



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI SALERNO

Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche

**DOTTORATO DI RICERCA IN “ANALISI ECONOMICA, GIURIDICA E
STATISTICA DELLE POLITICHE, DEI MERCATI E DELLE IMPRESE.
CURRICULUM DIRITTO E MERCATO GLOBALE”**

XXIX CICLO

TESI di DOTTORATO
in
DIRITTO PRIVATO

*L'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari. Il ruolo delle
Autorità di vigilanza*

Dott. Marina Orilia

Tutor
**Chiar.mo Prof.
Emanuele Indraccolo**

Coordinatore
**Chiar.mo Prof.
Sergio Pietro Destefanis**

a.a. 2016/2017

Indice

Introduzione	VI
Abstract	XIII
I. L'autonomia contrattuale e l'integrazione del contratto. Tipicità, atipicità e moltiplicazione delle fonti	15
1. L'autonomia contrattuale nel diritto primario italo-europeo	15
1.1. Autonomia contrattuale e Costituzione	16
1.1.1. (<i>Segue</i>) Garanzia costituzionale dell'autonomia contrattuale e autorità indipendenti	24
1.2. L'autonomia contrattuale, il principio di sussidiarietà orizzontale e la tutela del risparmio nel diritto primario europeo	28
1.3. Le tecniche di intervento sull'autonomia contrattuale (<i>Rinvio</i>)	34
1.4. L'autonomia contrattuale nelle fonti secondarie	35
1.4.1. L'integrazione legale	38
1.4.2. La nullità, l'inserzione e la sostituzione automatica di clausole. Il diritto derivato europeo e gli atti amministrativi nella prospettiva dell'integrazione legale	43
1.4.3. Gli usi integrativi. Le condizioni generali di contratto e la circolarità del processo di formazione degli usi contrattuali e degli usi normativi. L'autonomia contro se stessa	45
1.4.4. (<i>Segue</i>) L'obiettivizzazione del contratto. Interpretazione e integrazione	51
1.4.5. (<i>Segue</i>) L'equità	59
2. La moltiplicazione delle fonti di integrazione del contratto: l'autonomia contrattuale tra <i>soft law</i> e autoregolazione	61
2.1. Atipicità e <i>soft law</i>	63

2.2.	Le cdd. fonti private e la <i>lex mercatoria</i> : usi contrattuali, autoregolazione e <i>private standard setters</i> . L'eteroregolamentazione riflessa	73
II.	La vigilanza sui mercati finanziari. Attori ufficiali, autorità di fatto e poteri di conformazione dell'autonomia privata	80
1.	Un ordinamento settoriale? Eteroregolamentazione "diretta" ed eteroregolamentazione "riflessa" nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico	80
1.1.	Il concetto di regolazione economica europea e il coordinamento delle competenze trasversali	86
2.	La regolazione finalistica dei mercati finanziari. La concorrenza	93
2.1.	(<i>Segue</i>) Gli obiettivi ulteriori della vigilanza. Introduzione al livello istituzionale interno della <i>governance</i>	100
3.	La struttura della vigilanza sui mercati finanziari. Il livello istituzionale interno	103
3.1.	L'intervento sull'autonomia privata (I)	108
3.2.	(<i>Segue</i>) Le decisioni e l'attività paragiurisdizionale delle autorità di vigilanza: dal particolare al generale	111
4.	Il livello istituzionale esterno	115
4.1.	(<i>Segue</i>) L'Unione Bancaria	120
4.2.	L'intervento sull'autonomia privata (II)	120
4.3.	Il coordinamento con il livello istituzionale interno	126
5.	Il livello globale	127
5.1.	L'indirizzo politico globale e gli <i>standard enforcers</i>	131
5.2.	I <i>supervisory networks</i> e gli <i>standard setters</i>	133
6.	I regolatori privati e l'eteroregolamentazione riflessa dei contratti tra <i>pares</i>	136

6.1.	Le agenzie di <i>rating</i> e il contratto	138
6.1.1.	La dimensione regolatoria del <i>rating</i>	144
6.1.2.	Agenzie di <i>rating</i> e <i>private standard-setting</i>	150
6.1.3.	I <i>rating triggers</i> e il contratto. Proposte di inquadramento sistematico e criticità (<i>Rinvio</i>)	152
III.	La tutela delle situazioni giuridiche soggettive nella prospettiva del «giusto rimedio»	164
1.	Il sindacato giurisdizionale e i rimedi giustiziali applicabili agli atti delle autorità di vigilanza	165
1.1.	(<i>Segue</i>) I rimedi giustiziali	170
1.2.	Il controllo sui provvedimenti sanzionatori adottati dalle autorità di vigilanza: tra giudice amministrativo e giudice ordinario	171
2.	La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari	173
2.1.	La colpa delle autorità di vigilanza e l'articolo 26, comma 6- <i>bis</i> , l. n. 262 del 2005, nella sua attuale formulazione. L'esenzione della responsabilità per colpa lieve tra vuoti di tutela e peculiarità del settore	177
2.2.	(<i>Segue</i>) Il riparto di giurisdizione e le azioni risarcitorie nei confronti delle autorità indipendenti	183
3.	La responsabilità delle agenzie di <i>rating</i> in veste di autorità di fatto. Premessa metodologica	184
3.1.	(<i>Segue</i>) La disciplina europea e il ruolo delle agenzie di <i>rating</i> nella prospettiva dell'eteroregolamentazione riflessa del contratto	186
3.2.	La fattispecie nel diritto europeo e «le ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale», secondo l'art. 35- <i>bis</i> , par. 5, reg. CRA III	188
3.2.1.	La responsabilità civile delle agenzie di <i>rating</i> nell'esperienza italiana. La posizione dei	

contraenti in presenza di <i>rating triggers</i>	192
3.2.2. (<i>Segue</i>) L'elemento soggettivo e l'affidabilità dell'informazione economica. Responsabilità a confronto	194
3.3. La responsabilità da contatto sociale	198
3.3.1. (<i>Segue</i>) I <i>rating triggers</i>	201
3.4. Proposta di inquadramento delle forme di tutela concesse al contraente danneggiato dai giudizi di <i>rating</i>	202
Conclusioni	204
Bibliografia	218

Introduzione

L'autonomia contrattuale rappresenta una sfida per il giurista, e ciò non soltanto per il suo carattere singolare, trattandosi di libertà, ma anche di limite, appunto, autoimposto. Il concetto è, infatti, così elastico da risultare mortificato da un esame meramente monofocale e, dunque, richiede allo studioso un continuo confronto con la sua dimensione pratica. In presenza di determinati indicatori di pubblico interesse e specialmente in settori strategici, l'autonomia contrattuale conserva la sua matrice privatistica, ma la sua funzione si espande sino a diventare vero e proprio strumento pubblicistico di regolazione del mercato. In virtù di questo dinamismo, l'autonomia contrattuale si adatta all'interesse che prevale in concreto e non si snatura in ragione dell'eterogeneità degli autori della configurazione finale dell'atto in cui essa si risolve, a patto che siano rispettate le condizioni richieste dal diritto obiettivo. A tale proposito, la Carta costituzionale costituisce, senz'altro, tra le fonti di diritto primario, un passaggio obbligato nella ricostruzione del perimetro di legittimità dell'interazione del potere pubblico con la libertà privata e, quindi, dell'esame critico di ciò che è, in effetti, l'eteroregolamentazione del contratto. Tuttavia, la Costituzione non è che un tassello del mosaico normativo che "racconta" l'autonomia, specialmente in alcuni settori strategici del mercato globale, come si è anticipato. I mercati finanziari, in modo particolare, mettono a nudo l'insufficienza di un approccio aprioristico rispetto alle fonti di disciplina del contratto ed esemplificano tutta la complessità che il progresso tecnico, sia in ambito commerciale che in ambito istituzionale, chiede al giurista di inseguire e razionalizzare.

Prima di introdurre la struttura della presente ricerca, vale la pena chiarire le ragioni che giustificano la messa a fuoco di questa precisa area economica, nonché i motivi principali che suggeriscono di tenere in disparte, tra i tre segmenti nei quali si articolano tradizionalmente i mercati finanziari, il mercato assicurativo.

In principio viene l'interesse pubblico alla vigilanza. I mercati finanziari si caratterizzano per una struttura oligopolistica, che in aggiunta alla funzione svolta da (e all'interconnessione tra) operatori economici, determina una pericolosissima tendenza al contagio degli *shock* che sono avvertiti, in un primo momento, a livello locale e individuale, dalle singole imprese. Lo *shock*, infatti, si trasmette non soltanto da un'impresa all'altra, ma anche dal sistema-mercato alla cosa pubblica e colpisce, in questo modo, direttamente, anche la cittadinanza. Dei tre settori principali di cui si compongono i mercati finanziari, il

comparto creditizio e quello mobiliare sono maggiormente comunicanti tra loro, e ciò non dipende esclusivamente dalla mobilità della linea di confine tra le operazioni di raccolta del risparmio/concessione del credito e la fornitura dei diversi “servizi finanziari” offerti dagli altri intermediari, come prova l’inarrestabile accrescimento del sistema bancario ombra, negli ultimi anni. Un ruolo cruciale è giocato dalla stessa composizione del bilancio delle istituzioni creditizie, che comprende, tra le altre passività, non soltanto le somme depositate a titolo di conto corrente da parte del pubblico, ma anche un portafoglio di strumenti finanziari di varia natura: ne risulta che il sistema bancario è esposto ai medesimi rischi di mercato ai quali sono soggetti gli altri intermediari che sono parte degli stessi contratti rappresentati dagli strumenti finanziari. Inoltre, attraverso il meccanismo della determinazione dei tassi di interesse applicabili al mercato interbancario da parte della banca centrale, l’instabilità finanziaria si trasmette all’area della politica monetaria, impattando direttamente sull’economia degli Stati interessati. In risposta al cd. rischio sistemico sono intervenuti sia il legislatore nazionale che quello europeo, spinti dall’obiettivo comune di correggere i fallimenti di mercato, ma anche dall’intuizione di rispondere ai rischi generati dall’interconnessione economica con un sistema di vigilanza altrettanto interconnesso e capillare. Infatti, anche se della specialità dei mercati finanziari era già avvertito il costituente – come dimostra la particolare garanzia accordata alla tutela del risparmio dall’art. 47 Cost. – è stata l’ultima crisi e, in particolare, il suo strascico nel corso dei primi anni ’10 di questo secolo, a mettere in atto l’enorme potenziale dannoso dei fenomeni di contagio e l’indispensabilità di forme di intervento preventive, prima ancora che di omogenee procedure di gestione delle crisi. In assenza, si rischia di compromettere non soltanto la funzionalità della circolazione del capitale tra operatori economici, ragion d’essere dei mercati finanziari, ma anche i compiti fondamentali che lo Stato, secondo Costituzione, svolge nei confronti dei cittadini e, infine, le stesse legittime aspettative di questi ultimi, in veste di creditori di ricchezza e di servizi. Il risultato è piuttosto evidente: l’ambito nel quale si è evoluto in modo decisamente più rapido e completo il processo di integrazione europea è proprio quella della politica monetaria e finanziaria comune, che oggi vede la BCE titolare non soltanto della sovranità monetaria per i Paesi dell’Eurozona, ma anche di compiti di vigilanza prudenziale per il settore creditizio, a séguito dell’istituzione del Meccanismo di Vigilanza Unico, in seno all’Unione Bancaria. La regolazione è, poi, forse ancora più accentrata della supervisione, dal momento che le competenze dell’EBA travalicano i confini

della zona euro. Le ragioni dell'integrazione e del conseguente accentramento sono da ricercare, ancora una volta, nel grado di integrazione dei mercati e nella consapevolezza dei pericoli posti dall'attività finanziaria al "valore" della stabilità.

Quanto alla decisione di tenere fuori il comparto assicurativo, è necessario fornire alcuni chiarimenti. Fermo il rilievo economico e le onnipresenti problematiche tipiche dei mercati finanziari (asimmetria informativa, azzardo morale e selezione avversa), si osserva, in questo caso, un tendenziale contenimento del rischio di contagio entro i limiti soggettivi del contratto e un diverso approccio in termini di vigilanza, i cui obiettivi consistono principalmente nella tutela del contraente debole, piuttosto che nella conservazione dello stato di salute del sistema finanziario. Il minore rilievo sistemico del comparto assicurativo è controprovato dal mandato della Banca Centrale Europea, che, in qualità autorità di vigilanza prudenziale europea si esercita su «gli enti creditizi e le altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione», ai sensi dell'art. 127, comma 6, TFUE. Inoltre, anche il modello di vigilanza prescelto per questo settore si discosta, in ambito nazionale, dai caratteri comuni alla vigilanza bancaria e mobiliare: ad esempio, l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) è parzialmente integrato con la Banca d'Italia, e ciò a scapito dell'indipendenza complessiva dell'ente. Inoltre, all'IVASS non sono attribuite funzioni di risoluzione alternativa delle controversie (ADR), al contrario di quanto è dato osservare in relazione a Banca d'Italia e Consob. I due fattori appena richiamati, a livello macroscopico, non si allineano ai dati che la presente indagine presenta in relazione alle autorità competenti per gli altri settori, che si presentano compattamente conformi ad uno stesso modello, suggerendo come l'intervento dell'IVASS sul contratto possa considerarsi, già in principio, quantitativamente e qualitativamente diverso. Tanto premesso, per i più numerosi obiettivi che assume la vigilanza e, dunque, per la maggiore importanza relativa del fenomeno dell'eteroregolamentazione, la presente indagine è limitata al mercato creditizio (in via principale) e a quello degli strumenti finanziari.

Chiarito questo aspetto preliminare, è possibile riprendere le fila del discorso ed esplicitare le ragioni che inducono a considerare i mercati finanziari un osservatorio particolare rispetto al fenomeno dell'intervento eteronomo sul contratto.

Sul piano istituzionale, la lezione appresa dal passato recente, dunque, è consistita in un profondo *restyling* dei protagonisti e dei modi attraverso i quali l'interesse pubblico alla

stabilità dei mercati finanziari diviene un vero e proprio mandato, da affidare a mani esperte e distanti dal ciclo politico. Nella prospettiva dei modelli di *governance* prescelti, si osserva la conferma delle autorità indipendenti nel ruolo, assai versatile, di regolatori.

Il tema impegna la scienza giuridica da, ormai, quasi un trentennio e pone, soprattutto allo studioso continentale, numerosi interrogativi, che spaziano dalla compatibilità del modello della regolazione economica rispetto all'impianto costituzionale all'individuazione del punto di equilibrio tra poteri tecnici e investitura democratica, dal coordinamento tra i diversi livelli nei quali si articola la *governance* finanziaria italo-europea alla sostanza del potere esercitato e al problema della tutela a disposizione dei soggetti "deboli", all'interno e all'esterno del rapporto di vigilanza. In questi termini, si sprigiona il quesito di ricerca originale, che avvolge la tematica dell'esercizio della vigilanza finanziaria nella complessità dell'attuale riparto di competenze tra autorità istituzionali nazionali ed europee, *fora* internazionali (se non globali, nelle aspirazioni) e autorità "private", rispetto alle quali il requisito sostanziale della reputazione e quello morale della persuasione realizzano un'investitura in tutto e per tutto tecnocratica, che è anche il limite in concreto di questa dimensione particolare della sovranità.

L'interazione tra potere e libertà, tra regolamentazione e autonomia privata, mediata, nel panorama appena descritto, dallo strumento contrattuale, conduce lo studioso a verificare, prima di tutto, la convergenza degli interessi intorno alla protezione dei quali si costruisce il sistema normativo alla realtà del mercato e alle esigenze di vigilanza. L'insufficienza di un approccio formalistico al problema delle fonti di integrazione del contratto produce, a sua volta, una cascata di ulteriori quesiti, come la possibilità di catturare le peculiarità del settore economico in esame tra le maglie dell'ordinamento giuridico, oppure la reale consistenza degli obiettivi e dei modi (anche non convenzionali) della regolamentazione dei mercati e dei contratti, oppure l'aspetto finale della *governance* finanziaria, allargato ai soggetti e alle forze che influenzano l'aspetto concreto del regolamento contrattuale. Tutte queste direttrici si intersecano nel momento del controllo, che per completare il sistema deve essere, ancora una volta, calibrato sull'interesse che in concreto giustifica la revisione del provvedimento amministrativo ovvero il sindacato sul comportamento omissivo o commissivo dannoso delle autorità, pubbliche o private.

Al fine di illustrare in maniera quanto più esaustiva le problematiche scaturenti dalle

operazioni che, a vario titolo, realizzano l'eteroregolamentazione dei rapporti tra operatori finanziari, il presente studio si articola in tre blocchi tematici principali, sviluppati a partire dal livello di indagine piú tradizionale: la limitazione dell'autonomia contrattuale nel sistema italo-europeo, la funzione di vigilanza sui mercati finanziari e, infine, le forme di tutela riconosciute al contraente, una volta realizzatosi un intervento eteronomo.

Il primo capitolo affronta problematiche classiche in tema di eterointegrazione del contratto e si struttura in due paragrafi principali: dapprima si procede all'esame dello statuto dell'autonomia contrattuale nel diritto primario e secondario italo-europeo, dopodiché si analizzano le singole modalità attraverso le quali si realizza l'integrazione legale, avuto particolare riguardo alla collocazione degli atti emanati dalle autorità di vigilanza nel sistema delle fonti, descritto nella sua versione "standard". Un'analisi approfondita del reale impatto che assumono il ruolo dell'interprete, la "normalità sociale" e, quindi, gli usi, che sono elementi di integrazione formalmente sussidiari nella costruzione del regolamento contrattuale, fa da *trait d'union* con i temi affrontati nel paragrafo conclusivo del capitolo, dedicato alla progressiva moltiplicazione dei centri di produzione delle fonti di regolamentazione del contratto e all'introduzione del concetto di "integrazione riflessa", secondo il quale il contratto è, ad un tempo, input e output del mercato. Per l'effetto, si anticipa la problematica dell'input delle autorità private, che realizzano, in alcuni casi, funzioni analoghe o contigue a quelle delle autorità di vigilanza (ufficiali).

Il secondo capitolo si struttura in quattro aree tematiche principali, dedicate, rispettivamente, alla discussione (e confutazione) del carattere settoriale dell'"ordinamento" bancario, alla *ratio* e ai caratteri della regolazione economica europea, all'architettura della vigilanza e, infine, al ruolo, tra le autorità di fatto, delle agenzie di *rating*. La prospettiva prescelta si propone di valutare l'adeguatezza della realtà amministrativa e regolamentare a fronte delle peculiarità economico-strutturali dei mercati finanziari. In particolare, una volta evidenziata l'integrazione del livello nazionale nel livello europeo e in quello globale della vigilanza di settore, e discussi i modi attraverso i quali è possibile ricondurre all'ordine giuridico i fenomeni, rispetto ad esso, apparentemente eccentrici, si procede all'esame critico dei diversi meccanismi attraverso i quali si realizza l'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari. Tra questi, è possibile distinguere la tecnica della normazione generale e astratta da quella dell'intervento puntuale, che consiste nell'esercizio di poteri para-

giurisdizionali e sanzionatori da parte delle autorità competenti. Quest'ultima modalità di intervento, pur nascendo nell'alveo di un procedimento limitato dal punto di vista soggettivo ed effettuale, presenta una vocazione para-normativa esuberante rispetto all'ambito funzionale ad essa formalmente riconosciuto.

Una volta esaminate le diverse forme che assume l'intervento eteronomo operato dalle autorità di vigilanza, ci si sofferma sulle funzioni sostanzialmente regolatorie esercitate dalle agenzie di *rating*, che, nonostante le performance negative durante l'ultima grande crisi finanziaria, non sembrano perdere credibilità sul mercato né il ruolo sussidiario assegnato loro dal legislatore – si pensi alla recente proposta di revisione della normativa europea in materia di requisiti minimi di capitale da parte della Commissione Europea (datata 23 novembre 2016), che tende ad adeguare il pacchetto normativo CRD/CRR IV al rinnovato favore per il *rating* esterno che attualmente caratterizza l'indirizzo del Comitato di Basilea rispetto alla ponderazione di determinate classi di passività degli istituti di credito. Tornando alla prospettiva del contratto, viene in rilievo, per i fini della presente indagine, l'eterointegrazione riflessa derivante dall'azione delle agenzie in veste di *private standard setters*: volta isolati profili di interesse e nodi problematici, si tenta di elaborare una costruzione giuridica coerente con le direttrici ricavabili dal diritto primario e dalla concertazione politica globale, entro la quale sia possibile collocare i principali prodotti dell'attività di *private standard setting*: gli *outlooks* e i *rating triggers*.

Il terzo capitolo completa l'esame delle problematiche rientranti nel tema dell'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari con lo studio critico degli strumenti di tutela di cui può avvalersi il singolo che abbia subito un'illegitimità, oppure ingiusta, ingerenza del potere delle autorità nella propria sfera di autonomia. Il sistema rimediabile è esaminato in ragione della natura pubblica ovvero privata dell'autorità sindacata, nonché del *petitum* sostanziale dell'azione promossa dal privato. A tale proposito, il lavoro è organizzato in tre sezioni principali: la prima è dedicata al controllo giurisdizionale e giustiziale amministrativo sulla legittimità degli atti prodotti dalle autorità di vigilanza finanziaria; la seconda, alla materia della responsabilità extracontrattuale delle stesse autorità, avuto particolare riguardo al profilo soggettivo della colpa; la terza, infine, alla responsabilità, tra le autorità di fatto, delle agenzie di *rating*, in relazione agli effetti dell'attività di *private standard setting* nei confronti degli emittenti (attraverso l'emaneazione di *unsolicited ratings* e

outlooks) e ai profili di eterointegrazione riflessa riscontrabili nell'utilizzo di *rating triggers* nei singoli contratti, esaminati nei capitoli precedenti. Si propone un sistema capillare di tutela, che, attraverso la valorizzazione dei diversi titoli di responsabilità – noti al livello interno dell'ordinamento e compatibili con quello sovranazionale – contrasti la persistenza (o l'insorgenza) di aree di immunità.

Abstract

La tesi esplora il tema dell'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari nella triplice prospettiva del sistema delle fonti di integrazione del regolamento contrattuale, delle modalità attraverso le quali le autorità competenti possono intervenire sul contratto e, infine, delle forme di tutela ammesse (e ammissibili) a fronte dell'esercizio illegittimo ovvero ingiusto dei poteri di vigilanza. La prospettiva funzionale adottata consente di includere nel fenomeno anche l'attività condotta da particolari organismi privati, i quali, in virtù di una posizione privilegiata sul mercato, hanno il potere di influenzare la contrattazione degli altri *pars*. Da ciò discende un'inedita sistematica delle fonti di eteroregolamentazione del contratto, dei protagonisti e del controllo sull'esercizio della funzione di vigilanza.

