante dei rischi e delle conseguenze delle decisioni gestionali che si vanno ad assumere. Il legislatore prevede poi che tale valutazione sia esplicita e comunicata alla Banca d'Italia in forza del Secondo Pilastro di Basilea 2, nonché diffusa al pubblico in base al Terzo Pilastro di Basilea 2. Oggi il percorso aziendale e le componenti delle decisioni degli amministratori sono dettagliatamente specificate nel processo di Enterprise Risk Management. In sede giurisdizionale l'intermediario potrà avvalersi del processo ICAAP interno quale "indizio" della propria diligenza comportamentale, così come il giudice non sarà più costretto alla difficile ricostruzione delle decisioni aziendali al fine di rintracciarvi la responsabilità degli amministratori, avendo a disposizione lo strumento del processo ICAAP quale parametro oggettivo di giudizio in merito al principio della diligenza richiesta ex art. 2392 c.c.. Pertanto, tornando al nesso di causalità, avrà specifico rilievo la fase di Risk Assessment del processo ICAAP, nella quale l'organo con funzione di gestione dovrà individuare tutte le probabili rilevanti conseguenze di un determinato rischio. Considerando la norma in commento, se nella fase del Risk Assessment viene rilevato un rischio elevato di fallimento o insolvibilità dell'emittente i titoli privi di prospetto, che comporterebbe gravi danni economici per l'intermediario, magari superiori al livello di Risk Tollerance dello stesso, il management, che decidesse comunque di partecipare al consorzio di collocamento, non potrebbe poi sostenere di aver ritenuto,

⁴⁹⁴ Cfr. Cass., sentenza del 28 aprile 1997, n. 3652, in Giur. It., 1998, I, c.

senza colpa, che invece l'emittente era un'azienda solida e ragionevolmente non sarebbe fallito.

In conclusione l'Enterprise Risk Management, così come inserito dal legislatore nella struttura dell'intermediario, costituisce un fondamentale supporto per permettere, sia all'intermediario che ai singoli suoi amministratori, di assolvere in sede giurisdizionale all'onere della prova su di essi gravante in tema di "diligenza" imposta tanto dal Codice Civile che dalla disciplina di settore⁴⁹⁵, costituendo un forte "indizio" di aver tenuto un comportamento diligente. Infatti l'intermediario come anche i singoli amministratori, a cui venga contestato un comportamento negligente, qualora dimostrino di aver assunto una decisione conforme ad una corretta valutazione di Risk Management attraverso il processo ICAAP, potranno sostenere con maggior fondatezza di aver assolto al proprio onere della prova, escludendo che vi sia stata negligenza nelle scelte gestionali. Di contro, laddove vi sia stata una non corretta valutazione di Risk Management o la decisione di seguito assunta dall'intermediario, come dai singoli amministratori, controverta le risultanze di quest'ultima valutazione, il giudice potrà trarne elementi indiziari a sostegno della responsabilità per negligenza. Il processo ICAAP di Risk Management fornisce, pertanto, al giudice un concreto ed importante punto di riferimento in merito al comportamento diligente che il management avrebbe dovuto tenere in qualsivoglia fattispecie concreta, senza dover ricorrere a discrezionali e inattendibili valutazioni ex post.

3.4 – IL DANNO RISARCIBILE

La disciplina del danno risarcibile poi va rintracciata nel sistema degli artt. 1223 e ss. del c.c., che tendono fondamentalmente a stabilire quali, fra le conseguenze pregiudizievoli, riconducibili in linea materiale al responsabile, debbono essere risarcite in base ad una valutazione normativamente qualificata di "conseguenzialità".