The present study analyses the role performed by supervisory and *de facto* authorities in supplementing banking and financial contracts, by functionally investigating not only the different sources that contribute to the building up of the final contract, but also the architecture of domestic, European and global financial supervision. Particular attention is paid to those influential market players having the power to affect the content of contracts set up by third parties, whose authority poses further challenges in terms of legal qualification. Therefore, this study proposes a renewed approach to the set of remedies available to individuals, when challenging the exercise of official and *de facto* supervisory powers.

I. L'autonomia contrattuale e l'integrazione del contratto. Tipicità, atipicità e moltiplicazione delle fonti

1. *L'autonomia contrattuale nel diritto primario italo-europeo*

La consistenza dell'autonomia contrattuale e il suo grado di resistenza alle sollecitazioni provenienti dalle dinamiche giuridico-economiche degli scambi costituiscono il punto di partenza della riflessione intorno al problema dell'eterointegrazione del contratto nel settore dei contratti bancari e finanziari¹.

L'autonomia contrattuale può essere definita come una particolare libertà, della quale dispone l'individuo sul piano pratico delle relazioni sociali: la libertà di vincolarsi al rispetto del regolamento di interessi risultante dal contratto, concorrendo alla posizione dei suoi stessi termini, termini che possono corrispondere o meno a un tipo legale². La connaturalità dei limiti imposti dalla legge alla libertà in esame, come può cogliersi già dalla lettera dell'art 1322 c.c., da un lato, e la varietà di forme e di formule che detti limiti assumono nella legislazione e nella prassi, dall'altro, hanno da sempre impegnato la dottrina a indagare il rilievo che assume l'autonomia contrattuale nell'ordinamento e, in prima battuta, nel tessuto costituzionale³. L'attuale configurazione dell'ordinamento giuridico – unitario ma complesso, in ragione delle interazioni tra centri di potere e fonti di produzione appartenenti a livelli diversi – ha reso imprescindibile, tuttavia, specialmente negli ultimi anni, un esame esteso quantomeno anche al diritto primario europeo; non si può, altrimenti, cogliere la fisionomia giuridica dell'autonomia privata, né tutto lo spettro delle concrete modalità attraverso le quali essa, legittimamente, può essere limitata⁴.

¹ F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, in *Tratt. dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2008, p. 10.

² R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Comm. c.c. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1970, pp. 26 ss.; C.M. BIANCA, *Il contratto*, III, in C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 2^a ed., Milano, 2000, p. 30 ss.; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, in R. SACCO E G. DE NOVA, *Il contratto*, I, 3^a ed., in *Tratt. dir. civ. Sacco*, Torino, 2004, p. 17; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, 3^a ed., Napoli, 2006, p. 325;

³ R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 28; M. ORLANDI, *Appunti sull'eteronomia contrattuale*, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, a cura di V. Scalisi, Milano, 2004, p. 1092.

⁴ P. PERLINGIERI, *Relazione conclusiva*, in AA. VV., *Il diritto privato regionale nella prospettiva europea. Atti del Convegno internazionale, Macerata 30 settembre-1 ottobre 2005*, a cura di E. Calzolaio, Milano, 2006, p. 328 s.; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 200 ss.

1.1. *Autonomia contrattuale e Costituzione*

La mancanza di un riferimento espresso all'autonomia contrattuale nella Costituzione del '48, combinata alla circostanza che l'istituto fosse necessariamente già noto al legislatore del '42, come prova la rubrica dell'art. 1322 c.c., ha contribuito a rafforzare le posizioni degli autori che, nel tempo, hanno affermato che essa possa, sí, essere compresa tra le situazioni giuridiche soggettive garantite dalla Carta, ma soltanto indirettamente, in funzione del ruolo strumentale che assume rispetto all'esplicazione dei diritti e delle libertà fondamentali, delle libertà economiche e, in particolare, dell'iniziativa economica privata. Espresso, sarebbe, infatti, soltanto il frequente riferimento alle sue limitazioni operative, disposte, nelle coordinate fondamentali, dalla legge ordinaria⁵. Il dato offerto dal diritto positivo rende *ictu oculi* meno plausibili le tesi che, al contrario, si fondano su un autonomo rilievo dell'autonomia contrattuale nel sistema costituzionale o che, addirittura la inseriscono nel catalogo dei diritti fondamentali, immediatamente rapportandola allo svolgimento della personalità umana nei rapporti economici, secondo il catalogo aperto di cui all'art. 2 cost.⁶.

Piú aderenti allo stato della normazione e alla sensibilità sociale che ne è alla base, due autorevoli proposte ricostruttive prendono le mosse dalla constatazione della funzione strumentale dell'autonomia contrattuale rispetto ad altre situazioni, direttamente garantite a livello costituzionale, da ritenersi principali e assorbenti.

Per una di queste, il contratto è funzione del mercato e principale strumento esplicativo della libertà d'iniziativa economica privata; da ciò conseguono l'individuazione, da un lato, e la circoscrizione, dall'altro, dei princípi caratterizzanti il contenuto fondamentale

⁵ Per tutti, S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, rist. int., Milano, 2004, pp. 45 ss.

⁶ Per tutti, si veda C.M. BIANCA, *op.cit.*, p. 30 ss. *Contra* Corte cost., ord. 25 novembre 2008, n. 389, in *Giust. civ.*, 2009, I, pp. 557 ss.; Corte cost., ord. 27 luglio 2001, n. 319, in *Giur. Cost.*, 2001, pp. 2570 ss. In questa prospettiva, lo statuto costituzionale dell'autonomia contrattuale risulterebbe dalla combinazione dei princípi di uguaglianza e di libertà, espressi agli artt. 3 e 41 cost., mediati dalla solidarietà sociale, di cui all'art. 2 cost. In questa prospettiva, l'autonomia può assumere uno spessore giuridico e un grado di resistenza variabile, in sede di bilanciamento con altri valori, in funzione dell'omogeneità ovvero della eterogeneità degli interessi in conflitto. Nei rapporti di diritto pubblico, tenuti presenti, principalmente, dall'art. 41 cost., la solidarietà tenderebbe a coincidere con il fine della giustizia sociale, legittimando, così, l'intervento pubblico (in senso ampio) soltanto qualora l'atto di autonomia possa minacciarla (cfr. con P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, p. 21; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 23 s.). Fermo l'ancoraggio agli artt. 2 e 41 cost., piú condivisibile, per le ragioni che si avrà modo di precisare in séguito, è l'orientamento che rappresenta l'autonomia privata come «un primitivo ed astratto potere di negoziare» (M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1091). Con riferimento ai rapporti di diritto privato, *inter pares*, invece, si evidenzia una duplice proiezione della garanzia costituzionale: all'esterno, essa protegge la posizione del titolare da (illegittime) interferenze; all'interno, invece, seleziona gli interessi dei quali l'individuo può disporre – fungendo, in questo caso, anche da limite.

dell'autonomia e di quelli operanti in relazione ai rapporti economici⁷. Secondo questa tesi, l'art. 41, comma 1, cost., che garantisce la libertà dell'iniziativa economica privata, comprende nel suo ambito applicativo l'autonomia contrattuale tutte le volte in cui essa sia strumentale alla crescita economica⁸.

Dalla coesistenzialità del contratto al mercato, che costituisce la premessa dell'impostazione riportata, e, sul piano giuridico, dalla permeabilità dell'ordinamento interno al diritto dell'Unione Europea, si fa derivare un'ulteriore conseguenza: lo Stato è investito di poteri di intervento da esercitarsi in maniera frammentaria e neutrale rispetto agli interessi in conflitto, così da proteggere ovvero incoraggiare l'instaurazione delle condizioni ideali perché la contrattazione realizzi la sua funzione⁹. Infatti, si fa ulteriormente discendere da tale impostazione – ma si rinvia a poco oltre una doverosa precisazione, a riguardo – il riconoscimento costituzionale, tra le maglie dell'art. 41 cost., del principio della

⁷ La relazione tra contratto e mercato permette allo Stato di intervenire indirettamente su un determinato settore economico incidendo sulla serie di singoli contratti adoperati ("esternalità" del contratto, in V. RICCIUTO, *Nuove prospettive del diritto privato dell'economia*, in E. PICOZZA-V. RICCIUTO, *Diritto dell'economia*, Torino, 2013, p. 262 s.). In tal senso, la funzione sociale "naturale" del contratto è stata individuata nel mercato (concorrenziale), purché il funzionamento dei suoi meccanismi non sia disfunzionale: ad esempio, il monopolio richiede l'intervento del legislatore in funzione di promozione dei valori compromessi (cfr. R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 28 e C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *Manuale di diritto privato europeo*, 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, p. 314; in giurisprudenza, si veda Cass., 7 maggio 1997, n. 3980, in *Mass. Foro it.*, 1997). Il contratto è unità di misura del mercato anche in M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, Napoli, 2012, p. 99.

⁸ Sul punto, si veda F. GALGANO, *Art. 41, in Art. 41-44, Rapporti economici*, t. 2, in *Comm. cost.* Scialoja e Branca, Bologna, 1972, p. 1 ss. Per S. MAZZAMUTO, *Libertà contrattuale e utilità sociale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, p. 371, l'autonomia privata si identifica sempre in un atto di iniziativa economica, pertanto la garanzia costituzionale della seconda comprende sempre anche la prima. Cfr. P. BARCELLONA, *op. cit.*, pp. 7 e 13; più recentemente, R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 29 ss., e M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975, p. 28, secondo il quale il fondamento costituzionale dell'autonomia è principalmente l'art. 41 cost., che deve essere inteso in senso assai ampio. In giurisprudenza, Corte cost., ord. 27 gennaio 2011, n. 31, in *Giur. Cost.*, 2011, pp. 379 ss.; Corte cost., ord. 22 maggio 2009, n. 162, in *Giust. civ.*, 2010, I, cc. 2414 ss.; Cass., Sez. trib., 25 maggio 2009, n. 12042, in *Giust. civ.*, 2010, I, pp. 1460 ss.

⁹ F. TUFARELLI, *L'autonomia delle imprese e l'attività di controllo da parte dei pubblici poteri: evoluzione comunitaria e riflessi nazionali*, in *Giur. merito*, 2009, p. 2035; Cass., 19 giugno 2009, n. 14343, in *Rass. dir. civ.*, 2011, p. 992 ss., con nota di G. CASO., *Fondamento costituzionale del dovere di ospitalità e conformazione dell'autonomia privata*. Definiscono le diverse forme di intervento, per tutti, P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 27, e M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 91 ss.: l'intervento dello Stato, in senso proprio, consiste nell'attività di conformazione della struttura e dei meccanismi operativi, che scolpiscono "dall'interno" la funzionalità di un determinato istituto, mentre l'attività di programmazione/pianificazione consiste nella «concretizzazione in termini più puntuali e vincolanti della disciplina del rapporto economico, enunciata nella Costituzione [...], che si concentra attorno al problema della disparità del potere economico e contrattuale degli appartenenti alle diverse categorie sociali». R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 20, distingue, tra gli strumenti idonei alla regolazione degli scambi, il contratto dalle due forme principali di intervento dell'autorità sul mercato, ossia il programma e la regolamentazione.

concorrenzialità dei mercati¹⁰. L'attuale stato dell'integrazione dell'ordinamento europeo in quello nazionale – e, viceversa, i frequenti richiami del diritto europeo allo stato della legislazione e alle prassi nazionali – suggerisce, tuttavia, l'opportunità di privilegiare un angolo visuale che colga gli innesti del diritto dell'Unione europea nel diritto interno su un piano ben piú esteso, in materia economica, rispetto alla portata semantica dell'art. 41 cost.¹¹. L'assorbimento del principio di concorrenzialità dei mercati, in tal senso, operando i meccanismi di cui agli artt. 11 e 117, comma 1, cost., soddisfa l'impostazione policentrica dell'ordinamento e innesta l'impianto economico costituzionale sulle radici del diritto primario europeo¹². L'art. 3, comma 2, cost., infatti, assegna ai pubblici poteri lo scopo di rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale che limitano l'uguaglianza dei cittadini e le potenzialità del loro contributo alla Repubblica. Se, quindi, in materia economica, la concorrenzialità corrisponde all'uguaglianza sostanziale degli operatori del mercato¹³, dal punto di vista giuridico, essa è implicita espressione della libertà dell'individuo di disporre di beni attraverso lo strumento contrattuale¹⁴. Il segno risultante dall'operazione di bilanciamento della concorrenza con gli altri valori, di volta in volta emergenti, determina l'opportunità dell'astensione o dell'intervento pubblico.

Quanto al mercato dei servizi finanziari, la Costituzione, all'art. 47 cost., individua come prevalente l'interesse sociale alla tutela del risparmio «in tutte le sue forme», il che giustifica la previsione di barriere all'ingresso sul mercato e di *ongoing supervision* ai fini dell'allineamento

¹⁰ Sul punto, si vedano F. GALGANO, *Art. 41*, in *Art. 41-44*, cit., p. 11 ss. Le ragioni del tardivo attecchimento del principio di concorrenzialità dei mercati sono da ricercarsi nell'impostazione socialista che avrebbe dovuto assumere il mercato per permettere la crescita industriale. Questa visione del problema è stata argomentata sulla scorta delle previsioni codicistiche e, in seguito all'entrata in vigore della Carta costituzionale, sulla struttura ancora bisognosa di supporto statale dell'economia italiana. Sul punto, si veda G. GHIDINI, *Concorrenza. Introduzione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di N. Ambriani, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. Irti, Milano, 2011, p. 209. Sul peso della concorrenza nel diritto primario dell'Unione Europea, in particolare, in seguito all'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, che ha eliminato, nella versione finale del TFUE, il richiamo di cui all'art. 3, lett. g), TCE e dunque, suo valore strumentale, piuttosto che finale, si rinvia a G. GHIDINI-E. AREZZO, *La prospettiva costituzionale della tutela della concorrenza*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 463 ss.; C. MIGLIO, *L'autonomia privata nel rapporto di finanziamento bancario*, in *Giust. civ.*, 2013, p. 485. In giurisprudenza, App. Milano, ord. 13 settembre 2002, in *Dir. Ind.*, 2003, p. 346 ss., con nota di M.F. PORTINCASA, *Arbitrato e diritto antitrust*.

¹¹ Cfr. F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 50, il quale interpreta la concorrenza come un valore che non può assumere una consistenza autonoma rispetto all'iniziativa privata.

¹² F. GIGLIONI, *L'accesso al mercato nei servizi di interesse generale*, Milano, 2008, p. 45.

¹³ F. GALLO, *La concorrenza fra il diritto nazionale e il diritto europeo (UE e CEDU) nella giurisprudenza costituzionale italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 255 e 258. Richiamano anche l'art. 2 cost. e, per questa via sottintendono l'arricchimento del catalogo dei diritti inviolabili dell'uomo in esso richiamati G. GHIDINI-E. AREZZO, *op. cit.*, p. 462. Insufficiente, detta copertura, secondo il pensiero, per tutti, di M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., pp. 41 ss. e p. 64.

¹⁴ F. GIGLIONI, *op. cit.*, p. 5.

dello stesso agli obiettivi di interesse generale specificati nella legge ordinaria¹⁵. Poiché all'epoca dell'entrata in vigore della Costituzione le altre forme possibili di intermediazione finanziaria non erano diffuse, così come non lo erano i contratti assicurativi, a lungo si è ritenuto che l'art. 47 cost. si riferisse al solo settore creditizio¹⁶. Tuttavia, una prospettiva del genere non soltanto non può essere avallata dalla prevalente tendenza all'interpretazione in chiave evolutiva del dettato costituzionale, ma è anche smentita dalla portata semantica del riferimento al «risparmio in tutte le sue forme», che – potrebbe dirsi, “profeticamente” – permette di comprendere tutti i possibili oggetti della relazione contrattuale tra soggetti in surplus e soggetti in deficit di risorse finanziarie¹⁷. Sul piano logico, è stato autorevolmente osservato¹⁸ che se le attività finanziarie costituiscono una particolare forma di imprenditorialità, l'art. 47 cost. è nondimeno il motore dell'iniziativa economica privata (art. 41 cost.), dal momento che la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito permettono l'espansione dell'economia, intesa come aggregato.

L'evidente assenza di una riserva di legge in materia di risparmio e di credito non deve, tuttavia, indurre a ritenere sufficiente la sua normazione attraverso fonti di rango sublegislativo, come se vigesse una «riserva di amministrazione»¹⁹: invero, la menzione espressa del diritto di proprietà con riferimento all'abitazione²⁰ – in chiave, ad un tempo, finale per il singolo e strumentale al soddisfacimento di interessi collettivi di tipo economico²¹ – garantisce, anche in questo frangente, il rispetto del principio di legalità. E, ancora, se, come si è detto, l'attività finanziaria costituisce una particolare forma di imprenditorialità che

¹⁵ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *I bisogni finanziari dell'impresa, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, vol. 2, Torino, 2014, p. 835.

¹⁶ *Id.*, p. 817.

¹⁷ M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario – a) Profili generali*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2010, p. 152. A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 817.

¹⁸ P. PERLINGIERI e M. MARINARO, *Art. 47*, in P. PERLINGIERI et Alii (con la collaborazione di), *Commento alla costituzione italiana*, 2^a ed. agg., Napoli, 2001, p. 325.

¹⁹ P. DE CARLI, *Considerazioni di sistema su crisi economica e specialità normativa in materia di banca e finanza*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V Troiano, Padova, 2010, p. 1183.

²⁰ A tale proposito, vale la pena ricordare che l'art. 2, d.lg. del 29 novembre 2008, n. 185, convertito nella l. del 28 gennaio 2009, n. 2, stabilisce un tetto massimo per il tasso di interesse variabile per i mutui finalizzati all'acquisto della prima casa da corrispondere nell'anno 2009 e pone a carico dello Stato il pagamento dell'eventuale differenza rispetto a quanto stabilito nel contratto. P. DE CARLI, *op. cit.*, p. 1191 s., mette in luce come tali interventi del legislatore ordinario rivelino una concezione dell'attività di erogazione del credito in termini di servizio.

²¹ P. PERLINGIERI e M. MARINARO, *op. cit.*, p. 324.

prevede l'assunzione di rischi di natura finanziaria²², è anche vero che ad essa si applica (anche) la garanzia costituzionale accordata all'iniziativa economica privata, ragion per cui potrà riproporsi lo schema ricostruttivo suggerito in relazione al perimetro di legittimità degli interventi eteronomi, qualora essa si esprima nello strumento contrattuale²³. Sempre in conformità a un'interpretazione evolutiva del dettato costituzionale, accanto alla posizione degli investitori «nei grandi complessi produttivi del Paese», non si deve trascurare la posizione del consumatore-risparmiatore²⁴, e, in particolare, l'obiettivo di permettere una sua piena informazione. Quest'ultimo si declina nella tutela del contraente meno informato, che deve ricevere un'adeguata «educazione finanziaria»²⁵, e anche nella realizzazione di un ambiente concorrenziale mediante la disciplina di mercato²⁶.

Un'ultima notazione di ordine letterale appare, in questa sede, necessaria. A voler rimanere fedeli al dato testuale, il riferimento alla concorrenza nella Carta è unico: l'art. 117, comma 2, lett e), cost. attribuisce allo Stato la competenza esclusiva a legiferare in materia di concorrenza – segnatamente, accanto alla tutela del risparmio e del sistema finanziario. Tale circostanza non intacca la sostanza (né le ombre) dello statuto costituzionale della concorrenza, nei termini sopra esposti. Tuttavia, anche se, allo stato attuale, sembrerebbe

²² A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 827.

²³ E. GALANTI, *Il sistema delle fonti*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, vol. 5, Padova, 2008, p. 125.

²⁴ P. DE CARLI, *op. cit.*, p. 1193. Il riferimento, di cui all'art. 47 cost., al risparmio popolare è da intendersi a una tipologia di risparmio caratterizzata da alcuni elementi distintivi rispetto all'accantonamento di risorse finanziarie da parte dell'impresa, ossia: un ammontare limitato, una formazione lenta e la provenienza delle risorse da reddito da lavoro. Sul punto, si vedano P. PERLINGIERI e M. MARINARO, *op. cit.*, p. 327 s.

²⁵ In tal senso, il risparmiatore/investitore è non soltanto passivo destinatario di interventi posti a tutela della sua posizione di contraente debole, ma partecipa, compiendo scelte consapevoli, all'edificazione di un sistema finanziario più solido e alla protezione del pubblico risparmio (C. RABITTI BEDOGNI, *Le nuove funzioni e i nuovi poteri di vigilanza della Consob*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities e governo societario*, a cura di P. Bilancia e G.C.M. Rivolta, Milano, 2008, p. 67; D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, t. 1, Padova, 2010, p. 79). All'educazione finanziaria dell'investitori si sono rivolti anche gli sforzi degli *standard setters* internazionali, come segnalato da C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, p. 69. Di recente, si vedano IOSCO, *Sound practices for investment risk education – Final report*, settembre 2015, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD505.pdf>, e i lavori della *task force* G20-OECD sulla protezione del consumatore di servizi finanziari, www.oecd.org/daf/fin/financial-education/g20-oecd-task-force-financial-consumer-protection.htm.

²⁶ D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999, p. 137 ss.; F. FRACCHIA, *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2010, pp. 476 ss.; M. PROSPERETTI, *Tutela del risparmio del fruitore dei servizi bancari e assicurativi*, in *Dir. econ. ass.*, 2012, p. 27 s.; D. HAWREY, *Complexity, Innovation and the Regulation of Financial Markets*, in *Harvard Business L. Rev.*, 2012, vol. 6, p. 238 ss.; O.M. CALLIANO, *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi tra diritto dei consumatori e nuovo diritto europeo dei servizi finanziari*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2013, p. 11; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 266.

evidente che la collocazione sistematica dell'art. 117, comma 2, lett. e), cost. sia decisiva ai fini dell'interpretazione della priorità costituzionale della concorrenza, il riferimento letterale è stato precipitosamente accolto da alcuni autori come una promozione finale al rango di valore o situazione direttamente tutelata²⁷. Una volta in più, vale la pena ribadirlo, nel nostro ordinamento essa corrisponde al valore dell'uguaglianza sostanziale, tradotta in termini economici. In questo senso, essa non è da intendersi né come un'invenzione del legislatore europeo, né, tantomeno, come autonomo concetto economico e, dunque, necessariamente recessivo in sede di bilanciamento. Piuttosto, nel momento in cui la concorrenza è assunta come corrispettivo economico dell'uguaglianza sostanziale, *ex* art. 3, comma 2, cost., una sua concezione in termini strumentali rispetto ai valori attinenti la persona umana permette il più ampio spettro protettivo e la maggiore dignità costituzionale possibili.

Forse ancora più aderente alla realtà normativa, la seconda impostazione alla quale si accennava nelle pagine precedenti, pur basandosi sul carattere strumentale dell'autonomia contrattuale nella Costituzione, sembra valorizzare la versatilità che nel tempo ha dimostrato il contratto. Esso, infatti, non esaurisce la sua funzione nell'iniziativa economica privata, ma è strumento di realizzazione di interessi molteplici e, soprattutto, in costante aggiornamento²⁸. Seguendo questa linea di pensiero, l'autonomia contrattuale non è mai situazione finale, ma può essere strumentale all'iniziativa economica, come a tante altre situazioni giuridiche patrimoniali ed esistenziali; a sua volta, alla stessa iniziativa economica deve essere riconosciuto valore strumentale²⁹. Non è, dunque, possibile attribuire all'autonomia contrattuale un rango valoriale statico, né isolato, rispetto all'impianto costituzionale, e ciò ancor più se si tiene presente la caratteristica multilateralità degli interessi coinvolti: l'interprete dovrà individuare e sistemare questi ultimi secondo la gerarchia dei valori dell'ordinamento. Soltanto una volta ricostruito il rapporto di prossimità tra questi e il valore apicale della persona umana, sarà possibile risalire allo statuto costituzionale dell'atto di

²⁷ A. LALLI, *La valutazione della regolazione distortiva del mercato: profili amministrativi e giurisdizionali*, in *Dir. Amm.*, 2006, p. 680.

²⁸ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 45 s.; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 89; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 327 ss.

²⁹ Cfr. M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 67, e P. PERLINGIERI, *Sulla «depatrimonializzazione» del diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 1 ss. La medesima constatazione è alla base della "neoregolazione", termine che definisce l'attitudine dei poteri pubblici a influenzare il mercato attraverso la conformazione dei contratti, sfruttando gli effetti diretti e indiretti delle negoziazioni su vasta scala (M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 100 s.).

autonomia e, di conseguenza, tracciare il perimetro di legittimità (e dei limiti) della sua esplicazione³⁰.

Rispetto ai contratti bancari e finanziari, allora, lo statuto dell'autonomia contrattuale sarà influenzato, dal lato della clientela, dalla "missione" costituzionale della tutela del risparmio, ma, dal lato degli enti creditizi, potrà a pieno titolo rinviare alle modalità di esercizio dell'iniziativa economica privata ed essere, quindi, in via di principio, improntato al libero svolgimento delle dinamiche di mercato (art. 41, comma 1, cost.)³¹. È evidente come la complessità dello statuto costituzionale dell'autonomia contrattuale nel settore bancario e finanziario rifletta la complessità delle funzioni effettivamente svolte dalla contrattazione su quello specifico mercato, nel quale informazione e circolazione di ricchezza realizzano, al contempo, interessi economici strumentali e finali³². Ne consegue che i limiti all'autonomia contrattuale in questo settore dipenderanno anche dall'ampio spettro della protezione accordata dalla Costituzione al risparmio «in tutte le sue forme», come risulta dai poteri di regolamentazione, coordinamento e controllo attribuiti in via originaria ai pubblici poteri dall'art. 47, comma 1, cost.³³. A tale coordinata va ad aggiungersi il limite della compatibilità con l'utilità sociale e i valori fondamentali – compatibilità presidiata da un'analogo previsione di intervento pubblico, secondo la norma di cui all'art. 41 cost. e, più in generale, secondo la formula adottata dal costituente con riferimento a ciascuna delle libertà economiche³⁴.

³⁰ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 329; S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 372. Anche se applicato al sistema dell'art. 41 cost., conclude in senso analogo M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 60. L'esame del rango valoriale dell'autonomia contrattuale, peraltro, non offre spunti utili alla soluzione delle ulteriori problematiche che attengono alla democraticità della posizione delle regole che costituiscono il predicato del perimetro di legittimità. Il corretto inquadramento della tematica in esame entro la griglia di principi fondamentali che andremo ad indagare in quanto "statuto costituzionale", infatti, non può essere aprioristicamente considerato compatibile con il principio di democraticità, che sembrerebbe, piuttosto, atteggiarsi a condizione di legittimità procedimentale, riferita alla produzione. Sul punto, si veda O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy: legal limits to democratic stability*, in A. SAJÓ (a cura di), *Militant Democracy*, Utrecht, 2004, p. 62.

³¹ C. FERRARA, *Note in tema di vigilanza della Banca d'Italia e tutela del consumatore*, in *Foro amm. C.d.S.*, 2003, p. 2458

³² P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 531; Sul punto, sembra oscillare tra le due posizioni che assegnano all'autonomia privata un ruolo strumentale C. MIGLIO, *op. cit.*, p. 484 ss.

³³ S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 373. Gli obiettivi indicati all'art. 47, comma 2, cost. sono considerati obiettivi rispetto ai quali la tutela del risparmio assume una funzione strumentale da M. PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 27.

³⁴ Tra le norme dedicate alle manifestazioni salienti dell'autonomia privata, oltre all'art. 41 cost., vengono in rilievo gli artt. 42, 43 e 44 cost., dedicati allo statuto costituzionale della proprietà, alle condizioni previste per la sua espropriazione/collettivizzazione e alla proprietà terriera e, soprattutto, l'art. 47 cost. – dedicato, come è noto, al risparmio e al credito – al quale si riconduce la materia dei contratti bancari e finanziari³⁴. In particolare, l'art. 41, comma 2, cost. limita l'estensione della libertà di iniziativa economica privata, riconosciuta dal comma 1, in rapporto ai valori dell'utilità sociale, della sicurezza, della libertà e della dignità umana, mentre il comma 3 attribuisce al legislatore il potere di disporre i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica privata, al pari di quella pubblica, sia indirizzata e coordinata a

Anche in questo caso, però, una volta chiarita l'estensione semantica del riferimento costituzionale, è riduttivo individuare nella sola iniziativa economica privata, o nell'acquisto della proprietà di particolari beni, l'obiettivo dell'attività finanziaria, dal momento che la stabilità dei mercati si riflette sullo stato di salute della cosa pubblica e sugli interessi più basilari della popolazione, in caso di *shock*. Infatti, come giustamente evidenziato³⁵, esiste un legame particolare tra la stabilità finanziaria dello Stato e quella dei mercati finanziari (cd. circolo vizioso³⁶ tra sistema bancario e debito sovrano): le operazioni di salvataggio delle istituzioni creditizie eventualmente colpite dalla crisi realizzano il trasferimento del rischio di insolvenza di queste ultime tra le poste del passivo in bilancio dello Stato interveniente, che le finanzia mediante l'emissione di nuovo debito pubblico, trovandosi così soggetto alle dinamiche del mercato "dei privati" e alla prevedibile diminuzione del valore dei titoli già in circolazione. La detenzione di titoli di Stato da parte delle banche – considerati, tradizionalmente, come investimento "sicuro", ma, come la crisi ha dimostrato attraverso la ben nota vicenda dello *spread*, non immuni al rischio di perdere il proprio valore, soprattutto, reputazionale – determina il contagio nell'altra direzione, quella che dalla crisi del debito

fini sociali. Gli artt. 42, 43 e 44 cost., coerentemente, orientano attraverso la legge le manifestazioni principali della proprietà alla realizzazione della funzione sociale dell'istituto, alla soddisfazione dell'interesse generale e alla costituzione di equi rapporti sociali. L'art. 47, comma 1, cost., invece, immediatamente dopo aver sancito la garanzia costituzionale del risparmio e del credito, attribuisce – letteralmente – alla Repubblica poteri di disciplina, coordinamento e controllo dell'esercizio del credito, mentre al comma 2 esprime il favore dell'ordinamento rispetto a determinati obiettivi di investimento. Ancora una volta, la riserva di legge assegna al legislatore e al potere politico il compito di indirizzare l'attività dei privati. Il frequente riferimento a concetti affini, quali i fini sociali, la funzione sociale, l'interesse generale, l'utilità sociale, permette di cogliere immediatamente la proiezione superindividuale del contratto, *ex art.* 2 cost., e – in combinazione con la legge ordinaria, di cui si dirà più avanti – l'immanenza (e la *ratio*) delle sue limitazioni (M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 83). Sul punto concordano anche quanti sostengono che la strumentalità dell'autonomia contrattuale si limiti all'iniziativa economica privata ovvero, su un diverso versante, inseriscano l'autonomia privata e le sue manifestazioni tra i diritti fondamentali dell'individuo (cfr. C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 30; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 31 ss.). Si riporta, inoltre, un'autorevole dottrina, in base alla quale i commi 2 e 3 dell'art. 41 cost. evocano un set di valori affini rispetto all'organizzazione dello Stato sociale, ma diversi. Sarebbero, infatti, da distinguere i diritti inviolabili dell'uomo, ai quali fa riferimento il comma 2, dall'utilità sociale, di cui, invece, al comma 3 (P. BARCELONA, *op. cit.*, p. 200 s.).

³⁵ Per tutti, si vedano I. STANGA, *Sovereign and Bank Credit Risk During the Global Financial Crisis*, DNB Working Paper n. 314, Amsterdam 2011, pp. 2-7, 24-25; M. MAYER, *Sovereign Credit Risk and Banking Crises*, in *SSRN Electronic Journal*, 2013, pp. 1-4, 26-27, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785893; B. MORO, *The European Twin Sovereign Debt and Banking Crises*, in *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch*, a cura di S.P.S. Rossi e R. Malavasi, New York, 2016, pp. 20-22.

³⁶ Sul circolo vizioso, invece, tra politica monetaria e tassi di interesse, si consiglia la lettura di J.F.O. BILSON, *The "vicious circle" hypothesis*, in *IMF Staff Papers*, Washington, 1979, pp. 1-37, e di ECB, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area, a Decade after the Introduction of the Euro*, in *ECB Monthly Bulletin*, Frankfurt, 2010, p. 85, dal quale è possibile ricavare un'utile sintesi del fenomeno appena richiamato: «In a very simplified framework, monetary policy is transmitted, via the central bank's intervention in the money markets, to bank lending and deposit rates. Subsequently, changes in these interest rates affect decisions on consumption and investment, which, in turn, ultimately determine the level of prices».

sovrano conduce al mercato bancario. Insomma, le misure adoperate per arginare la crisi finanziaria impattano direttamente sul bilancio statale e possono influenzare tanto i mezzi quanto l'organizzazione necessari per permettere alla persona e alle formazioni sociali il concreto appagamento delle aspettative e il godimento dei diritti ispirati dall'idea di Stato ispirato alla carta costituzionale. Alla luce delle considerazioni appena svolte può avere senso ragionare sulla duplice direzione che assume il carattere strumentale dell'attività finanziaria in sede di bilanciamento con altri valori: esso, da un lato, guarda al profitto e alla crescita economica degli individui e delle imprese e, dall'altro, contribuisce alla funzionalità globale dello Stato, in forma aggregata, come prova la costante, a livello politico globale, dell'impegno a garantire la stabilità dei mercati finanziari, impegno al quale è dedicata una più approfondita analisi nel secondo capitolo di questo studio.

I profili appena discussi costituiscono la premessa maggiore per la valutazione della *ratio* delle singole norme di legge ordinaria e delle modalità di esercizio – delegato, nel caso delle autorità indipendenti – dei poteri di intervento eteronomo sul mercato³⁷.

1.1.1. *Garanzia costituzionale dell'autonomia contrattuale e autorità indipendenti*

Lo statuto costituzionale dell'autonomia contrattuale presidiato dalla legge ordinaria e le dimensioni che assume la regolamentazione ad opera delle autorità amministrative indipendenti nelle materie economiche impongono di chiarire il criterio di coordinamento tra

³⁷ P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 4, evidenzia il ruolo del diritto rispetto al mercato. Esso non può essere neutrale, ma deve orientare il sistema economico al fine di equilibrare i rapporti sociali e controbilanciare, in questo modo, la costituzione e il mantenimento di isole di immunità. Sul fenomeno della *re-regulation*, si veda, inoltre, M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., pp. 145 e 161, sulla desiderabilità sociale di un determinato assetto economico. In relazione al fenomeno della distribuzione delle competenze tra potere politico e autorità amministrative indipendenti, assume un rilievo cruciale, che in questa sede può essere soltanto anticipato, il principio di sussidiarietà. Esso, oltre a legittimare l'esercizio del potere normativo da parte di soggetti delegati dal legislatore, in ragione della maggiore prossimità di questi ultimi al settore di competenza, riconosce all'iniziativa autonoma dei privati una vera e propria dimensione funzionale (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale* cit., p. 491 s. e pp. 338 e 394 ss.; ID., *Relazione conclusiva*, cit., p. 332 s.; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 23; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata. Dal controllo statale a quello delle autorità amministrative indipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, pp. 262 ss.; V. VITI, *Il contratto e le autorità indipendenti*, Napoli, 2013, p. 57 ss. In giurisprudenza, si veda Cass., 17 marzo 2009, n. 6444, in *Mass. Foro it.*, 2010, I, pp. 571 ss.). Naturalmente, detta dimensione funzionale sarà misurabile sull'impatto che l'esercizio dell'autonomia contrattuale ha su categorie di contraenti (cfr. R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 19, ove individua un «contratto economico»; C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 299). Sulla tesi dell'autonomia in termini di potere privato, F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 3 ss.

fonti aventi il medesimo oggetto e tra i diversi livelli di sovranità, ricavabili dall'ordinamento generale³⁸.

Riferimenti al modello delle autorità indipendenti sono del tutto assenti nel testo della Costituzione e, nondimeno, non sono stati inseriti nel momento in cui, effettivamente, il ricorso a tali organismi ha cominciato ad essere frequente nei settori più vari³⁹. Dunque, il problema della compatibilità è stato ricomposto secondo un approccio eminentemente speculativo da parte della dottrina.

L'anello di congiunzione tra autorità indipendenti e costituzione può essere rinvenuto nella strumentalità delle stesse al perseguimento di precisi obiettivi direttamente o indirettamente costituzionali e nella conformità della loro istituzione, nonché del concreto atteggiarsi delle funzioni attribuite, ai principi di legalità, di sussidiarietà e di differenziazione⁴⁰. In aggiunta, il livello europeo, che comunica direttamente con il livello nazionale dell'ordinamento giuridico, propone modelli di *governance* economica caratterizzati da una decisa impronta preconcorsenziale o garantistica, una volta instaurata la concorrenza⁴¹.

Il carattere "amministrativo" di dette autorità reca con sé l'ulteriore necessità di giustificare anche l'assetto istituzionale per esse prescritto dalla legge alla luce della Carta fondamentale. In tal senso, l'opzione che permette tale operazione è quella che valorizza, con l'art. 97, comma 1, cost., il requisito della riserva di legge nell'organizzazione dei pubblici uffici, oltre a quello della separazione tra amministrazione e organi politici e, con l'art. 98 cost., quello della neutralità dei pubblici impiegati, che sono al servizio esclusivo della nazione⁴². La costruzione descritta è alla base del cd. policentrismo amministrativo: in altre parole, l'amministrazione tradizionale è "una" formula, ma non "la" formula che deve necessariamente assumere la PA per essere conforme a Costituzione. Rispetto al profilo funzionale, la strumentalità

³⁸ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 192.

³⁹ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 239.

⁴⁰ M. ANTONIOLI, *Vigilanza e vigilanze tra funzione e organizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2013, p. 690. Il principio di sussidiarietà, infatti, è criterio funzionale alla delega del potere sovrano a organi diversi (G. SCACCIA, *Sussidiarietà istituzionale e poteri statali di unificazione normativa*, Napoli, 2009, p. 27). Nella stessa direzione, G. GRASSO, *Le autorità amministrative indipendenti della Repubblica. Tra legittimità costituzionale e legittimazione democratica*, Milano, 2006, p. 122, sottolinea come l'AGCM nasca proprio per dare attuazione all'art. 41 cost., secondo la formulazione esplicita dell'art. 1, l. n. 287 del 1990.

⁴¹ F. DI PORTO, *La disciplina delle reti nel diritto dell'economia*, Padova, 2008, p. 149; F. GIGLIONI, *op. cit.*, p. 45.

⁴² *Ex multis*, V. CERULLI IRELLI, *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in AA. VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, ne *Il mercato dei valori mobiliari. Quaderni diretti da Mario Bessone*, Milano, 1993, p. 15 s.; N. LONGOBARDI, *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, 2ª ed. aggiornata e ampliata, Torino, 2009, pp. 157, 310; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 247.

dell'attività delle autorità amministrative indipendenti a valori di rango costituzionale non è sufficiente a prevenire il sacrificio di tutti gli altri valori che possano emergere nel dinamico svolgersi dei rapporti economici soggetti alla regolazione (o al sindacato)⁴³. Di conseguenza, ai fini dell'apprezzamento della legittimità dell'investitura, delle funzioni e delle limitazioni derivanti dall'attività delle stesse autorità, è necessario confrontare lo statuto costituzionale del valore da esse concretamente tutelato con quello del valore inciso dall'intervento.

In relazione ai temi della ricerca, tra gli interessi protetti vengono in esame, innanzitutto, l'autonomia privata, che può confliggere con la tutela del risparmio e della concorrenza. Una riserva di legge relativa sembrerebbe riparare tutte e tre le situazioni da illegittime ingerenze. Proprio in relazione all'autonomia privata, è pacifico, in dottrina e in giurisprudenza, considerare rispettata la riserva di legge relativa ogniqualvolta sia possibile individuare nella legge ordinaria la norma attributiva della potestà regolamentare⁴⁴. La realtà, tuttavia, offre esempi al limite della compatibilità con il principio appena descritto. Tra questi, vi sono ipotesi di norme allusive, se non talmente vaghe da apparire come «deleghe in bianco», così come di aree disciplinate in maniera del tutto indipendente dal potere legislativo costituito⁴⁵.

⁴³ M. CUNIBERTI, *Autorità indipendenti e libertà costituzionali*, Milano, 2007, p. 463.

⁴⁴ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 166 ss.; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., pp. 54 ss. e 63 s., riferisce anche della tesi che riconduce la potestà regolamentare delle autorità indipendenti al dettato dell'art. 117, comma 6, cost., che, nel richiamare i diversi livelli territoriali della Repubblica ai quali è riconosciuta detta potestà, avrebbe espresso un principio generale, valevole per tutte le articolazioni dello Stato, alla stregua del quale è data cittadinanza al principio di sussidiarietà come criterio di soluzione delle antinomie e di coordinamento tra norme complementari. Dello stesso avviso G. GRASSO, *op. cit.*, p. 242, che, tuttavia, non fa menzione del principio di sussidiarietà, ma, piuttosto, concepisce il meccanismo come effetto diretto del criterio della competenza.

⁴⁵ A. MAZZONI, *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 878; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., pp. 55 ss. e 129 ss., in cui si fornisce l'esempio, a tale proposito dell'attribuzione all'Ivass del potere di adottare «[...] ogni regolamento necessario per la sana e prudente gestione delle imprese o per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati [...]». Il problema dei cdd. poteri impliciti pone un duplice interrogativo rispetto alle competenze delle autorità amministrative indipendenti. Da un lato, infatti, essi possono collocarsi a monte dell'esercizio di poteri di regolamentazione secondaria e, dall'altro, invece, dell'attività provvedimentale. Nel primo caso, il carattere teleologico della regolazione fa sì che i regolamenti siano legittimi a patto che sia ragionevole il collegamento tra essi, intesi come “mezzi”, e i fini stabiliti da norme di legge. Rispetto, invece, ai provvedimenti, è necessario distinguere tra provvedimenti che costituiscono attuazione “indipendente” di poteri impliciti – nel qual caso il principio di tipicità degli atti amministrativi argina la discrezionalità – e provvedimenti che, invece, sono conformi a regolamenti, espressione di poteri impliciti, adottati dalla stessa autorità – nel qual caso il carattere relativo o assoluto della riserva di legge intorno alla materia incisa costituirà elemento determinante. Per un'approfondita indagine sulle origini del concetto, sulla sua incorporazione nel diritto dei Trattati e sulla sua applicazione all'attività amministrativa, si veda G. MORBIDELLI, *Il principio di legalità e i c.d. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007, pp. 703-708, 721 ss. Sempre sui poteri impliciti, M. IMPINNA, *I poteri di regolazione dell'Aeeg, l'autonomia contrattuale e i poteri impliciti*, nota a TAR 14 marzo 2012, n. 683, in *Giornale di diritto amministrativo*, p. 164 ss. Sul problema dei regolamenti indipendenti, *ex multis*, si confrontino le posizioni di G. MORBIDELLI, *op. cit.*, p. 728 s., e P. SANTORO, *Legalità e legittimità: garanzie pluriordinamentali e livelli di controllo*, in *Foro amm.*,

È evidente come, tanto l'esercizio di fatto, quanto la desunzione di poteri impliciti, in mancanza di una norma di copertura, riportino in superficie il problema delle condizioni formali e sostanziali che garantiscono l'autonomia privata⁴⁶. Convince, pertanto, la necessità di una triplice verifica di compatibilità costituzionale della delega di potere, che passa per il riscontro, dapprima della formalità della legge e, poi, dal punto di vista sostanziale, dell'indicazione degli obiettivi di rilievo superindividuale. Questi, da un lato, giustificano l'intervento eteronomo e, dall'altro, "si" giustificano alla luce della Costituzione e, in particolare del principio di sussidiarietà, nella sua dimensione funzionale⁴⁷.

Infine, per il caso di sovrapposizione tra livelli di normazione, e, in specie, rispetto alla potestà legislativa regionale, è possibile richiamare il principio di sussidiarietà verticale, il quale, sull'assunto che l'ambito d'indagine del presente studio comprende autorità operanti su tutto il territorio nazionale, permette la prevalenza della fonte terziaria statale, ogniqualvolta sia necessario assicurare l'esercizio unitario di una determinata funzione pubblica⁴⁸. Specificamente, rispetto all'attività finanziaria, l'art. 117, comma 2, lett e), cost., sopra richiamato, non dà àdito ad alcun tipo di speculazione in merito al riparto di competenze tra Stato e Regioni, stante l'esplicito inserimento della «moneta, tutela del risparmio e mercati finanziari» tra le materie di competenza esclusiva statale. Tuttavia, non mancano voci in dottrina che, dopo aver sganciato le autorità indipendenti dall'appiglio costituzionale rappresentato dal settore di competenza, considerano, in assoluto, plausibile il riconoscimento di autorità indipendenti regionali già esistenti⁴⁹, oppure la creazione di nuove autorità dalla competenza territorialmente più limitata – appunto, regionale⁵⁰. La proposta,

2000, p. 289 s. Un'ulteriore ipotesi – legittima, alla luce delle considerazioni svolte nel corpo del testo – consiste nell'attribuzione all'autorità di vigilanza del potere di disapplicare determinate norme di legge, come previsto, ad esempio, dall'art. 124 t.u.f.

⁴⁶ Sul punto, M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 72 ss.

⁴⁷ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 258; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 199 s.; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. Nuzzo, Torino, 2014, p. 582.

⁴⁸ P. PERLINGIERI, *Relazione conclusiva*, cit., p. 329 s.; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 260 ss. È il caso della competenza legislativa in materia energetica e delle comunicazioni (M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 65 s.). Anche secondo G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 159, la fonte statale deve potersi imporre sulle fonti di autonomia territoriale, a tutela dell'unità politica dello Stato (art. 118 cost.); questo processo, tuttavia, non andrà ad alterare la validità dell'atto "sopraffatto", ma solo il regime della sua efficacia, peraltro, temporaneamente.