⁴⁹⁵ Sugli intermediari grava l'onere della prova in forza della relativa inversione ex art. 94, commi 8 e 9, ed art. 23 del TUF, mentre gli amministratori sono gravati dell'onere della prova in forza dell'art. 1218 c.c.. Queste discipline rispecchiano comunque il principio generale di vicinanza della prova ribadito dalle Sezioni Unite della Cassazione, sentenza del 30 ottobre 2001, n. 13533, secondo cui «Si rivela quindi conforme all'esigenza di non rendere eccessivamente difficile l'esercizio del diritto del creditore a reagire all'inadempimento, senza peraltro penalizzare il diritto di difesa del debitore adempiente, fare applicazione del principio di riferibilità o di vicinanza della prova, ponendo in ogni caso l'onere della prova a carico del soggetto nella cui sfera si è prodotto l'inadempimento, e che è quindi in possesso degli elementi utili per paralizzare la pretesa del creditore, sia questa diretta all'adempimento, alla risoluzione o al risarcimento del danno, fornendo la prova del fatto estintivo del diritto azionato, costituito dall'adempimento».

In sostanza il legislatore ha voluto limitare il danno risarcibile, consentendo soltanto il ristoro dei danni che siano legati all'evento dannoso da un nesso di "conseguenzialità immediata e diretta" ex art. 1223 c.c.. E' questo il criterio fondamentale, inteso a selezionare quali fra le molteplici ripercussioni pregiudizievoli dell'evento dannoso debbano essere addossate al soggetto responsabile e quali, invece, per ragioni di opportunità, non si ritiene debbano essere imputate a quest'ultimo, facendole ricadere all'esterno dell'area del quantum risarcibile.

Anche in merito alla nozione di conseguenzialità immediata e diretta si riscontra, però, grande incertezza. Secondo la giurisprudenza prevalente, infatti, la funzione dell'art. 1223. c.c., sarebbe quella di limitare il risarcimento alle sole conseguenze legate all'avvento dannoso da un nesso di "regolarità causale" 196. In pratica, nella serie potenzialmente infinita delle ripercussioni dannose dell'illecito, sarebbero risarcibili soltanto quelle che possono definirsi effetti normali o ordinari del fatto dannoso, in ragione sia del criterio dell'" id quod plerumque accidit", che di parametri di regolarità statistica 197. A fronte degli inconvenienti insiti in una siffatta interpretazione, si è cercato di meglio precisare la nozione in questione ricorrendo a criteri alternativi, quali quelli ba-sati sul nesso di "causalità specifica" oppure sullo scopo e sull'ambito di protezione della norma violata. In base al criterio della "causalità specifica", sarebbero risarcibili solo i danni che, secondo l'esperienza, costituiscono la realizzazione del rischio creato da un determinato antecedente, legato, quindi, all'illecito da una relazione di tipica e specifica conseguenzialità, con esclusione dei rischi generici.

In base al criterio dell'adeguatezza allo scopo della norma violata, dovrebbero peraltro escludersi dal risarcimento quelle conseguenze che integrino una realizzazione del rischio estraneo alla finalità di tutela della norma⁴⁹⁸.

In presenza di questa varietà di orientamenti, che si differenziano di poco, è possibile concludere che il criterio di selezione del danno risarcibile, codificato dall'art. 1223 c.c., dovrebbe operare nel senso di precludere il risarcimento di quei danni che, pur collocandosi, secondo l'id quod plerumque accidit, in rapporto di normale effetto

_

⁴⁹⁶ Cfr. Cass., sentenza del 18 luglio 1987, n. 6325; Cass., sentenza del 13 dicembre 1983, n. 7358.

⁴⁹⁷ Cfr. Cass., sentenza del 15 maggio 1967, n. 1016.

⁴⁹⁸ Cfr. Rordorf R., "Il risarcimento del danno nell'azione di responsabilità contro gli amministratori", in Società, 1993, pag. 618.

rispetto all'illecito, risultino tuttavia espressione di rischi non specifici dell'illecito stesso, bensì generici. Per converso conseguenze definibili come mediate sotto il profilo della regolarità statistica, potranno considerarsi immediate e dirette qualora siano riconducibili all'evento dannoso. A tale soluzione perviene la giurisprudenza quando afferma che anche le conseguenze mediate e indirette possono essere risarcite se costituiscono effetti normali dell'inadempimento⁴⁹⁹.