⁴⁹ A. VALASTRO, *Le autorità indipendenti in cerca d'interlocutore*, Napoli, 2008, pp. 120 ss.

⁵⁰ Ad esempio, G. GRASSO, *op. cit.*, p. 139.

tuttavia, non appare appropriata rispetto ai mercati finanziari, dato che il rilievo sistemico, sia dal punto di vista economico che dal punto di vista giuridico, della stabilità e della tutela del risparmio, richiede, piuttosto, un sempre maggiore livello di convergenza nell'esercizio delle funzioni di vigilanza: prova ne è l'attuale *design* della vigilanza finanziaria europea. Sul punto, si rinvia a *infra* cap. II, §4.

1.2. *L'autonomia contrattuale, il principio di sussidiarietà orizzontale e la tutela del risparmio nel diritto primario europeo*

Dall'integrazione del livello nazionale dell'ordinamento in quello sovranazionale discende la necessità di completare la ricognizione dello statuto dell'autonomia contrattuale nel diritto primario con l'esame delle fonti europee.

La dottrina ha ricercato i fondamenti dell'autonomia contrattuale nel diritto primario europeo confrontando la Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE) – proclamata nel 2000 e inserita tra le fonti di diritto primario dell'Unione a partire dal Trattato di Lisbona, entrato in vigore nel 2009, come disposto dall'art. 9 TUE – con le norme contenute nei Trattati⁵¹. Anche nelle fonti appena richiamate difetta un riferimento esplicito all'autonomia contrattuale, sicché il collegamento più evidente – che, come si è avuto modo di sottolineare nelle pagine che precedono, non è anche il più aderente alla descritta neutralità (e versatilità) dello strumento contrattuale⁵² – è quello che si instaura tra autonomia contrattuale e «libertà di impresa»⁵³: secondo la lettera dell'art. 16 CDFUE, la libertà di impresa è riconosciuta «conformemente al diritto comunitario e alle legislazioni e prassi nazionali».

Il triplice riferimento – al diritto comunitario, alle legislazioni e alle prassi nazionali – sollecita un triplice ordine di considerazioni. In via del tutto preliminare, il richiamo alla tradizione normativa nazionale può essere inteso come richiamo alla legislazione vigente nei singoli Stati oppure come clausola di apertura all'evoluzione e al costante adeguamento

⁵¹ C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, pp. 260 ss. La ricognizione delle fonti, in questa sede, non terrà presenti anche le indagini intorno al Trattato che adotta una Costituzione per l'Europa, in considerazione del definitivo abbandono del progetto, nel 2009; pertanto, sotto questo aspetto la Carta dei Diritti Fondamentali sarà esaminata in autonomia (cfr. R. BARATTA, *Le principali novità del Trattato di Lisbona*, in *Dir. un. eur.*, 2008, pp. 21 ss.; B. NASCIBENE, *Il principio di attribuzione e l'applicabilità della Carta dei diritti fondamentali: l'orientamento della giurisprudenza*, in *Riv. dir. int.*, 2015, p. 57).

⁵² M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 89.

⁵³ C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 263.

dell'istituto al «nuovo ordine che si è instaurato in Europa»⁵⁴. La prima lettura, in particolare, consente il rinvio alle considerazioni svolte in riferimento al contesto costituzionale: dunque, anche in questo frangente, il fondamento dell'autonomia contrattuale in ambito europeo dovrà essere ricercato a partire dall'individuazione dell'interesse-obiettivo che essa tende a realizzare. Se si considera il riferimento al «diritto comunitario», sarà possibile confermare la validità dell'approccio suggerito con riferimento alla cornice costituzionale interna. La stessa CDFUE permette di individuare, nel contesto della stessa Carta, un set di «limiti esterni»⁵⁵ all'attività economica privata, in un crescendo che vede al vertice la persona: il capo I è, infatti, dedicato alla dignità umana. Nello sviluppo delle norme contenute nei capi successivi affiora, poi, in maniera sempre più marcata, la considerazione della dimensione superindividuale, come prova l'intitolazione degli stessi a crescenti livelli di integrazione sociale: i capi II, III e IV sono dedicati alla libertà all'uguaglianza e alla solidarietà, mentre i capi V e VI alla cittadinanza e alla giustizia. Tra le disposizioni finali, al capo VII, compare il divieto dell'abuso del diritto, che “razionalizza” l'esercizio degli altri diritti e delle libertà riconosciute dalla Carta. Il divieto di abuso del diritto, di cui all'art. 54 CDFUE, non soltanto, si atteggia a limite interno delle libertà riconosciute dalla Carta, ma attraverso il *medium* del principio di solidarietà, potenzia nei contenuti la clausola generale di buona fede, che, come si vedrà, riveste un ruolo importantissimo tra le fonti del regolamento contrattuale⁵⁶.

La libertà d'impresa, di cui all'art. 16 CDFUE, si colloca nel capo II e, in aderenza alla scala di valori appena indicata, è delimitata, innanzitutto dal rilievo preminente della dignità umana, comune alla tradizione costituzionale degli Stati membri. I numerosi riferimenti alla dimensione sociale, dei rapporti tra individui, contenuti nei capi successivi, conducono al riscontro di una forte affinità stilistica della Carta con la Costituzione italiana, sul piano della disciplina della libertà di impresa/iniziativa economica privata. In particolare, le due fonti mostrano di adottare la stessa unità di misura nel momento in cui i valori fondamentali assurgono al ruolo di parametri di riferimento per l'attività socio-giuridica umana, nei suoi crescenti livelli di complessità.

Anche se ci si sposta, dalla CDFUE, all'esame del diritto dei Trattati, l'autonomia contrattuale – e, più in generale, l'autonomia privata – non può contare su un appiglio

⁵⁴ *Id.*, p. 261, 306.

⁵⁵ *Id.*, p. 263.

⁵⁶ *Id.*, p. 308.

esplicito. È altrettanto diffusa, infatti, la percezione di essa come situazione strumentale rispetto all'obiettivo della concorrenzialità dei mercati, che, seppure eliminato dalla lettera dell'art. 3 TCE *post*-Lisbona, non si ritiene abbia perso la propria centralità nella costruzione dell'economia sociale di mercato in esso auspicata⁵⁷. Come si è osservato nelle pagine che precedono, la concorrenza può costituire l'obiettivo o lo strumento dell'iniziativa economica privata, così come può incentivarla ovvero frenarla – in quest'ultimo caso, nei mercati disfunzionali⁵⁸. Oltre alla concorrenza, dal diritto dei Trattati si può ricavare, ancora, il principio di sussidiarietà, che giustifica, nella prospettiva di una *governance* multilivello, l'ampliamento del novero dei soggetti titolari di poteri di intervento attraverso la normazione⁵⁹. Com'è noto, il principio di sussidiarietà, espresso all'art. 5 TUE e inserito anche in Costituzione in seguito alla riforma del Titolo V, avvenuta con l. cost. 18 ottobre 2001, n. 3, all'art. 118, commi 1 e 4, cost. delimita l'esercizio delle competenze dell'Unione e trasmette l'immagine di un modello di stato “minimo”, perché frammentario nell'intervento⁶⁰. In principio, è lo stesso potere statale sussidiario dell'autarchia degli individui e l'iniziativa privata «diritto originario in quanto “momento costitutivo primario del bene comune”»⁶¹. La concorrenza delle autorità, dei livelli e delle fonti di regolamentazione dei rapporti economici è poi, in una prospettiva ben più ampia di quella che la vede relegata a (auspicato) elemento strutturale di mercato, naturale portato della sussidiarietà verticale e orizzontale⁶².

Particolare rilievo assume nella materia che ci interessa la proiezione orizzontale del principio di sussidiarietà, da ultimo richiamato, che riceve un'esplicita copertura

⁵⁷ Su tutti, E. CANNIZZARO, *Tecniche di soluzione dei conflitti fra politiche dell'Unione. Liberismo e solidarismo nel processo di integrazione europea*, in *Dir. un. eur.*, 2013, p. 689 ss.

⁵⁸ F. TUFARELLI, *op. cit.*, p. 2035. La concorrenza rivela la sua duplice valenza, strumentale e finale rispetto al mercato, se abbinata all'informazione del consumatore. Infatti, essa, da un lato garantisce la correttezza del “gioco” delle imprese, dunque, è fine a se stessa, dall'altro, invece, permette al consumatore di compiere scelte consapevoli e di partecipare così all'indirizzo economico del mercato (E. BATTELLI, *Codice del consumo, codice civile e codici di settore: un rapporto non meramente di specialità*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, p. 432 s.). Inserisce la concorrenza in una vera e propria dinamica di tipo processuale, nella quale essa costituisce il corrispettivo economico del contraddittorio, F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo «quasi» giallo*, Bologna, 2000, pp. 26 ss.

⁵⁹ Si recupera la proposta di G. AZZARITI, *Il costituzionalismo moderno può sopravvivere?*, Roma-Bari, 2013, p. 38, per il quale, più che di diversi livelli di governo, o di attori istituzionali, è corretto discorrere di diversi livelli di potere. Sul punto, si suggerisce la lettura di v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 283 ss.; G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 55. E. DE MARCO, *Percorsi del “nuovo costituzionalismo”*, 2ª edizione ampliata e aggiornata, Milano, 2008, pp. 88 ss., descrive la tesi di Pernice del costituzionalismo multilivello, secondo la quale il contratto sociale, inteso come comune volontà di un gruppo di soggetti con cittadinanza multipla (duplice, nel caso dell'Ue), può dare vita a una costituzione “fluida”.

⁶⁰ C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 259.

⁶¹ G. SCACCIA, cit., p. 30.

⁶² *Id.*, pp. 48-49.

costituzionale all'art. 118, comma 4, cost., ma che, piú in generale, è corollario degli artt. 2, 3 e 29 cost. nel garantire che «gli interventi pubblici siano svolti al livello piú appropriato» in maniera tale da interferire il meno possibile con l'autonomia privata, intesa, a sua volta, come espressione dell'iniziativa della persona umana⁶³. In tal senso, la sussidiarietà è criterio di valutazione della legittimità degli atti amministrativi potenzialmente lesivi dell'iniziativa privata, nella loro dimensione tanto procedimentale quanto contenutistica⁶⁴. Nel rispetto del principio di sussidiarietà e, in aggiunta, di quello della competenza⁶⁵, il diritto europeo ha tratteggiato, nel diritto derivato, l'ossatura dei cd. limiti esterni⁶⁶ al concetto di autonomia contrattuale, restituendo, una volta aggregate le singole *rationes* della normativa di dettaglio, una griglia di principi fondamentali in materia contrattuale, accomunati dall'obiettivo di tutelare adeguatamente precise categorie di contraenti. Influiscono sulle condizioni per l'esercizio e sui contenuti dell'autonomia contrattuale, innanzitutto, il principio di ragionevolezza e quelli di solidarietà e buona fede⁶⁷. Questi ultimi, potenziati dal divieto

⁶³ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 262; ID., *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., 2014, p. 575 s.; È evidente il legame tra autonomia (privata) e sussidiarietà, intesa come potere di impronta pubblicistica attribuito alla persona in G. SINISI, *Gli ordinamenti giuridici privati e l'autonomia privata in Salvatore Romano*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015, pp. 515, 519.

⁶⁴ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 577 s.

⁶⁵ Sui rapporti tra il principio di sussidiarietà e quello di competenza si rinvia all'esame di G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 45 s., sulla scorta della classificazione operata dall'autore – secondo il quale «la competenza è plausibilmente definibile come un criterio formale e astratto, suscettibile di applicazione deduttiva, quindi come un'espressione del pensiero sistematico, la sussidiarietà appare, nella sua logica di azione, uno strumento del pensiero problematico, che applica alla teoria dell'organizzazione pubblica il metodo sperimentale, di tipo inferenziale e induttivo, proprio della conoscenza scientifica. Le conoscenze sono, infatti, allocate alla luce dell'esperienza applicativa, della rilevata attitudine all'esercizio» – il modo di essere della delega di potestà normative e del contestuale esercizio di potestà attuative vive in una duplice dimensione, nella quale la delimitazione dei poteri, operata dal legislatore, agisce da contrappeso “democratico” alla legittimità sostanziale del prodotto dell'attività di vigilanza, intesa come concreta attitudine e adeguatezza alla regolamentazione di un determinato settore economico. Alcuni autori, comunque, trascurano il principio di sussidiarietà, suggerendo di risolvere un'eventuale antinomia alla luce del (solo) principio di competenza, come G. GRASSO, *op. cit.*, p. 218; N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 304.

⁶⁶ C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 265; G. VETTORI, *Il diritto dei contratti fra Costituzione, codice civile e codici di settore*, in *Riv. trim.*, 2008, p. 783; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 259.

⁶⁷ Cfr. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 379 ss., e O. PFERSMANN, *Ragionevolezza e competenza legislativa. Il problema dei concetti aggiunti*, in A. Cerri (a cura di), *La ragionevolezza nella ricerca scientifica e il suo ruolo specifico nel sapere giuridico. Atti del Convegno di Studi Roma, 2-4 Ottobre 2006*, t. 1, Roma, 2007, pp. 109, 113, 117-118, 121. L'autore da ultimo richiamato suggerisce, nel trattare la materia della ragionevolezza, l'adozione di un metodo «stipulativo o aprioristico-concettuale», inteso come processo di tipo deduttivo che consenta la riconduzione delle specificazioni applicative del concetto ad una definizione preventivamente concordata tra interprete e destinatario dell'attività interpretativa. Sottolinea, inoltre, come la ragionevolezza sia, insieme ai valori, attributo e non antitesi del diritto oggettivo: detto attributo agisce come limite positivo e negativo all'esercizio potere legislativo, in presenza di una costituzione formale che accolga le istanze di ragionevolezza e, dunque, stabilisca che il mandato del legislatore debba essere esercitato in modo «conforme alle esigenze della ragione». A sua volta, la ragione può proiettarsi in una dimensione formale di conformità della *ratio* (appunto) di una

dell'abuso di diritto (art. 54 CDFUE), si completano nell'interesse pubblico alla correttezza delle relazioni economiche⁶⁸. Detto interesse emerge non soltanto ove l'operazione autonoma coinvolga operatori economici sofisticati – si pensi alle norme in materia di abuso di posizione dominante – ma anche laddove rilevi il “contatto” tra questi e i consumatori/clienti. In particolare, nel settore finanziario, la correttezza si arricchisce del portato delle clausole generali di diligenza e trasparenza⁶⁹, riflettendo la centralità dell'obiettivo dell'informazione/educazione del consumatore di servizi finanziari e del riequilibrio della sua posizione contrattuale⁷⁰. In questa direzione la cd. *know your customer rule* e la cd. *suitability rule*, sulla base di quanto attualmente prescritto dall'art. 6, comma 3, par. 6, dir. MiFID II, richiedono agli intermediari finanziari di tarare le informazioni fornite sul profilo dell'investitore, nella duplice dimensione delle sue competenze e dell'adeguatezza della proposta di investimento⁷¹: in questo modo, è il livello di consapevolezza dell'investitore a determinare l'efficacia delle modalità di adempimento degli obblighi informativi prescelti⁷².

norma ad un'altra, ad essa sovraordinata (ragionevolezza formale), oppure in quella più intuitiva, e forse generica, della consistenza logica (ragionevolezza materiale).

⁶⁸ Cfr. C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, pp. 261, 265 e 268 ss.; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 267.

⁶⁹ La trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei rapporti con la clientela è modo di essere della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, in quanto permette una loro migliore informazione e, nel complesso, un miglior orientamento dello sviluppo del sistema (M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 156). La trasparenza guida anche il processo di produzione degli atti dotati di efficacia generale prodotti dalle autorità competenti per i mercati finanziari, ai sensi della l. 28 dicembre 2005, n. 262, artt. 23-24 (A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 827).

⁷⁰ D. SICLARI, *Tutela del risparmio*, cit., p. 80. Svolge un ruolo centrale la previsione della «forma informativa», in cui l'informazione del cliente deve costituire l'obiettivo al quale tende l'operatore, dove il rischio di asimmetrie è presunto, come nei contratti finanziari. Essi sono regolamentati nel dettaglio, rispetto alle informazioni imprescindibili, da un punto di vista formale, incorporate in documenti *ad hoc*, da consegnare al cliente (A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, p. 296; D. VALENTINO, *Obblighi di informazione*, cit., pp. 137 ss. e p. 151; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., pp. 268 s.; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 169; P. GAGGERO, *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. trim.*, 2013, p. 469 s.). Altrettanto importante è la disciplina della modifica unilaterale delle condizioni contrattuali (*ius variandi*), di cui all'art. 118 t.u.b. (A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 836).

⁷¹ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2014/65/UE del 15 maggio 2014. Per un esame dei principi in parola, si veda P.A. CUCURACHI, *Know your customer e suitability: il punto di vista della teoria della finanza*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, pp. 117 ss.

⁷² P. PERLINGIERI, *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della MiFID*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, p. 310.

Analogamente, l'art. 21 t.u.f. dispone i doveri comportamentali degli intermediari finanziari intorno alle coordinate dell'interesse dell'investitore e dell'integrità dei mercati⁷³.

In linea generale, il livello di dettaglio dei principi sopra esposti è il risultato di sintesi di un'intensa attività normativa sul piano del diritto derivato, direttamente e non direttamente applicabile, nonché sul piano giurisprudenziale. Dal punto di vista degli strumenti operativi e, soprattutto dei livelli di *governance* coinvolti nel processo di regolamentazione dell'autonomia contrattuale, il legislatore europeo ha mostrato di prediligere forme di intervento armonizzato, mirate direttamente al mercato e indirettamente all'autonomia contrattuale⁷⁴.

Nel complesso, l'impianto dell'autonomia contrattuale si presenta omogeneo nel diritto primario nazionale ed europeo: soprattutto, appaiono evidenti la funzione strumentale rispetto alle numerose situazioni giuridiche soggettive direttamente tutelate e, di conseguenza, l'elasticità della libertà in esame rispetto ai valori principali che agiscono da argine⁷⁵. In entrambe le cornici è evidente la preminenza che assume la dimensione individuale e, poi, quella sociale, come somma di interessi individuali⁷⁶.

Manca, invece, nel diritto primario europeo, un esplicito riferimento alla tutela del risparmio, come all'attività finanziaria in senso esteso, nonostante il fatto che, da un lato, essa si ponga alla base dell'autonomia privata nella sua accezione di impresa e, dall'altro, data la sua vocazione transnazionale, non soltanto richieda una regolamentazione altrettanto *cross-border*, ma costituisca anche un'importante esempio di integrazione: si pensi all'Unione monetaria, alla recentemente istituita Unione bancaria e all'auspicata Unione dei mercati dei capitali⁷⁷. Invero, l'esercizio di attività finanziarie è stato da sempre inquadrato, tanto nella prassi delle istituzioni europee, quanto dagli interpreti e dalla giurisprudenza, nell'ambito

⁷³ M. SALVATORE, *L'informazione diretta al cliente o potenziale cliente e la graduazione delle tutele nel sistema della direttiva MiFID*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, p. 292.

⁷⁴ C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 300, che colgono in questa opzione un apparente paradosso rispetto all'astensionismo che ad un regime concorrenziale dovrebbe idealmente conseguire.

⁷⁵ Una soluzione del genere ricalca perfettamente la teoria dei "controlimiti". Valga in questa sede la ricapitolazione svolta da LUCIANI F., *Potere pubblico, poteri privati e «paradossi» della libertà (le dinamiche del potere tra rappresentanza politica e autonomia privata)*, in AA. VV., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011, pp. 121-123.

⁷⁶ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., pp. 404 e 435 s.

⁷⁷ La costituzione dell'Unione monetaria, che è funzionale alla migliore prevenzione, in caso di instabilità sistemica, è, invece, considerata incompatibile con la dimensione nazionale della regolazione finanziaria (Cfr. E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, 2007, p. 214, e G. VISENTINI, *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; le riforme; oggi*, in AA. VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II*, a cura di C. Amatucci e V. Buonocore, Milano, 2008, p. 64).

libertà di prestazione di servizi e in quello della libertà di circolazione delle persone (*rectius*, di stabilimento) nel territorio dell'Unione, rispettivamente, in base agli artt. 49, 56 e 57 TFUE⁷⁸. Su queste basi si è sviluppato il diritto derivato e si è stratificata la prassi in materia di legittimità “comunitaria” nell'esame delle legislazioni nazionali.

1.3. *Le tecniche di intervento sull'autonomia contrattuale (Rinvio)*

A partire dallo statuto costituzionale che ricevono i differenti valori schermati dall'autonomia, è possibile ricondurre le tecniche di tutela nel diritto primario italo-europeo a tre categorie principali, alle quali corrispondono altrettante tecniche di limitazione, riscontrabili nelle fonti di rango sublegislativo.

Dal lato del diritto primario, si distingue la formula dell'indisponibilità di determinate situazioni soggettive – associata allo statuto dei diritti fondamentali – dalla delimitazione delle forme e dei modi di godimento dei diritti di libertà e dall'attribuzione al legislatore ordinario di (più o meno incisivi) poteri di intervento eteronomo⁷⁹.

Sul versante del diritto secondario, la prima tecnica consiste nella posizione di norme preclusive, che, cioè, impediscono ai privati determinate modalità di esercizio dell'autonomia, in corrispondenza del carattere “esterno” al contratto dell'interesse ritenuto prevalente dall'ordinamento. La seconda e la terza mettono in luce, invece, la versatilità del contratto, che è permeabile a interessi eterogenei, in maniera tale da poter essere modificato senza perdere la propria natura di atto di autonomia⁸⁰. Tali tecniche consistono, rispettivamente, nella definizione eteronoma immediata, ma parziale, dei rapporti privati (c.d. intervento autoritativo sostitutivo⁸¹) e nell'integrazione del contratto, che si sviluppa, a sua volta, attraverso differenti meccanismi operativi, richiamati, sommariamente, dall'art. 1374 c.c.⁸².

⁷⁸ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 808.

⁷⁹ R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 32; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 261. Estrema è la posizione di E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 580, stando alla quale, in buona sostanza, il principio di sussidiarietà orizzontale permette la degradazione in sede interpretativa delle norme inderogabili.

⁸⁰ Sulla funzionalizzazione del contratto, M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 91; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 273.

⁸¹ P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 35; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 231.

⁸² Cfr. *Id.*, p. 30; F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1993, p. 68 ss.; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., pp. 22 e 33; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 15; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 32; M. ORLANDI, *Appunti sull'eteronomia contrattuale*, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, a cura di V. Scalisi, Milano, 2004, p. 1096. In questa sede è possibile richiamare la classificazione dei limiti al mercato – di cui il contratto costituisce l'unità di misura – in «intrinseci» ed «estrinseci», che, proposta dalla dottrina in relazione all'esame della disciplina europea in

L'elemento che consente di cogliere la differenza qualitativa tra le diverse ipotesi è il segno dei rapporti tra autonomia ed eteronomia. Nell'intervento sostitutivo difetta ogni tipo di concorso con la volontà dei privati e – stante l'obiettivo costruire un diverso equilibrio nello scambio, in ottemperanza a interessi generali – la componente eteronoma⁸³. Le norme preclusive e le tecniche di integrazione del contratto presuppongono, invece, un'autonoma regolamentazione del rapporto⁸⁴.