Questi criteri e principi, relativi sia all'imputazione della responsabilità, che alla determinazione del quantum risarcibile, valgono sicuramente anche nel giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Tuttavia, in questa materia, la loro applicazione fa sorgere problemi seri in considerazione della fattispecie generatrice della responsabilità, la quale sovente è costituita non da un fatto strutturalmente semplice e ben definito, bensì da una sequenza di fatti, commissivi od omissivi, funzionalmente collegati alla realizzazione di un fine, fatti che, pur essendo singolarmente sanzionati da specifiche norme, solo nel loro complesso sono produttivi di effetti pregiudizievoli.

Il legislatore ha tentato anche qui di porre rimedio, dettando, con l'emanazione del Regolamento Congiunto Consob/Banca d'Italia, delle stringenti norme di Corporate Governance, al fine di delineare una struttura aziendale ben definita. Questa disciplina consente una più agevole imputazione delle responsabilità in ragione delle funzioni gestionali attribuite a ciascun soggetto aziendale⁵⁰⁰, ma anche una distribuzione più corretta ed effettiva delle stesse responsabilità tra le varie tipologie di amministratori, esecutivi e non, senza dover ricorrere al solo principio di responsabilità solidale previsto dall'art. 2392 c.c..

4 - CONCLUSIONI

La disciplina della responsabilità degli amministratori e degli altri organi societari degli intermediari bancari e finanziari è stata profondamente modificata con l'introduzione del Processo ICAAP di Risk Management all'interno delle nuove norme di Corporate Governance contenute nel Regolamento Congiunto Consob /Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, nonché nelle Circolari della Banca d'Italia n. 263 del 2006 e n. 216 del 1996, come aggiornata nel 2007.

 ⁴⁹⁹ Cfr. Cassazione, sentenza del 18 luglio 1987, n. 6325, e sentenza del 19 luglio 1982, n. 4236.
 500 Cfr. Rabitti M., Giuffrè, Milano, 2004, op.cit., pag. 210.

La pressante esigenza che ha spinto il legislatore ad intervenire in materia va rintracciata nella necessità di scongiurare il ripetersi degli eventi che hanno provocato la crisi del mercato, degli investimenti e del risparmio. Tra questi eventi vanno senza dubbio annoverate le decisioni mal ponderate e troppo rischiose adottate dal management di tanti istituti di credito ed intermediari finanziari, che, trascurando gli obiettivi dettati dalla normativa di settore, quali la sana e prudente gestione, nonché la stabilità economica, hanno avallato e supportato le sconsiderate scelte imprenditoriali di multinazionali, quali Parmalat e Cirio.

Nella ricerca, dunque, di uno strumento che fosse in grado di veicolare ed indirizzare le scelte manageriali verso il perseguimento non più solo delle massime performance aziendali, ma soprattutto degli scopi legislativi di tutela del mercato e degli stakeholder, la scelta legislativa è caduta sull'Enterprise Risk Management.

Questo approccio metodologico ed organizzativo, che nasce in ambito aziendale, viene adottato dalla normativa del settore bancario e finanziario per guidare i vertici societari verso scelte consapevoli e ben ponderate in grado di perseguire una sana e prudente gestione e garantire la stabilità economica così del singolo operatore, come dell'intero settore di riferimento.

Il processo ICAAP, quale strumento legislativo di Enterprise Risk Management, si inserisce nel quadro normativo del diritto societario dettato dal Codice Civile, affrontando il problema del criterio di "diligenza" che deve informare la gestione degli amministratori dell'intermediario ex art. 2392 c.c., così come l'operatività dello stesso intermediario sul mercato dei prodotti finanziari ex artt. 94 e 21 del TUF.

Se in generale i profili di imputabilità della responsabilità degli amministratori di società non sono in modo chiaro specificati dalla disciplina codicistica, nel settore bancario e finanziario il legislatore è intervenuto con la normativa di settore, obbligando gli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo a strutturare un processo di Enterprise Risk Management per esser in grado di assumere decisioni informate, consapevoli e ben ponderate.