I paragrafi che seguono sono dedicati all'esame dettagliato dei modi di intervento delle fonti di diritto derivato, nazionale ed europeo, sull'autonomia privata.

1.4. *L'autonomia contrattuale nelle fonti secondarie*

Nell'ordinamento italiano, l'art. 1322 c.c. è espressamente dedicato all'autonomia contrattuale. La formulazione letterale della norma in parola trasmette immediatamente il carattere immanente dei limiti, di cui la legislazione e la prassi forniscono numerosi esempi⁸⁵.

Il perimetro di garanzia dell'autonomia contrattuale nel diritto primario italo-europeo consente di identificare i limiti di legittimità dell'intervento eteronomo⁸⁶. La chiave di volta per intendere correttamente il dualismo autonomia/eteronomia consiste, nuovamente, in un approccio coerente con lo sviluppo dell'ordinamento giuridico: in ragione della distanza che intercorre tra finalità individuali e finalità generali e della preminenza del valore di cui queste ultime sono espressione, l'eclettismo dell'autonomia contrattuale restringe ovvero espande il perimetro della garanzia costituzionale, così come espande ovvero restringe i margini di manovra del legislatore⁸⁷. Com'è noto, l'autonomia contrattuale riposa, innanzitutto sul valore propulsivo dell'iniziativa privata, alla quale l'ordinamento, agli artt. 1321 e 1322 c.c., consegna l'autodeterminazione degli interessi economici delle parti⁸⁸. Ma la componente autonoma non esaurisce il quadro delle fonti del regolamento contrattuale: l'art. 1374 c.c., dedicato

tema di libertà di impresa (C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 263), permette di distinguere l'area di impatto della conformazione dell'attività dei privati imposta dalle fonti.

⁸³ P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 54. Allude alla problematicità della ricostruzione della stessa natura di tali rapporti S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 23.

⁸⁴ P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 54; M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1096.

⁸⁵ Per tutti, R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 28, e M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 61.

⁸⁶ M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1092; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 13.

⁸⁷ A. DI MAJO, *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 10; M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1092; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 132.

⁸⁸ L'art. 1322 c.c. costituisce anche parametro del principio di sussidiarietà nel diritto privato, secondo l'impostazione di E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica*, cit., p. 259.

all'integrazione del contratto, altrettanto esplicitamente, aggiunge alle determinazioni scaturite dall'esercizio dell'autonomia contrattuale delle parti, «tutte le conseguenze che ne derivano secondo la legge, o, in mancanza, secondo gli usi e l'equità».

Le problematiche individuate dalla dottrina nella norma da ultimo richiamata si sono concentrate su due temi di fondo. Innanzitutto, si è discusso il problema dell'ambito esplicativo dell'autonomia contrattuale, stanti gli espliciti riferimenti al “contenuto” del contratto, di cui all'art 1322 c.c. e la collocazione sistematica dell'art. 1374 c.c., nel capo V, titolo II, libro IV, dedicato agli effetti, che sembrerebbero scindere le due fasi. Secondo un'autorevole prospettazione, bersaglio delle fonti eteronome sarebbero gli effetti del contratto, mantenendosi, invece, rigorosa la determinazione autonoma, dunque, negoziale, della fattispecie, intesa come disciplina del rapporto⁸⁹. Tale bipartizione trova un corrispettivo nella classificazione dei limiti all'autonomia contrattuale in intrinseci ed estrinseci, a seconda che essi incidano sui “contenuti”, piuttosto che sulle condizioni di rilevanza effettuale dell'atto di autonomia privata⁹⁰. La tesi in parola, tuttavia, è difficilmente adoperabile nel contesto attuale. Innanzitutto, i suoi stessi fautori non sono compatti nella definizione del contenuto, né sulla sua sistemazione nell'ambito della teoria del contratto⁹¹. Essa, inoltre, non rende conto del pluralismo delle fonti contrattuali, avvertito già dal legislatore del '42 – il quale, nello stesso art. 1374 c.c. instaura tra queste una concorrenza “naturale”⁹² – né nel principio di determinatezza/determinabilità in materia obbligatoria, elementi che permettono di cogliere lo strettissimo legame tra rapporto e sua disciplina⁹³. Ancóra, l'orientamento che

⁸⁹ Su tutti, cfr. P. BARCELLONA, *op. cit.*, pp. 285 ss. e R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti*, cit., pp. 37 e p. 352; C.M BIANCA, *op. cit.*, p. 500.

⁹⁰ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 136.

⁹¹ Si richiama il confronto operato da S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 78 ss.

⁹² Molto suggestivo, a riguardo, è il rilievo di *Id.*, p. 91: «[...] l'integrazione sembra partecipare di una duplice natura: essa è fuori del contratto, ma al tempo stesso ne determina l'operare; il contratto è il suo oggetto, ma alla costruzione del proprio oggetto essa non manca di partecipare». Tra gli altri fautori della tesi in esame, si vedano R. SACCO, *L'integrazione*, in R. SACCO E G. DE NOVA, *Il contratto*, I, 3ª ed., in Tratt. dir. civ. Sacco, Torino, 2004, pp. 421 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, rist. 2ª ed., Napoli, 2008, p. 115. Eliminati l'accordo, la causa e la forma (*contra* P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 268; C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 294, rispetto alla cd. forma informativa, oggi, nelle fonti del diritto europeo), i termini della questione concernono, principalmente, la definizione dell'oggetto – e del contenuto – del contratto (tra gli altri, P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 261; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., 37 e, su una chiara distinzione tra oggetto e contenuto, p. 353). Il ricorso alla nozione di regolamento contrattuale risolve il problema dei rapporti tra fattispecie ed effetti del contratto (S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 91; *contra* R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 353).

⁹³ Per tutti, F. GAMBINO, *Il rapporto obbligatorio*, in Tratt. dir. civ. Sacco, *Le obbligazioni*, I, Torino, 2015, pp. 186 ss. Sul legame tra fattispecie ed effetti giuridici, S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 85 ss.; M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1097 ss. In particolare, l'Autore ricostruisce la relazione tra il rapporto giuridico e la sua fonte in termini di coesenzialità.

considera l'integrazione degli effetti altro dall'integrazione dell'atto-contratto non è coerente all'aspetto assunto dall'autonomia contrattuale nella realtà dell'ordinamento e del mercato, che convive con le sue limitazioni, come prova la praticabilità di un intervento *in executivis* da parte delle autorità indipendenti⁹⁴. L'ampiezza della delega di poteri, in alcuni casi, permette alle autorità di attribuirsi la competenza a modificare unilateralmente i contenuti contrattuali con efficacia *ex tunc*, in relazione all'aggiornamento delle poste tecniche alle quali si riferiscono le clausole eterodeterminate⁹⁵. Per tutte queste ragioni appare preferibile la teoria che, rispetto all'integrazione del contratto, ricorre al *medium* del regolamento contrattuale, suggerendo quella continuità nella transizione tra fattispecie ed effetti negoziali che, di fatto, svaluta concezioni "puriste" dell'autonomia⁹⁶.

La delimitazione dell'area di incidenza delle fonti eteronome, com'è facile intuire, non esaurisce le difficoltà ricostruttive che solleva l'integrazione del contratto; piuttosto, la presa di coscienza di un'essenziale opacità della nozione di autonomia contrattuale richiede, a sua volta, un'ulteriore precisazione in ordine all'individuazione di quel perimetro di garanzia, che deve ammantare l'atto di iniziativa privata in modo da preservarne la natura negoziale – e tutte le conseguenze disciplinari che da essa discendono; ed è questo il secondo fascio di problematiche alle quali si alludeva in apertura del presente paragrafo.

In alternativa ad una tesi che tara la natura negoziale (piuttosto che doverosa) di un determinato atto sul dato quantitativo della distanza tra il regolamento derivante da fonti eteronome e il precetto privato, si collocano due orientamenti che assumono il dato qualitativo, stavolta, della prevalenza della fonte legale, in assoluto, o, viceversa, dell'atto di autonomia⁹⁷. A un estremo si colloca la tesi più risalente, la quale esclude che la natura negoziale di un atto di autonomia possa sopravvivere ad innesti eteronomi, sul presupposto che essa sia indissolubilmente legata alla pura volontà delle parti contrattuali⁹⁸. Su un diverso versante si attesta la seconda tesi, che consegue, invece, senza strappi, alla constatazione di un'autonomia contrattuale che interloquisce dinamicamente con l'eteronomia nella definizione dell'assetto di interessi individuati dalle parti. In essa, l'iniziativa privata è il

⁹⁴ M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 157, e, più di recente, M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., pp. 116 e 222.

⁹⁵ *Id.*, p. 116.

⁹⁶ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 91.

⁹⁷ V. P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 262.

⁹⁸ La tesi in parola è riportata da *Id.*, p. 264.

«motore del contratto», nel senso che, da un lato, soltanto un suo assoluto difetto ha il potere di impedire la nascita del contratto e, dall'altro, delimita gli interessi oggetto di regolamentazione, condizionando, così, l'ambito operativo delle fonti eteronome⁹⁹; inoltre, l'autonomia contrattuale, alla luce delle fonti di diritto primario e secondario, può essere funzionalizzata senza perdere la propria consistenza concettuale¹⁰⁰. La correttezza della prospettiva da ultima richiamata si dimostra considerando l'eccezionalità delle ipotesi nelle quali la legge impone un obbligo a contrarre: in tutti gli altri casi, la volontà primigenia nella costituzione di un rapporto contrattuale – cioè, la scelta e, di conseguenza l'alternativa tra il vincolarsi (e a determinate condizioni) o meno – sarà sempre teoricamente possibile¹⁰¹.

Individuato in un potere di iniziativa il nucleo dell'autonomia privata, e nella delimitazione degli interessi sui quali inciderà il regolamento contrattuale il suo effetto naturale, è possibile affrontare l'esame delle fonti tipiche di integrazione del contratto.

1.4.1. *L'integrazione legale*

Il dispositivo dell'art. 1374 c.c. è collocato dalla dottrina in un sistema di norme, nel quale si fanno rientrare anche l'art. 1339 c.c. e gli artt. 1375 e 1340, che saranno oggetto, nell'ambito del presente studio, di una trattazione separata, a causa della intrinseca sensibilità della buona fede e delle clausole d'uso all'evoluzione del contesto economico nel quale i contratti interessati vanno ad inserirsi¹⁰².

L'art. 1374 c.c. elenca, tra le fonti di integrazione, in un ordine che riflette la gerarchia delle fonti del diritto indicata all'art. 1 disp. prel. c.c., innanzitutto, la legge. Com'è noto, le norme di legge che interagiscono con l'autonomia negoziale possono essere classificate in due categorie principali: norme derogabili (dispositive e suppletive) e norme imperative, alle quali

⁹⁹ Cfr. M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 172 e pp. 196 ss.; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 87, C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 500, il quale, nel solco della tesi che distingue la struttura del contratto dagli effetti, comprende tra i sintomi dell'essenza autonoma del contratto la causa e il contenuto essenziale, incidendo le fonti eteronome soltanto sulla disciplina del rapporto, e R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 424, il quale richiama la parziale determinatezza dell'oggetto ammessa dall'art. 1349 c.c. per fondare il primato qualitativo dell'autonomia contrattuale tutte le volte in cui la volontà delle parti determini (almeno) i «punti essenziali del regolamento». In giurisprudenza, Cass., 14 aprile 2004, n. 7069, in *Arch. giur. oo. pp.*, 2004, pp. 260 ss.

¹⁰⁰ Sul punto, si veda R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., pp. 227 ss.

¹⁰¹ Cfr. R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 45 s., sulla permanenza dell'essenza di libertà dell'atto di autonomia, e R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, cit., p. 114; A. NEGRO, *Obbligo di parità di trattamento da parte del monopolista tra fase genetica e fase funzionale del rapporto contrattuale*, nota a Cass., 25 novembre 2014, n. 26354, in *Resp. civ. prev.*, 2014, pp. 883 ss. In giurisprudenza, Cons. Stato, 10 gennaio 2003, n. 33, in *Vita not.*, 2003, pp. 221 ss.

¹⁰² R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 419; N. LIPARI, *Per una revisione della disciplina sull'interpretazione e sull'integrazione del contratto*, in *Riv. trim.*, 2006, p. 728.

fa espresso riferimento l'art. 1339 c.c. che richiama le «clausole» e i «prezzi di beni o di servizi» e ne stabilisce l'automatico innesto nel contratto a prescindere dalla volontà delle parti¹⁰³. Rispetto all'obiettivo di ricerca del presente lavoro e al campo applicativo dei contratti finanziari, riveste una particolare importanza proprio l'ipotesi da ultimo richiamata, che, attualmente, si ripete nella maggior parte delle norme destinate alla delimitazione ovvero all'orientamento dell'autonomia contrattuale¹⁰⁴.

Il primo problema sollevato dall'art. 1339 c.c., consiste, dunque, nei termini del rapporto che intercorre tra quest'ultimo e la previsione generale di cui all'art. 1374 c.c. È evidente, del resto, che l'inserzione automatica di clausole costituisce il limite piú intenso, tra quelli, positivi e negativi, ammessi dalla lettera dell'art. 1322 c.c. e corrisponde, tra le possibili manifestazioni eteronome, a un intervento parziale, al quale si associano effetti conformativi del regolamento contrattuale¹⁰⁵. Dal punto di vista funzionale, l'art. 1339 c.c. legittima la sostituzione automatica delle clausole inserite dalle parti, che siano difformi alle clausole legali, in via generale; a prescindere da un'esplicita previsione nell'ambito delle singole norme imperative, esso suffraga la tesi della funzionalità dello strumento contrattuale (anche) rispetto alla soddisfazione di interessi superindividuali¹⁰⁶. Non a caso, infatti, le norme imperative di diritto privato sono «viste come un'alternativa funzionale alle diverse forme di regolazione pubblica»¹⁰⁷.

Individuata la specificità di *ratio* dell'art. 1339 c.c. è possibile indagare la direzione del rapporto tra quest'ultimo e l'art. 1374 c.c. Un tesi autorevole, ma risalente, distingue l'efficacia dell'art. 1374 c.c. da quella dell'art. 1339 c.c. in relazione alle norme inderogabili: la prima, rispetto alla seconda, sarebbe una sorta di “norma primaria”, in quanto fisserebbe i presupposti per un generico inserimento delle clausole imposte nel regolamento contrattuale; l'art. 1339 c.c., invece, si discosterebbe dal discorso sulle fonti, attenendo, piú propriamente al momento sanzionatorio, specialmente in caso di contrasto del precetto privato con la clausola imposta¹⁰⁸. Tuttavia, preso atto dell'inconsistenza della separazione della fase strutturale da

¹⁰³ R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 23; R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 417 ss.

¹⁰⁴ F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 259.

¹⁰⁵ Cfr. A. RICCOBENE, *L'integrazione del contratto*, in *Casi e questioni di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XXI, *Il contratto in generale*, a cura di R. Alessi e G. Grisi, Milano, 2002, p. 1435 e S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 33 ss.

¹⁰⁶ *Id.*, pp. 35 e 42 ss.; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 139.

¹⁰⁷ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 24.

¹⁰⁸ P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 168.

quella effettuale del contratto, convince maggiormente una rappresentazione del rapporto tra gli artt. 1339 e 1374 c.c. in termini di continenza rispetto agli effetti prodotti sul regolamento contrattuale, piuttosto che di “diversità di fase”. La previsione legislativa dell’inserzione automatica di clausole – ove non, addirittura, la sostituzione di quelle difformi – può rientrare, infatti, senza forzature nella previsione generale in tema di integrazione, *ex art. 1374 c.c.* Interessante è, a questo punto, l’osservazione di alcuni autori, i quali, preso atto della natura imperativa della norma espressa dall’art. 1374 c.c., concludono per l’automatica invalidità delle clausole che intendano derogarvi, in base al principio espresso all’art. 1418, comma 1, c.c.¹⁰⁹. Il riferimento all’invalidità richiede l’esame delle tecniche attraverso le quali si realizza la tecnica della sostituzione automatica di clausole, che, a seconda dei punti di vista, può rappresentare un momento di *bypass*, ovvero l’esito, di un giudizio inerente la validità e la conservabilità del contratto. Le coordinate, anche in tal caso, sono offerte da norme dedicate ai contratti in generale: vengono in esame l’art. 1419, comma 2, c.c. e l’art. 1424 c.c., dedicati, com’è noto, alla nullità parziale e alla sostituzione di diritto delle clausole nulle, e alla conversione del contratto nullo¹¹⁰. In particolare, avverso la tesi che tendeva a considerare la sostituzione automatica di clausole *ex art. 1339 c.c.* un’ipotesi specifica di conversione del contratto nullo¹¹¹, si è posto l’accento sul diverso rilievo che assume la volontà delle parti all’art. 1419, comma 1, c.c. e all’art. 1424 c.c., in cui essa costituisce la condizione principale per la conservazione del contratto viziato, rispetto all’art. 1419, comma 2, c.c., che ne prescinde completamente, a tutto favore della concorrente fonte eteronoma¹¹². Dal punto di vista tecnico, invece, l’art. 1339 c.c. e l’art. 1419, comma 2, c.c., esprimerebbero lo stesso meccanismo operativo, ovvero la sostituzione delle clausole difformi a norme imperative, se si parte dall’assunto che l’ordinamento tenderebbe a rispondere, a detta difformità, con la sanzione della nullità virtuale, di cui all’art. 1418, comma 1, c.c. La differenza più vistosa tra le norme risiede nella tecnica di integrazione del contratto alla quale fa riferimento il testo

¹⁰⁹ R. SACCO, *L’integrazione*, cit., p. 421, il quale precisa, inoltre, che, sempre secondo le regole generali, le parti possono derogare a singoli usi, ma non possono impedirne definitivamente l’operatività; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 101 s. In giurisprudenza, si veda Cons. Stato, 27 ottobre 2014, n. 5312, in *Foro amm.*, 2014, pp. 2582 ss.

¹¹⁰ Analizza il meccanismo di conversione del contratto nullo, nella prospettiva dei poteri d’ufficio del giudice M. ANGELONE, *La conversione d’ufficio del contratto nullo tra (interpretazione di) buona fede e «giusto rimedio»*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 1016 ss., che suggerisce di inserire detta operazione tra i poteri-doveri del giudice adito, in quanto corollario del principio di buona fede interpretativa, *ex art. 1366 c.c.*

¹¹¹ La tesi è ricapitolata (e criticata) da P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 152.

¹¹² S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 53; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1436.

dell'art. 1339 c.c., che non comprende soltanto la sostituzione delle clausole difformi a prescrizioni autoritative, ma anche l'inserimento automatico nel contratto delle stesse prescrizioni, in caso di lacune: dunque, al di là della funzione di completamento svolta dalle norme dispositive e suppletive¹¹³. Questa teoria non chiarisce, tuttavia, come debba coordinarsi la sostituzione automatica delle clausole imposte con la sanzione della nullità virtuale delle singole clausole, quale si ricava dal combinato disposto degli artt. 1418, comma 1, e 1419, comma 1, c.c.; né, più in generale, se l'applicazione dell'art. 1339 c.c. passi sempre per il riscontro dell'invalidità della clausola difforme alla norma imperativa, presentandosi, in questo modo, come alternativa all'applicazione dell'art. 1418, comma 3, c.c.¹¹⁴. La tesi più convincente, in tal senso, risiede nel considerare che la sostituzione della clausola difforme alla legge sia preferibile rispetto alla «distruzione del contratto»: si preferisce il mantenimento in vita di un rapporto che, sebbene differente dalle intenzioni originarie delle parti, secondo una valutazione di normalità dei rapporti dello stesso tipo, svolga una sua funzione sociale nel foggare il mercato nel quale il contratto deve inserirsi¹¹⁵. In riferimento all'ipotesi specifica delle autorità indipendenti, come si avrà modo di specificare nel prosieguo della trattazione, anche la previsione della nullità di singole clausole si accompagna, di norma, alla specificazione del carattere parziale dell'invalidità, in modo da suggerire il favore per la conservazione del contratto, a prescindere dall'indagine circa l'essenzialità della clausola. Ne è prova, ad esempio, l'art. 120-ter t.u.b. in tema di estinzione anticipata dei mutui immobiliari¹¹⁶. Tutte le volte in cui l'inserimento della clausola eteronoma non sia espressamente assistito dalla sanzione della nullità, trova applicazione il meccanismo di sostituzione automatica, ex all'art. 1339 c.c., a patto che la clausola imposta sia abbastanza dettagliata da presentarsi come alternativa costruttiva sia rispetto al precetto privato che al rimedio demolitorio, di cui all'art.

¹¹³ A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1444; C. PRUSSIANI, *Nullità ed eteroregolazione del contratto al tempo delle autorità amministrative indipendenti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, pt. 2, p.139.

¹¹⁴ Inquadra la problematica da ultimo segnalata R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 231. Per R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 424; M. ORLANDI, *op. cit.*, pp. 1093 ss. e D. FARACE, *Art. 1339 cod. civ., provvedimenti delle autorità indipendenti ed eterointegrazione del contratto*, in *Giur. civ. comm.*, 2012, p. 659, la valutazione in termini di nullità resta sempre sullo sfondo dell'operazione in parola. Segnala l'esistenza di ipotesi *borderline* di «nullità testuale a fattispecie virtuale» M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 182.

¹¹⁵ Cfr. R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 41 e F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 283; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 162.

¹¹⁶ F. DI MARZIO, *Forme della nullità nel nuovo diritto dei contratti. Appunti sulla legislazione, sulla dottrina e sulla giurisprudenza dell'ultimo decennio*, in *Giust. civ.*, 2000, pt. 2, pp. 474 ss.; C. PRUSSIANI, *op. cit.*, p. 132 s.

1418, comma 3, c.c.¹¹⁷. Un'ulteriore prospettazione in chiave funzionale costruisce l'art. 1339 c.c. come unico nel suo genere e, perciò, non assimilabile agli artt. 1419 c.c. e 1424 c.c., i quali esprimerebbero, invece, unitariamente, il principio di conservazione del contratto: l'art. 1339 c.c., in questa teoria, incorporerebbe il diverso istituto del mantenimento coattivo del contratto rettificato, funzionale alla realizzazione dell'interesse del contraente debole ovvero di interessi formalmente estranei alle parti contrattuali¹¹⁸.

La specificità dell'art. 1339 c.c., rispetto alla previsione generale di cui all'art. 1374 c.c., porta in superficie il problema delle fonti che possono essere incluse nella nozione di «legge», richiamata dal testo dell'art. 1374 c.c. e dell'art. 1339 c.c.; ciò specialmente in un sistema composito, come quello nazionale, che appare caratterizzato da una fortissima tendenza alla moltiplicazione dei centri di produzione normativa. Rispetto ai temi oggetto della presente ricerca, è possibile valutare l'idoneità delle fonti europee e degli atti *lato sensu* amministrativi a svolgere la funzione integrativa della legge.