I riflessi del processo ICAAP sulla normativa codicistica e nella fase giurisdizionali sono parimenti importanti. Se in passato il criterio della "diligenza" specifica sia degli amministratori ex art. 2392 c.c. che degli intermediari ex artt. 94 e 21 del TUF era in balia della discrezionale valutazione delle corti, oggi nel settore bancario e

finanziario sia l'intermediario quale società, che i singoli amministratori possono fornire un pesante "indizio" al fine di assolvere lo specifico onere della prova di aver tenuto un comportamento diligente, facendo riferimento, nel caso concreto, alla funzione aziendale, predisposta dalla normativa, di Enterprise Risk Management.

Questo, rispetto anche al recente passato, permetterà anche un indubbio risparmio nella fase processuale, sia in termini di durata che di articolazione della fase probatoria, potendo esentare il giudice da una valutazione ex post della responsabilità degli amministratori.

L'introduzione nella fase processuale dello strumento di Risk Management, come dimostrato nel corso del presente lavoro, permetterà a tutte le categorie di stake-holder di far riferimento ad un preciso e concreto criterio di "diligenza" in base al quale valutare l'operato degli amministratori all'interno della struttura aziendale, nonché dell'intermediario sul mercato.

Gli amministratori sono, peraltro, avvantaggiati dall'introduzione del processo ICAAP, non solo in quanto così dispongono di un valido e strutturato supporto decisionale, ma soprattutto perché, avendo adottato decisioni conformi alla corretta valutazione di Enterprise Risk Management normativo, in sede processuale potranno avvalersi di un nuovo mezzo di prova per assolvere l'onere della prova di cui sono gravati al fine di escludere le proprie responsabilità da negligenza gestionale.

In particolare il vantaggio più importante per il management sarà quello di potersi così più agevolmente sottrarre a condanne per responsabilità ex art. 2392 basate su una discrezionale valutazione ex post effettuata dalla corte, costretta a colmare con i propri limitati e spesso inappropriati mezzi il vuoto normativo. Così facendo, peraltro, il legislatore evita che la giurisdizione possa influenzare e frenare le scelte manageriali, soggette in passato ai mutevoli orientamenti delle corti.

In conclusione tanto l'introduzione dell'art. 100bis del TUF, quanto l'introduzione del Risk Management nella disciplina del settore bancario e finanziario rispondono alla comune esigenza di scongiurare il riproporsi delle cause che hanno portato alla recente crisi del mercato e degli investimenti. La scelta d'intervento adottata dal legislatore non appare invero volta a creare microsistemi normativi paralleli ed autonomi rispetto alla disciplina codicistica. Le nuove norme non solo tengono a precipuo riferimento il quadro legislativo strutturato dal Codice Civile, ma ne

adattano anche gli istituti e ne colmano le lacune al fine di realizzare gli specifici obiettivi perseguiti dalla disciplina del settore bancario e finanziario.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, "Percorso guidato per gli stress test e libreria degli scenari di stress macroeconomici", 26 febbraio 2010;
- Alpa G., "Una nozione pericolosa: il c.d. "contratto di investimento", in I valori mobiliari, a cura di Alpa G., Padova, 1991;
- Amato P., "La responsabilità da prospetto informativo", in Magistra, Banca e Finanza www.magistra.it ISSN: 2039-7410, 2 luglio 2001;
- Anaclerio M., Miglietta A., Squaiella S., "Internal Auditing. Dalla teoria alla pratica", IPSOA 2007;
- Annunziata F., "Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni", in Banca, borsa e titoli di credito, 1994, I;
- Annunziata F., "La disciplina del mercato mobiliare", Giappichelli, Torino, 2008;
- Associazione Italiana Internal Auditors PriceWaterHouseCoopers (a cura di), "La gestione del rischio aziendale. ERM - Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Milano, 2006;
- Assonime, Circolare n. 10/2001, "La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime", in Riv. Soc. 2001;
- Assonime, "La nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell'Assonime", in Circolare n. 12/06, in Riv. Soc., 2006;
- Banca d'Italia, "La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese", in Relazione annuale 2007, fonte www.bancaditalia.it;
- Barlow D., "The Evolution of Risk Manager", in Risk Management, in "Risk Management", April 1993, No. 4;
- Beretta S., "Valutazione dei rischi e controllo interno", Università Bocconi, 2004;
- Bernstein Peter L., "Più forti degli dei. La straordinaria storia del rischio", Il Sole 24 Ore, Milano, 2002;
- Bertini U., "Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale", Pisa, 1969
 e Giuffrè, Milano, 1987;

- Bertolini A., "Negoziazione degli strumenti finanziari in grey market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento", in Responsabilità civile e Previdenza, n. 10, 2008;
- Bettinelli C., "Il sistema di controllo per la creazione di valore nelle imprese" in Amm. & fin., n. 13/2007;
- Bianca C.M., "Diritto civile", 3, Il contratto, Milano, 1984;
- Bonelli F., "La responsabilità degli amministratori", in Trattato delle società per azioni, 4, Torino, 1991;
- Bonelli F., "La responsabilità degli amministratori di S.p.A.", in Giur. Comm., 2004, I;
- Borghesi A., "La gestione dei rischi di azienda", Padova, 1985;
- Borgioli A., "I direttori generali di società per azioni", Milano, Giuffrè, 1975;
- Borgioli A., "L'amministrazione delegata", Firenze, Nardini, 1982;
- Borgioli A., "La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare", in Riv. soc., 1983;
- Bozzolan S., "Risk Management e misure di performance", in Finanza, Marketing e Controllo, n° 1, 2008;
- Bruno S., "La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico", in Banca e borsa, 2009, I;
- Bruno S., "sub. art. 2380-bis", in AA.VV., Codice commentato delle s.p.a., diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, t. II, Torino, Utet, 2007;
- Buonocore V., "Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile", in Giur. comm., 2006, I;
- Cantino V., "Corporate Governance, misurazione della performance e compliance del sistema di controllo interno", Giuffrè, Milano, 2007;
- Capriglione F., "L'ordinamento finanziario italiano", Wolters Kluwer Italia, 2010;
- Caramazza G., nota a Trib. di Milano, Sentenza dell'11 gennaio 1998, in Società, 1998, 6;
- Carbone S.M., "Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere", in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I;
- Carbonetti F., "I contratti di intermediazione mobiliare", Milano, 1992;

- Carozzi A.M., "Commento all'art. 11 della Legge n. 262/2005, in materia di «circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e obblighi informativi», in www.archivioceradi.luiss.it;
- Cera M., Presti G., "Commentario breve al Documento di Banca d'Italia "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", in AGE, n. 2/07;
- Cesarini F., "L'intermediazione nel mercato delle nuove emissioni", in A.A.V.V., Il mercato mobiliare, Atti del Convegno di Venezia, Milano, 1982;
- Ciancanelli P., Reyes Gonzalez J.A., "Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework, Paper" presentato alla "EFM Association Conference", Atene, 2000;
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSO), "Enterprise Risk Management – Integrated Framework. Executive Summary", Settembre, 2004;
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission Report (CoSO), "La gestione del rischio aziendale, ERM Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Il Sole 24ore, Milano, 2006;
- CONSOB, "Documento di consultazione" del 12 maggio 2006, in www.consob.it;
- Conti V., "Dialettica tra Autorità e stakeholders nei controlli", intervento al Convegno Dexia Crediop di Roma del 6 giugno 2008;
- Copeland T., Kotter T., Murrin J., "Il valore dell'impresa", Il sole 24 Ore;
- Coppa D., "La responsabilità da prospetto", in Commentario al testo Unico della intermediazione finanziaria, Rabitti-Bedogni (a cura di), estratto per gli studenti, Milano, 1999;
- Corsi, "Le nuove società di capitali", Milano, 2003;
- Corvino G.P., "Risk Management strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri dell'impresa", a cura di Forestieri G., Cerap, Egea, Milano, 1996;
- Costi R., "Governo delle banche e potere normativo della Banca d'Italia", in Costi,
 R. Vella, F., "Banche, governo societario e funzioni di vigilanza", in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia n. 62, settembre 2008;
- Costi R., "Il mercato mobiliare", Giappichelli, Torino, 2008;
- Costi R., "L'ordinamento bancario", Bologna, 2007