Riguardo alle prime, che insieme alle leggi ordinarie, nell'ambito del diritto nazionale, fondano la legittimità degli atti adottati dalle autorità indipendenti, può affermarsi, ormai pacificamente, che l'ambito di applicazione dell'art. 1374 c.c. comprenda anche le fonti europee dotate di efficacia diretta orizzontale. Dunque, i regolamenti, laddove prevedano, attraverso norme imperative, l'integrazione contrattuale, rientreranno nell'ambito di applicazione degli artt. 1374, 1339 e 1419, comma 2, c.c. In caso di mancato adeguamento del contratto alle prescrizioni contenute in queste fonti normative, esse stesse prevedono rimedi differenti dalla nullità o dalla sostituzione automatica delle clausole difformi¹¹⁹. Laddove, invece, l'attuazione sia mediata dall'adozione di atti normativi di diritto interno, che siano inquadrabili nella gerarchia di cui all'art. 1374 c.c., l'integrazione non porrà, com'è ovvio, alcun problema particolare all'interprete.

¹¹⁷ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 177; C. PRUSSIANI, *op. cit.*, p. 135. Sull'«automaticità» si rinvia alle considerazioni svolte da F. DI MARZIO, *op. cit.*, p. 476.

¹¹⁸ P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata*, cit., pp. 171 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 226; C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 512 ss.; *contra* S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 53.

¹¹⁹ Il discorso non può applicarsi alle direttive (si pensi al problema dell'efficacia diretta orizzontale delle direttive dettagliate) e, almeno non integralmente, ai Trattati (cfr. A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1465, e C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 311). Lo stesso Autore riporta come il diritto europeo sanzioni il difetto di conformità alle clausole imposte attraverso il diritto derivato *self-executing* ricorrendo a tecniche sanzionatorie, in senso lato, ulteriori rispetto a quelle previste in via generale dal sistema di diritto interno nel quale si inserisce l'art. 1374 c.c. (*Id.*, p. 310).

1.4.2. *La nullità, l'inserzione e la sostituzione automatica di clausole. Il diritto derivato europeo e gli atti amministrativi nella prospettiva dell'integrazione legale*

Quanto agli atti amministrativi, invece, occorre ponderare le specificità collegate all'esercizio dei poteri assegnati alle autorità indipendenti con la posizione occupata dalle fonti, in questo modo, prodotte, nel sistema generale. Quantunque si consideri stringente l'elencazione di cui all'art. 1374 c.c., un'eventuale implementazione del catalogo delle fonti tipiche di integrazione è ritenuta conforme all'ordinamento, nei limiti in cui, come dev'essere, l'esercizio del potere sia delimitato dalla legge in senso formale e, da un punto di vista sostanziale, sia strumentale alla realizzazione della funzione sociale attribuita dalla Costituzione all'autonomia privata¹²⁰. Anche in assenza di un'adeguata copertura legislativa, si è affermato che l'eventuale contrasto tra una clausola elaborata da un'autorità indipendente e una norma di legge possa essere risolto a favore della prima, alla luce del criterio di competenza. Si richiede soltanto, a tale scopo, che l'attività regolamentare non sconfini in aree che sono sottratte del tutto alla disponibilità delle parti¹²¹. Una volta accertata la legittimità dell'esercizio dei poteri di normazione secondaria, le tecniche attraverso le quali si realizza l'integrazione del contratto variano, essenzialmente, in relazione al grado di generalità dei contenuti imposti¹²².

Le tecniche di integrazione a disposizione delle autorità sono quelle descritte agli artt. 1374, 1339 e 1419, comma 2, c.c.¹²³. Innanzitutto, le autorità possono imporre forme e contenuti a pena di nullità (testuale), secondo l'art. 1418, comma 3, c.c. Costituiscono esempi di questo tipo il potere attribuito alla Consob, dalla norma di cui all'art. 23, comma 1, d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" (t.u.f.), e alla Banca d'Italia, dall'art. 117, commi 2 e 8, e 125, comma 1, d.lg. 1

¹²⁰ R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 232; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 37; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1448. In giurisprudenza, Cass., 22 luglio 2011, n. 16141, in *Giur. it.*, 2012, cc. 1559 ss., con nota di G. RISPOLI, *Asimmetrie contrattuali e limiti all'eterointegrazione normativa*, contra Cons. Stato, 11 gennaio 2012, n. 3509, in *Giurisd. amm.*, 2012, I, pp. 1356 ss.; M. ANGELONE, *Poteri regolatori dell'Aeeg e integrazione dei contratti di somministrazione di energia elettrica*, nota a Cass. 27 luglio 2011, n. 16401, in *Rass. dir. civ.*, 2012, pp. 928 ss. A favore della tassatività, su tutti, si veda S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 36; Contra F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit. p. 276.

¹²¹ C. PRUSSIANI, *op. cit.*, p. 140 s., richiama Cass., 22 luglio 2011, n. 16141, in *Giur. it.*, 2012, pp. 1560 ss.; Cass., 12 dicembre 2011, n. 26610, in *Mass. Foro it.*, 2012, pp. 135 ss.; Cass., 27 luglio 2011, n. 16401, in *Giust. civ.*, 2011, I, cc. 1967 ss.

¹²² M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1102.

¹²³ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 103 ss.

settembre 1993, n. 385, “Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia” (t.u.b.)¹²⁴. Accanto all'imposizione di requisiti di forma e di contenuto a pena di nullità, le autorità possono imporre l'adozione di clausole *self-executing*, al cui livello di dettaglio corrisponde, in caso di inosservanza, la misura della sostituzione automatica *ex art.* 1339 c.c. Ciò avviene, ad esempio, rispetto ai provvedimenti in ambito tariffario nel settore energetico, adottati dall'AEEG, secondo l'art. 23, d.lg. 23 maggio 2000, n. 164, ovvero ai sensi dell'art. 2, comma 12, lett. h), l. 14 novembre 1995, n. 481¹²⁵. Come si è accennato nelle pagine che precedono, le autorità indipendenti possono interferire anche sulla fase esecutiva del rapporto, attraverso la predisposizione di condizioni che, allo stesso modo, sostituiscono le clausole con esse in contrasto¹²⁶.

Un'ulteriore modalità di intervento eteronomo – particolarmente «inquietante»¹²⁷ rispetto all'autonomia contrattuale – è prevista dal combinato dell'art. 98-*quater* e 99 t.u.f. La norma conferisce alla Consob non solo il potere di specificare – analogamente a quanto previsto dall'art. 95 t.u.f., mediante l'adozione di un proprio regolamento attuativo che tenga presenti le caratteristiche dei soggetti interessati – gli obblighi informativi previsti dal t.u.f. in relazione alle offerte pubbliche di acquisto di strumenti e prodotti finanziari, ma anche successivi poteri ispettivi, sanzionatori e di *naming and shaming*. In altre parole, si assiste a una totale sovrapposizione di poteri regolamentari, ispettivi e sanzionatori.

¹²⁴ L'art. 127, comma 2, n. 2), t.u.b. precisa che le nullità previste dal capo II, dedicato al credito ai consumatori, sono nullità relative, azionabili solo a vantaggio di questi ultimi, analogamente all'art. 23, comma 3, t.u.f., rispetto ai contratti di cui al comma 1 della stessa norma, ossia i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento e i contratti accessori. Si segnala, tuttavia, che, secondo un'interpretazione restrittiva della norma, ispirata dal *favor* per l'autonomia contrattuale, il potere attribuito consisterebbe in un potere di denominazione, piuttosto che di conformazione (sul punto, A. MIRONI, *Le “fonti private” del diritto bancario: concorrenza, trasparenza e autonomia privata nella (nuova) regolamentazione dei contratti bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, pp. 280 ss.). Il potere attribuito alle autorità finanziarie d'intesa dall'art. 117, comma 8 t.u.b. è stato da alcuni letto come sintomatico di una «tipizzazione “in positivo” del contratto», la cui esplicazione pratica può variare da un minimo costituito dalla connotazione, intesa come descrizione dei caratteri che un certo contratto deve presentare per essere ricondotto a un certo tipo, a un massimo costituito, invece, dalla formalizzazione di operazioni (in un primo momento) solo socialmente tipiche (G. GITTI e F. DELFINI, *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 493 s.).

¹²⁵ Cass., 1 ottobre 2013, n. 22453, in *Giur. it.*, pp. 1597 ss., con nota di V. VITI, *Provvedimenti normativi dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas ed integrazione contrattuale*.

¹²⁶ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., pp. 103 ss.; sulla legittimità della modifica unilaterale del regolamento contrattuale *in executivis*, cfr. C. cost., ord. 22 maggio 2009, n. 162, in *Giust. civ.*, 2010, I, pp. 2414 ss., e Cass., 24 settembre 2010, n. 20177, in *Mass. Foro it.*, pp. 890 ss.

¹²⁷ M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 498.

1.4.3. *Gli usi integrativi. Le condizioni generali di contratto e la circolarità del processo di formazione degli usi contrattuali e degli usi normativi. L'autonomia contro se stessa*

L'integrazione del contratto può, da un punto di vista funzionale, essere considerata antagonista oppure alleata dell'autonomia privata¹²⁸.

L'integrazione è alleata dell'autonomia privata tutte le volte in cui i contenuti formati all'esterno del contratto corrispondono a quanto le parti, idealmente poste in condizione di scegliere, non avrebbero escluso dal regolamento. Ciò vale per le norme derogabili (nell'ambito dell'integrazione legale), per usi ed equità – che costituiscono ulteriori fonti tipiche suppletive, *ex art. 1374 c.c.*¹²⁹ – e per la c.d. buona fede integrativa. La circostanza che le norme derogabili, gli usi e l'equità siano privi del carattere dell'imperatività, non impedisce, comunque, la possibilità di una forte interferenza con l'autonomia delle parti, come dimostrano la tecnica di *moral suasion* e, più in generale, la capacità persuasiva degli atti di *soft law*. Il meccanismo fondamentale sul quale si basa l'efficacia atipica di dette fonti è la “sublimazione”, a partire dalle tendenze spontanee del mercato, delle pratiche diffuse in un determinato ambiente economico al rango di fonti di diritto obiettivo. Potrà trattarsi di usi normativi, ma spesso tali pratiche sono tradotte in norme imperative dal legislatore, oppure dalle autorità incaricate della vigilanza su un determinato settore economico, effetto che evidenzia la circolarità del problema intorno all'integrazione del contratto. Nella concretezza e nel dinamismo del mercato, l'autonomia può, tuttavia, anche agire come potere antagonista a se stesso¹³⁰. Se si considera che tale procedimento corrisponde al progressivo incremento dell'ambito di rilevanza di usi che nascono come (meramente) negoziali, è evidente come l'autonomia delle parti rilevi anche all'esterno del singolo contratto e possa, nel tempo, costituire il precursore delle sue limitazioni.

¹²⁸ A. RICCOBENE, *op. cit.*, pp. 1436 e 1440; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 428; P. LAZZARA, *Istituzioni pubbliche, autonomia privata e mercato nella lezione di Salvatore Romano*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015, p. 355 s. Anche da un punto di vista gius-economico, P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 90.

¹²⁹ M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 146. Sul rapporto tra tipicità contrattuale e disponibilità delle norme sul tipo, si rinvia a A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1439. La differenza principale, dal punto di vista teleologico, che intercorre tra le norme dispositive e suppletive risiede nell'essere le prime maggiormente vicine alle valutazioni di opportunità generale compiute dal legislatore, circostanza che si riflette in una loro applicazione facilitata, stante il principio generale della loro inserzione nel contratto ogni volta in cui le parti non vi abbiano derogato; detta prossimità è, come si intuisce, trova la sua massima espressione nelle norme cogenti, v. A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1439 s.

¹³⁰ F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 3.

Sulla base di quanto premesso, sembra opportuno avviare l'analisi dall'esame del regime della prassi nel sistema "statico" delle fonti tipiche di integrazione del contratto. Gli usi richiamati dall'art. 1374 c.c. corrispondono agli usi normativi, di cui all'art. 8, disp. prel. c.c.; di conseguenza, sono destinati ad integrare le lacune contrattuali soltanto in mancanza della legge, svolgendo una funzione propriamente suppletiva¹³¹. Il richiamo agli usi non è, tuttavia, isolato nel Codice civile. In considerazione del profilo funzionale, la dottrina ha coniato il sintagma «usi integrativi»¹³² e ha esaminato congiuntamente gli artt. 1374 c.c. e 1340 c.c., dedicato alle clausole d'uso, ossia, agli usi contrattuali. Le clausole d'uso corrispondono, in una duplice accezione, ai comportamenti abituali delle parti ovvero alla prassi adottata dalla generalità degli operatori di una determinata area geografica o di mercato, alla quale gli stessi operatori mostrano di riconoscere valore vincolante, riponendovi il proprio (legittimo) affidamento¹³³. Gli usi contrattuali si presumono inseriti nel contratto, a meno di una comune volontà contraria, anche implicita, manifestata delle parti¹³⁴. Sempre in virtù della presunta corrispondenza alla volontà delle parti, frequentemente si afferma che usi contrattuali prevalgano, in caso di difformità, sulle norme dispositive; più impegnativa è, invece, la giustificazione, per via ermeneutica, della prevalenza dell'uso normativo difforme su una norma dispositiva e, per questo motivo, teoricamente *contra legem*¹³⁵. Normalmente, la giurisprudenza ricorre all'*escamotage* del riscontro dell'atipicità del contratto; quindi, accertata la lacunosità della disciplina legale, applica direttamente l'uso normativo *praeter legem*¹³⁶.

Se si considera il solo dato qualitativo comune a usi contrattuali e usi normativi – e cioè richiamare la prassi adottata da una generalità degli operatori – l'operazione di qualificazione può condurre a risultati assai ambigui, come prova la vicenda degli usi bancari, considerati, non a caso, uno degli esempi più significativi tra le c.dd. fonti private¹³⁷. Nel quadro del

¹³¹ C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 517; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1467.

¹³² R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 429

¹³³ Cfr. R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 239 e S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 70; F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 77 s.

¹³⁴ A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1471.

¹³⁵ R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 237 e 239, il quale, in particolare, avvicina gli usi a «norme contrattuali di fatto»; C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 518. In giurisprudenza, Cass., 6 marzo 2007, n. 5135, in *Mass. Foro it.*, 2007, pp. 533 ss. Gli usi normativi prevalgono sulle norme dispositive, invece, per espressa previsione dell'art. 2078 c.c., rispetto ai contratti collettivi di lavoro (A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1470).

¹³⁶ R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 430; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1468 s.

¹³⁷ A. MIRONI, *Le "fonti private"*, cit., p. 264. È questo il significato che si suole attribuire al riferimento agli usi, tra i criteri di interpretazione oggettiva del contratto, *ex art.* 1368 c.c. (R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 413).

diritto interno, le Norme Uniformi Bancarie (NUB), elaborate dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI), sono state, in passato, al centro di un ampio dibattito intorno alla loro reale natura giuridica, specialmente in ragione dell'influenza da esse spiegata, nel complesso, sul mercato¹³⁸. Gli usi bancari sono il risultato della prassi costante nell'ambiente bancario e sono codificati periodicamente, proprio come gli usi contrattuali, in specifiche raccolte alle quali si riconosce valore ricognitivo; nel caso specifico delle NUB, essi disciplinavano precisi schemi di contratto e la loro codificazione era realizzata dalla Camera di Commercio Internazionale¹³⁹. L'equivoco sulla natura giuridica delle NUB era alimentato, da un lato, dalla scarsa regolamentazione dei contratti bancari da parte del legislatore ordinario; dall'altro, dall'uniforme recepimento e, quindi, applicazione, nei singoli contratti con i clienti, conclusi, peraltro, attraverso moduli e formulari¹⁴⁰. Il nucleo della problematica consisteva, appunto, nel valore di principio che assumeva l'obiettivo della stabilità del settore bancario, a fronte di una disciplina legale inconsistente, che poteva ritenersi integrata dalla consuetudine *praeter legem*, individuata nelle norme bancarie uniformi. In séguito a un deciso intervento delle autorità di settore e della giurisprudenza, allo scopo di garantire la concorrenzialità del mercato e la protezione della clientela, queste ultime sono oggi pacificamente ritenute usi contrattuali, come prova anche la denominazione corrente "Condizioni generali relative al rapporto banca-cliente"¹⁴¹. Tale denominazione ne esclude, formalmente, l'efficacia sugli

¹³⁸ Si veda, per tutti, A. MIRONE, *Le "fonti private"*, cit., p. 267 ss. e, in particolare, p. 271, il quale esamina criticamente il carattere anticoncorrenziale delle condizioni generali che tendono ad uniformare le condizioni economiche del contratto. Tuttavia, osservava G. CAVALLI, *Norme bancarie uniformi e accordi interbancari*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, vol. XVI, Torino, 1994, p. 265 ss., già in un'epoca precedente rispetto ai predetti interventi, come, in effetti, l'efficacia degli usi bancari fosse limitata, richiedendosi, per il loro inserimento nel contratto, la duplice condizione del formale recepimento nei moduli predisposti dalle banche e la specifica adesione (anche se, ridotta, per effetto della disparità contrattuale), per iscritto, da parte del cliente, nell'ipotesi di clausole che importassero obblighi a suo carico: più correttamente, secondo l'autore citato, sarebbero da avvicinarsi a proposte di condizioni generali di contratto.

¹³⁹ A. GUARNIERI, *Usi*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, vol. XIX, Torino, 1999, p. 527. La dottrina cita, tra le condizioni normalmente regolate attraverso le NUB, particolarmente gravose per il cliente, l'attribuzione dello *ius variandi* e della facoltà di recesso *ad libitum*, unilateralmente, alla banca, ovvero la fideiussione *omnibus* e le clausole limitative della responsabilità e, specialmente, le clausole relative alla capitalizzazione degli interessi (per una panoramica generale, si veda G.F. CAMPOBASSO, *Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, p. 570 ss.; E. BALUCANI, *La norma di legge arretra in favore degli usi: il peculiare caso dell'anatocismo ex art. 1283 c.c.*, in AA. VV., *Integrazione non legislativa del contratto*, a cura di E. Lucchini Guastalla, Milano, 2013, p. 23 ss.).

¹⁴⁰ G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 568 s.

¹⁴¹ In giurisprudenza, per tutti, Cass., 13 giugno 2002, n. 8442, in *Giust. civ.*, 2002, I, cc. 2109 ss. In dottrina, A. MIRONE, *Le "fonti private"*, cit., p. 271; F. DIALTI, *Ancora sulla natura delle norme ed usi uniformi relativi ai crediti documentari della Camera di Commercio Internazionale*, nota a Cass., 14 ottobre 2009, n. 21833, in *Dir. comm. int.*, 2010, p. 407 s. Le condizioni economiche previste dalle NUB erano negoziate tra gli operatori bancari in seno all'ABI, con la determinazione di minimi e massimi (G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 1999, p. 568).

aspetti economici del regolamento contrattuale e, soprattutto, la natura normativa, richiamando, piuttosto, il regime delle condizioni generali di contratto, di cui agli artt. 1341 e 1342 c.c.¹⁴².

Nel settore bancario, la tendenziale omogeneità delle condizioni economiche e giuridiche del rapporto, che può osservarsi nei singoli contratti, è il risultato della funzione strumentale della tecnica delle condizioni generali di contratto alla progressiva espansione dell'ambito di rilevanza degli usi contrattuali. Emerge, quindi, una correlazione tra gli artt. 1340, 1341 e 1342 c.c., nella prospettiva dell'integrazione. Detta correlazione assume un particolare rilievo, ai fini del presente studio, ove si consideri il ruolo svolto dalle autorità indipendenti¹⁴³.

Alla qualificazione di un uso integrativo come contrattuale piuttosto che normativo, si intreccia, prima di tutto, la problematica dello statuto e del controllo sulla vessatorietà delle condizioni generali di contratto, recentemente ricondotto, per i contratti del consumatore, alla competenza dell'AGCM¹⁴⁴. Perciò, a fronte di un richiamo agli usi, più o meno esplicito nel testo predisposto attraverso condizioni generali di contratto, l'interprete dovrà, dapprima, verificare se si è in presenza di pratiche individuali tra le parti o, piuttosto, di «clausole tipiche di determinati mercati»¹⁴⁵. Ricontrato il potenziale di un'efficacia trascendente il singolo contratto, sarà necessario escludere la natura normativa delle singole clausole, così da permettere l'applicazione del sistema costituito dagli artt. 1341, comma 2, e 1342 c.c. e, con riferimento alla contrattazione con i consumatori, dell'art. 34, comma 3, c. cons. Com'è noto, le norme appena richiamate richiedono, rispettivamente, l'apposita sottoscrizione delle clausole vessatorie per l'aderente ed escludono il carattere vessatorio di quelle che riproducano disposizioni di legge. Tra le norme dedicate all'interpretazione del contratto,

¹⁴² Per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 569. Rispetto ai meccanismi tecnici di perfezionamento del contratto concluso mediante condizioni generali, si rinvia a R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 246 e 259 ss.; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1475. Nel corso degli ultimi anni, il legislatore ha esteso le competenze dell'autorità antitrust al controllo di vessatorietà delle clausole contenute nei contratti standard. Si veda, sul punto, M. ANGELONE, *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»: il controllo amministrativo dell'Agcm avverso le clausole vessatorie*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 9 ss.; P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 343 ss.

¹⁴³ Rispetto ai meccanismi tecnici di perfezionamento del contratto concluso mediante condizioni generali, si rinvia a R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., pp. 246 e 259 ss.; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1475.

¹⁴⁴ M. ANGELONE, *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»*, *op. cit.*, p. 9 ss.; E. BATTIELLI, *L'intervento dell'Autorità Antitrust contro le clausole vessatorie e le prospettive di un sistema integrato di protezione dei consumatori*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, pp. 207 ss.

¹⁴⁵ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 71.

infine, l'art. 1370 c.c. prescrive, in caso di persistente ambiguità del significato del contratto standard, l'interpretazione contro lo stipulante¹⁴⁶.

Le autorità indipendenti possono, inoltre, contribuire alla promozione di determinate clausole oppure sanzionarne l'utilizzo, attraverso il ricorso a strumenti giuridici di intensità variabile, che spaziano dall'emanazione di pareri e di provvedimenti concreti in sede semi-contenziosa, alla "codificazione" di tali pratiche in vere e proprie regole, se non alla vera e propria tipizzazione di operazioni oramai socialmente tipiche¹⁴⁷: si pensi, ad esempio ai questionari indirizzati all'industria da parte dell'Autorità Bancaria Europea in occasione della redazione delle Guidelines. In tal senso, si è osservato che gli stessi procedimenti adottati dalle autorità indipendenti possano essere ritenuti una sorta di laboratorio, nel quale gli usi contrattuali emergono e sono vagliati nella loro persuasività, grazie al coinvolgimento delle associazioni rappresentative delle parti¹⁴⁸. Resterebbe, in questo modo, affidato all'interprete il compito di accertare, da un punto di vista sostanziale, la ricorrenza dei tradizionali requisiti della *diuturnitas* e della *opinio iuris ac necessitatis*, i quali subiscono, in tal caso, una rivisitazione in chiave moderna. Così, la *diuturnitas* sarebbe influenzata dalla istantaneità della circolazione delle informazioni nel mercato attuale, mentre l'*opinio iuris ac necessitatis* dall'autorevolezza e dalla neutralità dell'autorità indipendente. Da un punto di vista formale, comunque, sarebbe sempre necessario verificare la posizione del provvedimento finale tra le fonti di integrazione del contratto, dal momento che l'origine consuetudinaria si scontra con l'*habitus* assunto, alla fine del processo, delle norme così elaborate¹⁴⁹.