- Crockford, G.N., "An Introduction to Risk Management (2nd ed.)". Woodhead-Faulkner, 1986;
- Cugnasco R., "L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D. Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto", in Le Società, n. 7, 2008;
- D'Amico G., "La responsabilità precontrattuale", in Trattato del Contratto, a cura di Roppo V., Giuffrè, Milano, Vol. V, t. 2, 2006, pag. 1003;
- D'Angelo, F. "I sindaci delle società bancarie nel quadro dei controlli interni", in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2000;
- D'Onza Giuseppe, "Il sistema di controllo interno nella prospettiva del Risk Management", Giuffrè, Milano, 2008;
- Damodaran A., "Finanza Aziendale" II ed., a cura di Ferri. F., Apogeo, 2007;
- De Loach J.W., "Enterprise-Wide Risk Management", Financial Times, Prentice Hall, London, 2000;
- Dellarosa E., Razzante R., "Il nuovo sistema dei controlli interni della banca", in Banca e Nuove Competenze, Franco Angeli, Milano, 2010;
- Di Brina L., "La rivendita dei prodotti finanziari", in "La tutela del risparmio nell'ordinamento finanziario", a cura di De Angelis-Rondinone, Torino, 2008;
- Dickinson G., "Enterprise Risk Management: its origins and conceptual foundation", The Geneva Papers on Risk and Insurance, 2001;
- Dickson G.C.A., "Education in Risk Management", in "The Geneva Papers on Risk and Insurance", 1992;
- Dittmeier C., "Internal Auditing", Egea, Milano, 2007;
- Durante F., "Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori", in Orientamenti di diritto, collana a cura di Ciro Riviezzo, Giuffrè, 2009;
- Fayol Henri, "Administration industrielle et generale; prévoyance, organisation, commandement, coordination, controle", H. Dunod et E. Pinat, Parigi, 1916;
- Ferrarini G., "La responsabilità da prospetto", in Quaderni di giurisprudenza commerciale, n. 78, Milano, 1986;
- Ferrero G., "Impresa e Management", Milano, Giuffrè, 1987;
- Ferrero G., "Istituzioni di economia d'azienda", Giuffrè, Milano, 1968;
- Floreani A., "Introduzione al Risk Management. Un approccio integrato alla gestione dei rischi aziendali", RCS Libri, 2005;

- Franza E., "I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico", in Contratti, 2009;
- Galgano F., "I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario", in Contratto e impresa, 2005;
- Gandini G., "Internal audit e gestione dei rischi nel governo aziendale", Milano, 2004;
- Giannelli A., "Commento sub art. 2412", in Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti Bianchi Ghezzi Notari, Milano, 2006;
- Giorgianni M., "L'obbligazione. La parte generale delle obbligazioni", Vol. I, Giuffrè, 1968;
- Giorgino M., Travaglini F., "Il Risk Management nelle imprese italiane. Come progettare e costruire sistemi e soluzioni per la gestione dei rischi d'impresa" Il Sole 24 Ore, Milano, 2008;
- Girino E., "I mercati finanziari fra abusi e tutele", in Amministrazione & Finanza, Ipsoa, 2006;
- Golinelli G.M., "L'approccio sistemico al governo dell'impresa", vol. II, Padova, 2000;
- Greco F., "La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob", in www.ilcaso.it;
- Greco G.L., "La vendita dei corporate bond tra giurisprudenza e riforma del risparmio", in "Dir. banca e mercati fin.", 2006;
- Guernelli M., "L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali", in Giur. comm., 2009, I;
- Guizzi G., "Mercato finanziario", in Enciclopedia del diritto, V aggiornamento, Milano, 2001;
- Inzitari B., Piccinini V., "La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari", Padova, 2008;
- Inzitari B., "Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare", in L'intermediazione mobiliare, a cura di Mazzamuto e Terranova, Napoli, 1993;
- KPMG Advisory (a cura di), "L'Enterprise Risk Management in Italia", www.kpmg.com, 2010;