L'istituto delle condizioni generali di contratto rileva non soltanto come elemento prodromico all'enucleazione degli usi integrativi. Se si considerano i modi di essere del rapporto tra fonti contrattuali eterogenee, infatti, esso, consistendo nella predisposizione unilaterale delle singole clausole, è a un tempo, «[...] un fenomeno [...] intermedio tra la determinazione che del contenuto contrattuale possono fare le parti, nei modi tipicamente individualistici dell'intesa raggiunta di volta in volta, e la disciplina unitaria e costante [...] del

¹⁴⁶ A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1475; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 414.

¹⁴⁷ Sul punto, G. GITTI e F. DELFINI, *op. cit.*, p. 493.

¹⁴⁸ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 138 ss.

¹⁴⁹ V. VITI, *Il contratto e le autorità indipendenti*, cit., p. 145 ss., è assai critica rispetto alle reali possibilità applicative della qualificazione appena esposta, dal momento che un accertamento puntuale della ricorrenza dei requisiti formali e sostanziali di tale "nobilitazione" degli usi individuali sia, nella prassi, assai rara e difficoltosa.

rapporto, quale può essere dettata da una fonte estrinseca [...]»¹⁵⁰. Pertanto, la c.d. standardizzazione esprime la prima fase nell'inarrestabile processo di ridimensionamento del ruolo della volontà delle parti, a tutto vantaggio di un'origine estranea del regolamento contrattuale, come avvertito dalla dottrina maggioritaria¹⁵¹. Se ci si limita, infatti, al dato fattuale della provenienza esterna del regolamento al quale si accetta di vincolarsi, dal punto di vista dell'aderente non c'è alcuna differenza quantitativa tra la predisposizione unilaterale ad opera della controparte e quella realizzata da un'autorità amministrativa indipendente, nell'esercizio della propria potestà regolamentare¹⁵². La differenza qualitativa, invece, consiste nella fonte (altrettanto) privata della limitazione all'autonomia contrattuale: in questa prospettiva, le condizioni generali di contratto possono considerarsi come la modalità più intensa con la quale la volontà delle parti può autolimitarsi, riducendo al minimo il contributo dell'aderente e, dunque, il suo valore procedimentale nella formazione del consenso¹⁵³.

Il processo di ridimensionamento della volontà delle parti nella costruzione del regolamento contrattuale vede collocarsi, ai due estremi opposti, i fenomeni della standardizzazione e della c.d. pubblicizzazione del contratto, che avviene attraverso la sua integrazione¹⁵⁴; sull'assunto della funzione sociale del contratto, a mediare le opposte tendenze, in sede interpretativa, si pone la c.d. obiettivizzazione del significato contrattuale¹⁵⁵.

¹⁵⁰ Alla lettera, R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 243 s.; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 63 ss.

¹⁵¹ *Id.*, p. 61 ss., il quale menziona anche la figura del «contratto imposto», esaminata da P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata*, cit., p. 294; L. ROSSI CARLEO, *La "tipizzazione" dei contratti tra modelli normativi e autoregolazione*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. NUZZO, Torino, 2014, p. 588. Cfr. il «declino della volontà contrattuale» in C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 34, con la tesi del «declino della libertà come momento caratteristico del contratto» in R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., pp. 44 ss. e, specialmente, p. 49, in cui l'Autore sottolinea come la crisi del contratto, spesso invocata dalla dottrina, in effetti sia il riflesso dell'evoluzione funzionale del contratto, che tende a mettere in discussione le diverse «immagini» di contratto, di volta in volta invocate, aderendo, a sua volta alla tesi espressa da M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 14 ss.

¹⁵² Nella prospettiva dell'aderente, infatti, da un lato, viene a mancare il rapporto fiduciario, sottostante alla possibilità di instaurare una trattativa sul regolamento contrattuale e, dall'altro, spesso, questi non è neanche motivato a prendere visione delle condizioni alle quali sta per vincolarsi, poiché è influenzato dalle dinamiche del consumo di massa. Per questo motivo, si è discusso, in dottrina, di contratto «automatico» (Sul punto, si veda D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, cit., p. 134 s.). Sul piano dell'attività delle autorità indipendenti, invece, costituisce un esempio classico di esercizio di un potere di predisposizione del regolamento contrattuale, ad es., l'art. 117, comma 8, t.u.b., che permette alla Banca d'Italia di prescrivere che alcuni contratti, precisamente individuati, presentino un «contenuto tipico determinato», dunque, unilateralmente predisposto dal regolatore, figura estranea e, perciò neutrale, stavolta, ad entrambi i contraenti.

¹⁵³ Frequentemente, in dottrina, la tecnica delle condizioni generali di contratto è confrontata con il contratto normativo e il contratto tipo, nei quali, in ogni caso, resta intatta la simmetria degli apporti volitivi dei contraenti. Per tutti, R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 244 s.; S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 27 ss.; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 264.

¹⁵⁴ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 27; C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 35.

¹⁵⁵ C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 35.

1.4.4. (Segue) *L'obiettivizzazione del contratto. Interpretazione e integrazione*

Rispetto all'integrazione del contratto, l'interpretazione assume una duplice valenza. Per un verso, l'attività interpretativa è strettamente collegata ai modi e ai tempi dell'"innesto" delle clausole eteronome, e ciò si riscontra per tutte le fonti richiamate dall'art. 1374 c.c.; per l'altro, nonostante il favore che incontra in dottrina e in giurisprudenza l'impostazione che vede integrazione e interpretazione come fasi distinte, gli artt. 1366 ss. c.c. esprimono il principio dell'obiettivizzazione del significato contrattuale, che, inevitabilmente, ha ricadute sia interpretative che integrative¹⁵⁶. Gli snodi concettuali rilevanti in questa sede consistono, dunque, nel chiarire la differenza qualitativa tra interpretazione e integrazione e, per ciò che riguarda il principio di buona fede e i suoi corollari, il ruolo costruttivo che assume l'interpretazione *ex se*.

In relazione al rapporto di priorità logica tra le due operazioni, peraltro demandate entrambe al giudice, si è sostenuto tanto che l'interpretazione del contratto preceda logicamente la fase della sua (eventuale) integrazione¹⁵⁷, quanto che l'integrazione sia preliminare alla interpretazione, dal momento che soltanto allora sarebbe possibile cogliere il significato pieno dell'atto di autonomia¹⁵⁸. Nessun autore mette in discussione la concatenazione tra interpretazione e integrazione, a prescindere dalla priorità logica dell'una o dell'altra, ma il problema della regolamentazione dei confini tra due distinte fasi di valutazione del regolamento contrattuale merita una serie di chiarimenti¹⁵⁹.

In epoca risalente si è sostenuta una sostanziale affinità qualitativa dell'interpretazione del contratto con l'interpretazione della legge¹⁶⁰. Questa tesi tendeva ad identificare il contratto in una *lex privata*, in maniera tale da applicare ad esso i principi elaborati con riferimento alla *lex publica*. In particolare, veniva in rilievo quello di autointegrazione, nei suoi corollari dell'analogia *legis* e dell'analogia *iuris*, per il caso in cui fosse necessario ovviare ad eventuali – e soltanto apparenti, stante il primato della volontà – lacune nel regolamento contrattuale. Un approccio del genere conduceva alla conclusione che l'integrazione costituisse il momento

¹⁵⁶ Può comprendersi tra dette "ricadute integrative" la conversione del negozio nullo d'ufficio, che, secondo l'impostazione proposta da M. ANGELONE, *La conversione d'ufficio del contratto nullo*, cit., p. 1031, non contrasta con il principio di autonomia negoziale.

¹⁵⁷ R. SACCO, *L'integrazione*, cit., 2004, p. 421 s.

¹⁵⁸ N. LIPARI, *Per una revisione*, cit., p. 727.

¹⁵⁹ R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 422.

¹⁶⁰ Ricapitolano la tesi in parola S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 4 ss.; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1432. *Contra* l'approccio descritto, su tutti, R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, rist. 2ª ed., Napoli, 2008, pp. 120 e 133 ss.

esiziale dell'interpretazione del contratto e, attraverso il principio di autointegrazione, offriva alla volontà dei privati il massimo riparo possibile dall'interferenza di fonti estranee¹⁶¹. La fisionomia dell'integrazione contrattuale nella realtà del diritto positivo e degli scambi dimostra la scarsa adattabilità della teoria sopra esposta al contesto attuale, dal momento che l'integrazione può prescindere dalla presenza di lacune nel contratto: si pensi all'integrazione cogente, accanto all'integrazione suppletiva¹⁶². Anzi, la realizzazione di una funzione socio-individuale costituisce l'obiettivo (pubblicistico) dell'esercizio dell'autonomia contrattuale, che rende il contratto permeabile agli effetti del continuo bilanciamento tra diritto e mercato globale¹⁶³. Svoltata questa premessa, laddove il contratto si presenti lacunoso, la sequenza logica tra interpretazione e integrazione sarà univoca: l'integrazione dovrà necessariamente attendere gli esiti dell'interpretazione del contratto, in maniera tale da permettere la ricostruzione della volontà delle parti rispetto allo specifico obiettivo dell'applicazione delle norme suppletive¹⁶⁴. In tutti gli altri casi la direzione della relazione tra integrazione e interpretazione non potrà essere individuata a priori, e ciò per due ordini di motivi fondamentali. Innanzitutto, come si è detto, all'interno del regolamento contrattuale, l'estensione della componente autonoma è influenzata dal rango degli interessi superindividuali perseguiti ovvero perseguibili attraverso il contratto. Ciò impone non soltanto l'individuazione del senso dell'operazione economica perseguita dalle parti, ma anche una preventiva operazione di confronto del contratto concreto con la sua "versione finale", in altre parole, integrata. D'altra parte, l'intervento sull'autonomia privata, legittimo fintantoché realizzi obiettivi genericamente riconducibili all'utilità sociale, deve essere "dosato", in maniera da non comprimere oltre il necessario l'assetto di interessi voluto dalle parti¹⁶⁵. In questo modo, la stessa attribuzione a un atto dei "suoi" effetti, è (anche) frutto di una scelta dell'interprete parametrata su quelli che scaturiscono dalle varie opzioni disponibili: in altre parole, per il fatto che la soluzione individuata dall'interprete deve essere il più

¹⁶¹ Ricapitolano la tesi in parola S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 4 ss.; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1432. *Contra* l'approccio descritto, su tutti, R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, cit., p. 120 e 133 ss.

¹⁶² C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 499.

¹⁶³ Per cogliere la dissolvenza della contrapposizione tra pubblico e privato, in presenza di un intervento legislativo "esterno" al contratto, si suggerisce la lettura di P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 15 ss.; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 25 s.; S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 50 ss.; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1433; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 258.

¹⁶⁴ A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1434 s.

¹⁶⁵ S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 372 s.

possibile aderente al caso concreto e alla sua concreta funzionalità, integrazione e interpretazione non possono costituire tecniche contrapposte¹⁶⁶. Inoltre, poiché, in ultima analisi, spetta al giudice realizzare l'operazione di inserimento delle clausole eteronome nel contratto, il contributo dell'interprete e la prossimità dell'interpretazione oggettiva all'integrazione, impongono di considerare con cautela una (sempre) netta demarcazione tra le due fasi¹⁶⁷.

Il tessuto ordinamentale evidenzia, secondo la dottrina maggioritaria, la centralità della buona fede (oggettiva), normalmente identificata nella correttezza¹⁶⁸. La buona fede esprime una clausola generale e, in quanto tale, il suo governo applicativo tende ad essere elastico e assai permeabile alla realtà sociale¹⁶⁹. Rispetto all'interpretazione, la norma di riferimento è

¹⁶⁶ Si veda, per approfondimento, P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, p. 8; ID., *Per un'ermeneutica rinnovata*, in AA. VV., *Studi in onore di Nicolò Lipari*, Milano, 2008, p. 2240 s.; ID., *Il diritto come discorso? Dialogo con Aurelio Gentili*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 784 s.; S. TROIANO, *La ragionevolezza nel diritto dei contratti*, Padova, 2005, p. 369 ss; N. LIPARI, *Per una revisione*, cit., p. 719

¹⁶⁷ *Ex multis*, A. DI MAJO, *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 23, fa riferimento proprio all'interpretazione integrativa; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 271.

¹⁶⁸ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 112 ss.; N. LIPARI, *Per una revisione*, cit., pp. 726 e 728. Si segnala che è possibile tracciare, a partire da una diversa impostazione della teoria degli usi, un ulteriore sistema di collegamento tra interpretazione e integrazione del contratto, come suggerito da A. GUARNIERI, *op. cit.*, p. 521 ss.; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 412; *Contra* O. DE CICCO, *Concordato preventivo e classi di creditori: dalla postergazione alla prededuzione*, nota a Cass., 4 febbraio 2009, n. 2706, in *Giur. comm.*, II, p. 297 s. Considerano concettualmente unitario il riferimento a correttezza e buona fede A.M. MICCOLI, *Nuovi limiti all'autonomia contrattuale nei contratti per servizi di investimento finanziario*, Napoli, 2005, p. 112; V. CARBONE, *La regola di correttezza e buona fede: un esempio del diritto vivente*, in *Obbl. contr.*, 2012, p. 183 ss.; rispetto alla materia dei contratti bancari e finanziari, V. CALANDRA BUONAURA, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. comm.*, 2008, pt. 1, p. 223; E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far "comprendere": l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, pp. 251 e 262; A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 401. *Contra* S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 132 ss., che, a partire dal riscontro del comune fondamento nel principio di solidarietà, come limite generale all'autonomia contrattuale, si sofferma sulla correttezza *ex se*, dimostrando di considerare, piuttosto, la buona fede come una figura limitrofa e meno pregnante, utile per svolgere una "diagnosi differenziale"; inverte i termini del rapporto R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 432 s. La correttezza, tuttavia, non costituisce l'unico parametro suscettibile, a torto o a ragione, di sovrapposizioni con il concetto di buona fede: la dottrina si è soffermata sulla differenza che intercorre tra la buona fede e la diligenza, riferendo quest'ultima alla fase successiva, rispetto all'integrazione, della valutazione dello sforzo del debitore nell'adempimento della prestazione dovuta (A. DI MAJO, *La correttezza*, cit., p. 293. Cfr., inoltre, S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 152 ss.; conforme P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 231, e 160, e C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 506, rispetto alla radice dei cd. obblighi di protezione; si veda D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, cit., p. 152 s., la quale, rispetto ai contratti finanziari, evidenzia la prossimità della correttezza, intesa come coordinata, insieme alla trasparenza, degli obblighi informativi, alla valutazione della diligenza dell'operatore finanziario, nella fase patologica del rapporto). Sulla differenza tra buona fede e proporzionalità (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., pp. 379 ss.; nella prospettazione offerta da F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., pp. 278 ss., esse ispirano norme «a vocazione allargata»), tra buona fede e ragionevolezza (in S. TROIANO, *op. cit.*, p. 391 s., la ragionevolezza costituisce il limite del legittimo affidamento – in buona fede – delle parti sul significato obiettivo dell'accordo, come «astratta giustificabilità» in P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p.382).

¹⁶⁹ Sia consentito il rinvio, sul punto, a M. ORILIA, *Collegamento negoziale, interesse delle parti e intergrazione ermeneutica del regolamento contrattuale*, in *Corti salernitane*, 2014, p. 562 s.

contenuta all'art. 1366 c.c., il quale, per orientamento omogeneo della scienza giuridica richiamerebbe, appunto, la buona fede "oggettiva" e, così, la correttezza normalmente attesa da chi è parte di un contratto¹⁷⁰. La vaghezza della nozione e, nondimeno, la sua collocazione sistematica, nel contesto degli artt. 1362-1371 c.c. hanno da sempre alimentato una certa reticenza nell'applicazione e accese discussioni nella dottrina che si è occupata dell'argomento¹⁷¹. Tradizionalmente sistemata tra i criteri di interpretazione c.d. oggettiva, la buona fede interpretativa svolge, in effetti, un ruolo di raccordo tra le due categorie generali, dei criteri di interpretazione soggettiva e quelli di interpretazione oggettiva. In tal modo essa permette una continua comunicabilità tra le scelte di politica legislativa operate dall'ordinamento, la normalità sociale e la comune intenzione dei contraenti, garantendo la tenuta del contratto oltre le singole dichiarazioni di volontà ricavabili dalla formula del regolamento contrattuale: in altre parole, integrandone le previsioni¹⁷².

¹⁷⁰ Su tutti, F. MESSINEO, *Contratto (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, p. 951; M. COSTANZA, *Interpretazione dei negozi di diritto privato*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, X, Torino, 1993, p. 29; V. RIZZO, *Interpretazione dei contratti e relatività delle sue regole*, Napoli, 1985, p. 284. Correttezza che non si esaurisce in una semplice applicazione del principio dell'affidamento. La buona fede interpretativa può, infatti, indurre l'interprete ad adottare la prospettiva di chi debba prendere cognizione della manifestazione di volontà, ovvero giustificare l'allocatione di rischi non previsti dalle parti, al momento della conclusione del contratto, o, infine, rettificare gli effetti distorsivi sull'equilibrio del sinallagma di un contratto che riveli profili di iniquità: può incidere, in questo modo, sulla costruzione degli effetti del regolamento negoziale [v. R. SACCO, *Interpretazione del contratto (i mezzi ermeneutici nell')*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, agg. IV, Torino, 2012, p. 592 s.; M. PENNASILICO, *Metodo e valori nell'interpretazione dei contratti*, Napoli, 2011, p. 381]. Critico, rispetto all'immedesimazione tra buona fede oggettiva e correttezza S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 132 ss.

¹⁷¹ In buona sostanza, le posizioni più accreditate oscillano tra un minimo rappresentato dalla sua inconsistenza, da un punto di vista tecnico, a un massimo costituito dalla complementarietà rispetto all'interpretazione del comportamento complessivo delle parti (rispettivamente, F. MESSINEO, *op. cit.*, p. 951 s.; V. RIZZO, *op. cit.*, p. 295). Nel mezzo si collocano tutte le tesi che pongono la buona fede interpretativa in posizione sussidiaria rispetto al criterio richiamato al secondo comma dell'art. 1362 c.c. (F. ZICCARDI, *Interpretazione*, in *Enc. giur.* Treccani, XVII, Roma, 1989, p. 6): così, quelle che la riconducono tra i metodi soggettivi, nel senso sopra chiarito, piuttosto che tra i metodi oggettivi (su tutti, F. CARRESI, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, XXI, t. 1, Milano, 1987, p. 539 ss.), ma anche quelle che attribuiscono ad essa un ruolo integrativo e correttivo (*amplius* in M. PENNASILICO, *op. cit.*, cit., p. 359 ss.; sulla distinzione tra funzione correttiva e integrativa, si vedano A.A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, p. 177), in quest'ultimo caso, rispetto ad un regolamento contrattuale che appare squilibrato [R. SACCO, *Interpretazione del contratto (i mezzi ermeneutici nell')*, cit., p. 592 s.; E. INDRACCOLO, *Credito al consumo e principio di tutela effettiva del contraente debole. Prime considerazioni sulla direttiva 48/08/CE*, nota a Corte di Giustizia dell'Unione europea, 4 ottobre 2007, c. 429/05, in *Rass. dir. civ.*, 2010, p. 287; M. PENNASILICO, *op. cit.*, p. 360 ss.), e, infine, le tesi che associano alla buona fede interpretativa una doppia valenza, oggettiva e soggettiva (M. COSTANZA, *Interpretazione*, cit., p. 29).

¹⁷² *Contra* C. SCOGNAMIGLIO, *L'interpretazione*, in AA. Vv., *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, II, 2ª ed., in *Tratt. contratti* Rescigno e Gabrielli, Torino, 2006, p. 1093, il quale argomenta in base allo scarso contributo chiarificatore che il riferimento a principi generali apporta nell'individuazione del senso di una clausola, per definizione, altrettanto generale, quale quella di buona fede. Se si riconosce, sia pure *per relationem*, un autonomo ambito applicativo alla buona fede interpretativa, tra i criteri di interpretazione soggettiva servirebbe a corroborare la valutazione già condotta sul senso della comune intenzione delle parti, intesa come «strumento di controllo della congruità del risultato», che favorisce l'emersione di tutte le conseguenze implicite coesenziali, a una stregua sociale, al regolamento di interessi posto in essere (cd. significato

Nella prospettiva dell'integrazione del contratto, la dottrina maggioritaria, suffragata dalla giurisprudenza¹⁷³, considera il principio di buona fede e correttezza immanente al sistema delineato dalla norma di cui all'art. 1374 c.c., nonostante esso, formalmente, non compaia tra le fonti tipiche. Le ragioni a supporto della tesi risiedono nel rango delle istanze solidaristiche espresse dal principio in parola, che, secondo lo statuto costituzionale dell'autonomia contrattuale, non possono non spiegare un'efficacia anche integrativa¹⁷⁴. La buona fede oggettiva, con funzione integrativa, è, infatti, agganciata, generalmente a due riferimenti legislativi: nella legge ordinaria, agli artt. 1175 e 1375 c.c. e, nella Costituzione, all'art. 2 cost., che esprime il principio fondamentale della solidarietà sociale¹⁷⁵. In ragione, poi, dell'aderenza della disciplina di settore al diritto europeo, che si caratterizza per un una regolamentazione su tre livelli – *ex ante*: rimessa al legislatore o alle autorità di settore in sede interpretativa, che

intersoggettivo di buona fede). Tra i criteri di interpretazione oggettiva, la *ratio* di attribuire un senso “normale” alle manifestazioni di volontà delle parti conferisce all'interprete, appunto, la facoltà di selezionare, qualora ve ne siano vari da ponderare, il significato che, ad un tempo, non sia estraneo alle esigenze specifiche dei contraenti e rientri tra quelli oggettivamente recepibili dal destinatario, che il più delle volte è portatore dell'interesse obiettivamente preminente nel caso di specie. Sul punto, P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 233; V. RIZZO, *op. cit.*, p. 293; M. COSTANZA, *Interpretazione*, cit., p. 29; C. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, cit., p. 1096; M. PENNASILICO, *op. cit.*, p. 266 s; A. GENTILI, *Dell'intenzione dei contraenti*, in *Comm. cod. civ. Gabrielli*, sub *Art. 1362 c.c.*, Torino, 2011, p. 442.