- LaManna Di Salvo D., "L'influenza del fattore rischio nella gestione aziendale", UNI Service, Trento, 2004;
- Laviola S., "Il controllo dei rischi: le prove di stress", intervento nell'ambito del seminario dell'Associazione ASSB "Banche, mercati finanziari e imprese: il sentiero dello sviluppo e della competitività" S. Marco Perugia, 18 marzo 2005;
- Mancini A.M., "La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso", in Rass. dir. civ., 2007;
- Mantovani M., "Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio", Giappichelli, 1995;
- Marano G., "La Governance del le banche tra disciplina civilistica e di vigilanza, in
 "Le nuove s.p.a.", Cap. XXIV, Le Società bancarie, Sez. IV, Par. 1, opera diretta da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010;
- Marcowitz H., "Portfolio Selection" in The Journal of Finance, vol. VII, n.1, 1952;
- Mengoni L., "Sulla natura della responsabilità precontrattuale", in Rivista di Diritto
 Commerciale, 1956, II;
- Minevrini G., "Gli amministratori di società per azioni", Milano, Giuffrè, 1956;
- Misani N., "Introduzione al risk management", Egea, 1994;
- Moeller R.R., "COSO enterprise risk management: understanding the new integrated ERM framework", John Wiley and Sons, 2007;
- Montalenti P., "La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata", in Giur. comm., 2005, I;
- Morandi P., "Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili", in Obbl. Contr., 2009;
- Mosco G.D., "sub art. 2380-bis", in AA.VV., Società di capitali. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, cit., vol. II;
- Motti, "I mercati regolamentati di strumenti finanziari", in Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Patroni Griffi-Sandulli-Santoro (a cura di), Torino, 1999;
- Nocco B.W. Stulz R.M., "Enterprise Risk Management: Theory and Practice",
 2006;
- Nuzzo M., "art. 36, Nullità di protezione", in "Codice del consumo. Commentario",
 a cura di G. Alpa e L. Rossi Carleo, Napoli, 2005;

- O'Donnell E., "Enterprise risk management: A systems-thinking framework for the event identification phase", International Journal of Accounting Information Systems, 7, 2005;
- Onado M., "Banca e sistema finanziario", Bologna, 1982;
- Pagnoni E., "Negoziazione e collocamento "riservato" come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari", in Società, 2005;
- Palmieri M., "I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni", in Giur. Comm., 2006, I;
- Passagnoli G., "La frode alla legge", in Trattato del contratto, II, Regolamento, Vettori (a cura di), Milano, 2006;
- Perrone A., "Informazione al mercato e tutele dell'investitore", Giuffrè, Milano, 2003;
- Pescatore S., "Amministrazione e controllo", in AA.VV., "Istituzioni di diritto commerciale", a cura di V. Buonocore, 7a ed., Torino, Giappichelli, 2007;
- Picardi L., "Vendita alla clientela privata di eurobbligazioni collocate presso investitori professionali", in Giur. Comm., 2006, II;
- Pinto V., "La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti",
 in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto
 da Abbadessa-Portale, 2006, 2;
- Pisani Massamormile A., "Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari", in Banca, borsa e titoli di credito, 2005, I;
- Prandi P., "Risk Management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa" Editore Franco Angeli, 2010;
- Presti G., "Società del settore finanziario e collegio sindacale: un puzzle normativo per un'identità sfuggente" in "Collegio sindacale e sistema dei controlli interni nel diritto societario comune e speciale", Milano, 2002;
- Pricewaterhouse-Coopers, "La gestione del rischio aziendale ERM Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative", Il Sole 24 Ore, Milano, 2006;
- Rabitti M, "Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori", Giuffrè,
 Milano, 2004;
- Revell J., "Verso una teoria microeconomica delle istituzioni finanziarie", in Bancaria, n. 10/1980;

- Righini E., "Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore", in Giur. comm., 2009, II;
- Rigotti M., "Commento sub. art. 2403", in Ghezzi F., (a cura di) "Collegio sindacale e controllo contabile", in Commentario alla riforma delle società diretto da Marchetti P. Bianchi L.A. Ghezzi F. Notari M., Milano, 2005;
- Roppo V., "La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza "Rordorf", in Danno e Responsabilità, 2008;
- Rordorf R., "Il risarcimento del danno nell'azione di responsabilità contro gli amministratori", in Società, 1993;
- Rordorf R. "sub art. 2380-bis", in La giurisprudenza sul codice civile coordinata con la dottrina, diretta da C. Ruperto, libro V, del lavoro, t. IV, art. 2247-2461, a cura di G. Marziale e R. Rordof, Milano, Giuffrè, 2005;
- Rossi G., "La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa", in Riv. Soc., 2006;
- Sacco R., "Il contratto", in Tratt. Dir. civ. it. diretto da Vassalli F., Torino, 1975;
- Sacco R., in Sacco R. e De Nova G., "Il contratto", IIIa ed., Vol. II, Utet, Torino, 2004;
- Salanitro N., "Società per azioni e mercati finanziari", Milano, 2008;
- Sandulli M., "sub art. 2380-bis", in AA.VV., La riforma delle società.
 Commentario del D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro,
 Torino, Giappichelli, 2003,
- Sangiovanni V., "Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100bis Tuf", in Le Società, 2006 ed in Giurisprudenza Italiana, 2008;
- Sangiovanni V., "Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario", in Le Società, 2007;
- Sangiovanni V., "La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 Testo Unico Finanziario", in Magistra, Banca e Finanza - <u>www.magistra.it</u> - ISSN: 2039-7410, 12 maggio 2010;
- Sassi S., "Il sistema dei rischi d'impresa", Milano, 1940;
- Schlesinger P., "L" ingiustizia" del danno nell'illecito civile", in Jus, 1960;

- Scimemi E., "La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds", in Giur. Comm. 2004, II;
- Scognamiglio G., "Contratti in generale", in Tratt. Grosso Santoro Passerelli, Milano, 1972;
- Scognamiglio G., "Gli assetti organizzativi degli intermediari fin-anziari", in "La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi Regole di Condotta Consulenza in materia di investi-mento). Un confronto tra economisti e giuristi", a cura di De Mari M., Padova, 2009;
- Scorza, "I consorzi bancari di collocamento titoli", in Portale (a cura di), "Le operazioni bancarie", II, Milano, 1978;
- Selleri L., "L'impresa ed il rischio. Introduzione all'Enterprise risk management", ISU Università Cattolica, Milano 2006;
- Serraino G., "Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario", in Dir. prat. soc., 2009, fasc. 3;
- Settembrino F., "Risk management in enterprise: a systemic approach", 1994;
- Simons R. "Sistemi di controllo e misure di performance", a cura di Franco Amigoni, Egea, Milano, 2007;
- Tarallo P., "La gestione integrata dei rischi puri e speculativi (a cura di)", Franco Angeli, Milano, 2000;
- Toffoletto A., "Amministrazione e controlli", in AA. Vv., Diritto delle società. Manuale breve, 2a ed., Milano, Giuffrè, 2005;
- Trabucchi A., "Il dolo nella teoria dei vizi del volere", Padova, 1937;
- Troina G., "Lezioni di economia aziendale", Roma, 1999;
- Trotta C., "Integrated Risk Management: opportunità e vantaggi", in Quaderni di Management n. 28 luglio/agosto 2007;
- Urciuoli V., Crenca G., "Risk management: strategie e processi decisionali nella gestione dei rischi puri d'impresa", Rovereto, ISBA, 1989;
- Vaughan Emmet J., "Fundamentals of Risk and Insurance", J. Wiley, New York, 1992;
- Vella F., "Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione", in Costi, R. Vella, F., "Banche, governo societario e

funzioni di vigilanza", in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia n. 62, settembre 2008;

- Ventoruzzo M., "La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole", Milano, 2003;
- Viglione R., "Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio", in Leggi civ. comm., 2008;
- Viglione R., "La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100-bis T.U.F.", in Studium Iuris, n. 7-8/2007;
- Visintini G., "La reticenza nella formazione dei contratti", Cedam, Padova, 1972.