¹⁷³ A titolo esemplificativo della riconosciuta operatività della clausola generale in parola, tra le fonti di integrazione del contratto, Cass., 12 aprile 2006, n. 8619, in *Obbl. contr.*, 2007, pp. 120 ss., con nota di N. COREA, *Interpretazione e integrazione del contratto: come opera la buona fede*; Cass., Sez. lav., 24 ottobre 1995, n. 11051, in *Mass. Foro it.*, 1995.

¹⁷⁴ F. GALGANO, *Gli effetti del contratto*, cit., p. 95; A. DI MAJO, *La correttezza*, cit., p. 293; M. GRIGOLI, *La tutela dell'ambiente nautico nella realtà normativa di diritto interno*, in *Giust. civ.*, 1997, II, p. 268 s.; L. BUGIOLACCHI, *Buona fede, obblighi di informazione del contraente e tutela contrattuale dell'assicurato nell'assicurazione per conto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, p. 1087; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 489. *Contra* la natura di fonte di integrazione eteronoma, per un riepilogo delle principali argomentazioni, alla luce della diretta applicabilità dei principi costituzionali, si veda, per tutti, G. D'AMICO, *Applicazione diretta dei principi costituzionali e integrazione del contratto*, in *Giust. civ.*, 2015, pp. 270 ss.

¹⁷⁵ A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1486; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 407; C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 500, richiama, inoltre, le norme in tema di conduzione delle trattative (art. 1337 c.c.), comportamento in pendenza della condizione (art. 1358 c.c.), esecuzione del contratto (art. 1375 c.c.); C. CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006, p. 418. La buona fede esprimerebbe l'autorità dell'ordinamento rispetto alle manifestazioni di autonomia negoziale, secondo P. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 232. Nel settore finanziario la buona fede esecutiva, *ex art.* 1375 c.c., si specifica nel principio di *best execution*, che impone agli intermediari di tenere in dovuta considerazione tutte le circostanze concrete, nella prospettiva del conseguimento del miglior risultato possibile per la clientela. Il limite, anche in questo caso, è costituito dal ragionevole sacrificio che ci si può attendere da una parte nell'interesse dell'altra. Ancora una volta, centrale è il ruolo dell'interprete, al quale spetta la concretizzazione delle formule indeterminate che prescrivono determinati comportamenti, la verifica del rispetto di tali indicazioni e, infine, l'applicazione del rimedio più adeguato, segnatamente, tra nullità e risoluzione del contratto, in caso di inottemperanza. In argomento, si veda M. NUZZO, *Regole di condotta degli intermediari e best execution*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, pp. 76-82. Sull'incorporazione dei corollari della *best execution* nel Regolamento Mercati della Consob (reg. 29 ottobre 2007, n. 16191, come modificato con delibera 9 maggio 2012, n. 18214), si veda L. CARDIA, *La Consob*, in AA. VV., *Le autorità amministrative indipendenti*, a cura di G.P. Cirillo e R. Chieppa, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da Santaniello, vol. 41, Padova, 2011, p. 281.

esprime attraverso il ricorso al clausole generali; *soft*: attraverso codici di condotta e condizioni generali di contratto uniformemente applicate¹⁷⁶ – l'integrazione secondo buona fede e correttezza può fondarsi, a livello costituzionale, anche sugli artt. 11, 117, comma 2, 118 e 41 cost. In ogni caso, il riferimento esplicito alla buona fede, nelle norme di legge, rende compatibile, anche sul piano formale, il suo valore di fonte eteronoma con la tassatività dell'elencazione delle fonti tipiche, *ex art.* 1374 c.c.¹⁷⁷. Analogamente a quanto avviene in materia interpretativa, esso si identifica nella buona fede oggettiva e, per questa via, produce l'effetto di inserire nel contratto quegli obblighi connaturali all'operazione economica, la cui esecuzione è normalmente attesa, secondo correttezza.

Tuttavia, rispetto ai settori bancario e finanziario, il valore della correttezza si presenta, nel diritto positivo, strumentale a ulteriori obiettivi specifici. In una prospettiva solidaristica, che guarda alla protezione del singolo individuo e alla fortificazione del sistema nel complesso, la correttezza, innanzitutto, è strumentale all'informazione del contraente debole e si combina, specialmente nella fase precontrattuale e in quella dell'esecuzione, al canone della trasparenza; quest'ultimo deve essere inteso come corollario della correttezza, strumentale alla (virtuale) consapevolezza del risparmiatore o dell'investitore non sofisticato, rispetto ai termini del regolamento contrattuale, ma anche al migliore inquadramento del profilo di rischio dell'operazione finanziaria nella prospettiva della salvaguardia della stabilità¹⁷⁸. Costituisce un buon esempio, a questo proposito, il dispositivo dell'art. 64 t.u.f., che attribuisce alla Consob la competenza a regolare i requisiti generali di organizzazione che la società di gestione dei mercati regolamentati deve rispettare nei confronti della clientela, a fini di trasparenza,

¹⁷⁶ D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, cit., p. 137; O.M. CALLIANO, *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi tra diritto dei consumatori e nuovo diritto europeo dei servizi finanziari*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2013, p. 12.

¹⁷⁷ Naturalmente, alla base di tale ricostruzione vi è l'assunto che l'elencazione contenuta all'art. 1374 c.c. sia estensibile esclusivamente dalla legge (ancora una volta, su tutti, si veda S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione*, cit., p. 36 s.).

¹⁷⁸ D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999, pp. 67 ss. e pp. 155 ss.; L. DALLAS, *Short termism, the financial crisis and corporate governance*, in *Journal of corp. Law.*, 2011, pp. 266 ss.; E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far "comprendere": l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 262; O.M. CALLIANO, *op. cit.*, p. 15. In giurisprudenza, Cass., 9 luglio 2004, n. 12685, in *Foro it.*, 2005, I, cc. 3429 ss.; A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 837. Vale anche la pena ricordare che il Regolamento Consob del 27 ottobre 2007, n. 16190, sulla scia della dir. MiFID, prevede una graduazione degli oneri informativi a carico degli intermediari e delle forme di tutela accordabili al cliente, di conseguenza, in ragione del profilo di investimento di quest'ultimo (M. SALVATORE, *op. cit.*, pp. 296 ss). Sul rapporto tra tutela del risparmio e stabilità finanziaria nella disciplina nazionale ed europea del credito, si veda R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority e dell'European Systemic Risk Board sull'ordinamento nazionale del credito*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, a cura di P. Bilancia, Milano, 2012, p. 94 s., che conclude per la strumentalità della prima rispetto alla seconda.

ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori. Sul piano economico, invece, la buona fede assiste l'obiettivo dell'integrità dei mercati. In un settore caratterizzato da un'intrinseca asimmetria informativa e da un fortissimo rischio di conflitto d'interessi tra intermediari e clientela, infatti, l'integrazione dei contenuti del contratto secondo buona fede e, in mancanza, i costi di un eventuale giudizio, in caso di inadempimento, disincentivano, almeno in teoria, il ricorso a pratiche scorrette¹⁷⁹.

In conformità alle istanze di cui si fa portatrice, che non tollerano attenuazioni nella fase applicativa, alla buona fede integrativa si riconosce l'imperatività, dal quale discende il carattere alternativo, rispetto alle determinazioni delle parti, delle obbligazioni aggiuntive¹⁸⁰. La particolarità dell'integrazione secondo buona fede e correttezza consiste nell'impossibilità di individuare tali obblighi prima di aver interpretato il contratto, dal momento che la specificazione dei contenuti della clausola generale in parola impone il confronto tra il significato della dichiarazione e lo «standard che corrisponde a normalità e ragionevolezza»¹⁸¹. Allora, ancora una volta, la buona fede si colloca giusto a metà strada tra «il risultato interpretativo secondo la legge nel caso concreto e quello cui mirano le parti» e permette la partecipazione dei destinatari alla determinazione della regola concreta¹⁸².

¹⁷⁹ M. PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 36 s. Chiarisce A. ZOPPINI, *Appunti in tema di tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 33 s., che l'obiettivo di preservare l'integrità del mercato, espressione utilizzata dal legislatore nel t.u.b. e nel t.u.f., guarda all'efficienza economica, ma anche alla consapevolezza degli utenti finali, che, rappresentativi del lato della domanda, finiscono per influenzarla. Si confrontino, in relazione alla tecnica appena richiamata, gli artt. 21, comma 1, lett. a) (sul punto, P. LUCANTONI, *L'impianto sistematico delle regole di condotta*, in R. LENER-P. LUCANTUONI, *Art. 21*, in AA. VV., *Il testo unico della finanza*, t. 1, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, pp. 376 ss.) 25, comma 3, e 101, comma 3, t.u.f. e, con specifico riferimento all'attività di vigilanza della Consob, gli artt. 95, comma 2, e 144 t.u.f., e, rispetto alle autorità creditizie in generale, all'art. 127, comma 1, t.u.b.

¹⁸⁰ S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 180, che nel riferire la buona fede al dovere costituzionale di solidarietà sociale, la distingue dalla correttezza. Da altri autori, invece, la buona fede è intesa come fonte eteronoma «non autoritaria» del regolamento contrattuale, v. C. CASTRONOVO-S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p. 310. Inoltre, si confronti C. CASTRONOVO, *Un contratto per l'Europa. Prefazione all'edizione italiana*, in AA. VV., *Principi di diritto europeo dei contratti*, I, II, a cura di C. Castronovo, Milano, 2001, p. XXXVIII. Cfr. con S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 7, nella parte il cui gli argomenti usati dal primo autore lasciano aperto uno spiraglio applicativo – con i dovuti *caveat* – alla tesi dell'autointegrabilità del contratto.

¹⁸¹ P. BARCELLONA, *op. cit.* p. 230; G. DI GIOVINE, *La nuova disciplina della fideiussione sotto il profilo del diritto transitorio (il nuovo art. 1938 c.c.)*, in *Riv. not.*, 1994, pp. 401 ss.; C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 501. Normalità e razionalità del contratto sono ulteriori elementi di affinità tra la buona fede e gli usi interpretativi per R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 380; O. PFERSMANN, *Ragionevolezza e competenza legislativa*, cit., p. 121; V. FICO, *La tormentata vicenda del frazionamento della tutela giudiziaria del credito*, nota a Cass., sez. un., 15 novembre 2007, n. 23726, in *Giust. civ.*, 2008, I, p. 2819.

¹⁸² A. SASSI, *Il ruolo delle permanenze nella formazione del mercato interno*, in AA. VV., *Diritto privato del mercato*, a cura di A. Palazzi e A. Sassi, parte I, Perugia, 2007, p. 42; F. RICCI, *Potere "normativo" dei privati, clausole generali e disciplina dei contratti*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. Nuzzo, Torino, 2014, p. 602. *Mutatis mutandis*, molto suggestiva è l'osservazione di G. CERRINA FERONI e O. PFERSMANN, *La "Costituzione contingente": a proposito del dibattito sul judicial review*, in AA. VV., *La Costituzione britannica – The British Constitution*, Torino, 2005, p. 10, relativa ad un sistema giuridico, quale quello

È appena il caso di osservare che, proprio rispetto al settore finanziario, il dovere di comportarsi secondo correttezza riceve spesso anche una specifica formalizzazione in termini imperativi – tanto nella legge ordinaria, quanto nelle fonti di rango regolamentare – come provano alcune disposizioni in materia di forma-informativa, anche nella fase delle trattative¹⁸³ e la formulazione delle norme attributive di deleghe alle autorità di vigilanza. È possibile richiamare, in questa sede, a titolo esemplificativo, quella di cui all’art. 6, comma 2, lett. b), t.u.f., che attribuisce alla Consob il potere di determinare gli obblighi degli intermediari finanziari in materia di correttezza¹⁸⁴. Alla violazione di tali obblighi, generalmente, si accompagna la previsione della nullità del contratto o delle singole clausole difformi, secondo lo schema della nullità parziale¹⁸⁵.

In relazione a quanto appena esposto, è necessario osservare che, se, da un lato, quando la correttezza costituisce la *ratio* di una norma imperativa, si è ben fuori dalla problematica incentrata sulla sua autonoma valenza come fonte eteronoma, dall’altro, l’esame delle regole ad essa ispirate può costituire un utile strumento nell’individuazione dei modi di essere della clausola generale in parola. La buona fede e la correttezza, infatti, sono e restano principi fondamentali in materia contrattuale, ricavati per astrazione dal sistema vigente; laddove, però, esse siano circostanziate in una norma di legge, varranno i meccanismi esaminati nel paragrafo dedicato all’integrazione legale, con riferimento alla nullità parziale del contratto e alla sostituzione automatica di clausole. Non bisogna, infatti, confondere il processo ascendente che, dalle singole norme, permette all’interprete di individuare un principio più generale con quello, viceversa, discendente, che vede quello stesso principio specificarsi in una pluralità di norme.

Intesa come solidarietà contrattuale, dalla buona fede integrativa deriva la presunzione, in sede di interpretazione, che le parti abbiano tenuto un comportamento conforme a

britannico, che scaturisce dall’interazione nompoietica tra il legislatore e le corti. Secondo gli autori «se la competenza di integrazione è riconosciuta, allora c’è davvero un potere illimitato del giudice di “fare” la legge», specialmente nell’area del diritto privato.

¹⁸³ O.M. CALLIANO, *op. cit.*, p. 17.

¹⁸⁴ V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, p. 229. Oltre un ventennio fa, aveva sviluppato il tema del rapporto tra correttezza e vigilanza nel diritto positivo A. DI MAJO, *La correttezza*, cit. pp. 290 e 296.

¹⁸⁵ Su questo specifico aspetto, si vedano V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, p. 234 s.; N. SALANITRO, *Obblighi informativi e oneri probatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, pp. 419 ss.; M. PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 35 s.; A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi*, cit. p. 398 ss., riporta la distinzione tra informazioni impersonali al mercato, a scopo pubblicitario, e informazioni personalizzate, rivolte all’utente, nella fase delle trattative.

correttezza nella formazione del contratto e che, soprattutto, ad essa intendano attenersi in sede di esecuzione¹⁸⁶. Infatti, la fonte in parola causa il completamento del contratto con obbligazioni, evidentemente imprevedute dai contraenti, ma prevedibili ad una stregua di normalità sociale. In particolare, queste si distinguono, innanzitutto, in base alla natura del dovere, in obblighi positivi e negativi e, nell'ambito di ciascun ceppo, in tre generi principali¹⁸⁷. Tra gli obblighi positivi rientrano quelli di non ingenerare consapevolmente falsi affidamenti nella controparte, né, una volta che questi, per una qualsiasi ragione siano sorti, approfittarne ovvero pretestuosamente contestarli; tra i secondi, quelli di farsi carico di prestazioni non originariamente previste, oppure di adeguare il proprio comportamento a una situazione sopravvenuta e, infine, di tollerare modifiche nell'adempimento della prestazione dell'altra parte, sempre a patto che ciò non sacrifichi significativamente il proprio interesse¹⁸⁸.

1.4.5. (Segue) *L'equità*

Per completare l'esame delle fonti tipiche di integrazione del contratto, ex art. 1374 c.c., è necessario soffermarsi, seppur brevemente, sull'equità, la quale, insieme agli usi, è richiamata in funzione suppletiva rispetto alla legge¹⁸⁹. Comunemente si afferma che la fonte in parola costituisca un criterio di giudizio, al quale corrisponde l'attribuzione al giudice, subordinata all'esercizio dell'azione, di poteri discrezionali concorrenti con la volontà dei privati nella costruzione del regolamento contrattuale¹⁹⁰. È necessario, a questo punto, chiarire i requisiti applicativi di tale criterio di giudizio. Com'è noto, la legge conferisce al giudice il potere di

¹⁸⁶ La flessibilità della clausola di buona fede fa sì che i contenuti obbligatori che da essa discendano siano altrettanto variabili, nel corso dell'esecuzione del rapporto, ma non al punto di sfociare in una discrezionalità che trascenda ciò che invece rientri nella «ragionevole contemplazione delle parti» (cfr. R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 438; A. DI MAJO, *Libertà contrattuale e dintorni*, cit., p. 23).

¹⁸⁷ C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 505. Più nel dettaglio, la correttezza impone, nell'ottemperanza a «tutte le conseguenze che [...] derivano» dal contratto, ex art. 1374 c.c., la (ri)considerazione dell'utilità della controparte contrattuale, quando la distanza temporale tra la regolamentazione e l'esecuzione del rapporto incida sulla proporzionalità delle prestazioni dovute, sempre a condizione che tale sforzo non conduca ad un apprezzabile sacrificio dei propri interessi (C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 505 s.; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 285).

¹⁸⁸ C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 507 s.; R. SACCO, *Contratto, autonomia, mercato*, cit., p. 410; A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1491; G. PETTI, *Clausole contraddittorie del contratto e del testamento tra conservazione e interpretazione di buona fede*, in *Riv trim.*, 2010, p. 435.

¹⁸⁹ Osserva, tuttavia, F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 66, che l'equità è solo «normalmente» suppletiva, dal momento che la legge conosce ipotesi in cui al giudice è riconosciuto un vero e proprio potere correttivo dell'autonomia privata. *Contra* la palpabile distinzione tra equità integrativa e integrità correttiva-sostitutiva P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 212.

¹⁹⁰ S. RODOTÀ, *op. cit.*, pp. 212 e 222. Cfr. F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 83, e P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 211; R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 434.

decidere la controversia secondo equità all'art. 114 c.p.c., quando ricorra la duplice condizione della disponibilità della situazione soggettiva controversa e della concorde richiesta delle parti. La previsione di cui all'art. 1374 c.c., tuttavia, sembrerebbe autorizzare il giudice a intervenire a prescindere dalla presenza delle condizioni indicate all'art. 114 c.p.c.¹⁹¹. Dal punto di vista sostanziale, invece, il *proprium* dell'equità integrativa – rispetto alle altre fonti e, in specie, rispetto alle clausole generali – consiste nella formulazione e nell'applicazione di una regola esclusivamente creata per il caso di specie, priva del carattere dell'obiettività e, dunque, della replicabilità¹⁹². Al giudice è riconosciuto, *ex art. 1374 c.c.*, il potere di esaminare la fattispecie concreta e di individuare, a partire da essa, quelle circostanze di fatto trascurate – o, almeno, non direttamente disciplinate dalle parti o dalla legge – che si dimostrino concretamente rilevanti al fine di risolvere la controversia quanto più «in armonia» con lo scopo del contratto¹⁹³. I risultati della valutazione e dell'equità in sede integrativa potranno, comunque, coincidere con quelli derivanti dall'applicazione dei canoni di ragionevolezza e di normalità sociale, che orientano, invece, l'integrazione del contratto secondo di buona fede¹⁹⁴. Infatti, il criterio dell'equità agisce come «strumento di proporzione e ragionevolezza»¹⁹⁵, che assorbe e mette in comunicazione i principi di vertice dell'ordinamento. Per le stesse ragioni, l'equità potrà (soltanto) occasionalmente condurre a una correzione del regolamento contrattuale, orientata al riequilibrio tra le prestazioni¹⁹⁶.

Dal momento che l'effetto principale dell'integrazione del contratto resta sempre l'estensione del set di diritti ed obblighi contrattuali delle parti, eventuali vizi funzionali relativi alle clausole aggiunte per effetto dell'esercizio dei poteri equitativi del giudice saranno regolati dalle norme in materia di inadempimento. Il riconoscimento di ulteriori forme di

¹⁹¹ A favore di questa ricostruzione A. RICCOBENE, *op. cit.*, p. 1480 s.;

¹⁹² S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 246.

¹⁹³ *Id.*, p. 224 e 246.

¹⁹⁴ R. SACCO, *L'integrazione*, cit., p. 434 s., avvicina equità, correttezza e buona fede nella nozione di “norme di opinione”; *contra* A. RICCOBENE, *Integrazione*, cit., p. 1482, secondo la quale equità e buona fede esprimerebbero concetti del tutto disomogenei, in quanto la buona fede permetterebbe l'enucleazione di una regola non limitata al caso concreto, bensì generale e, in quanto tale, dotata di valore obiettivo.

¹⁹⁵ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 212; O. PFERSMANN, *Ragionevolezza e competenza legislativa*, cit., p. 124 s., in particolare, sottolinea la funzionalità del principio di ragionevolezza rispetto al bilanciamento tra diritti costituzionalmente garantiti.

¹⁹⁶ All'equilibrio delle prestazioni contrattuali il diritto positivo dedica riferimenti solo sporadici, come osserva S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 223 s. *Contra* C.M. BIANCA, *op. cit.*, pp. 518-520, il quale richiama, a tal riguardo, la previsione di cui all'art. 1371 c.c., rispetto ai contratti a titolo oneroso, secondo la quale «il contratto (...) deve essere inteso nel senso che realizza l'equo contemperamento degli interessi delle parti».

tutela, in capo alla parte che abbia a subire l'iniquità del contratto, corrisponde alla varietà delle funzioni che può rivestire l'equità nel sistema; tali funzioni, tuttavia, si discostano dall'integrazione del contratto¹⁹⁷.

2. *La moltiplicazione delle fonti di integrazione del contratto: l'autonomia contrattuale tra soft law e autoregolazione*

Lo stato attuale di interazione del diritto con il mercato globale, nel quadro del quale è estremamente difficile individuare la direzione del nesso causale tra i due termini¹⁹⁸, ha prodotto il consolidamento di centri di produzione normativa diversi dal legislatore e al conio di fonti atipiche di regolamentazione eteronoma. Queste ultime, nel mercato che ci interessa, sono il frutto di un sistema regolatorio assai complesso, che, in corrispondenza delle peculiarità e delle dinamiche pratiche del settore, comprende le fonti nazionali e quelle europee, accanto ai «nuovi arbitri» del diritto commerciale¹⁹⁹. Alcuni, tra questi, presentano una natura pubblicistica, ma indipendente, come le autorità di vigilanza sul settore bancario e finanziario; altri, invece, completamente estranei ai poteri dello Stato, incidono sull'autodeterminazione economica dei privati mediante atti di indicazione ovvero di autoregolamentazione²⁰⁰. Nell'ipotesi in cui tali centri di potere non siano in alcun modo

¹⁹⁷ Cfr. S. RODOTÀ, *op. cit.*, p. 222 s., e C.M. BIANCA, *op. cit.*, p. 520 s.

¹⁹⁸ A titolo del tutto esemplificativo, collocano a monte del rapporto causale il diritto N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2001, p. 44; G. DELLA CANANEA, *I pubblici poteri nello spazio giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2003, pp. 2 ss. *Contra* F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, p. 56 s.

¹⁹⁹ La complessità del mercato finanziario dipende dalla combinazione di sei fattori principali:

- la tecnologia;
- l'opacità del sistema;
- l'interconnessione tra interessi e operatori che ne sono portatori;
- la frammentazione nei singoli contesti nazionali;
- le tecniche di regolazione;
- la riflessività del sistema, che vede gli operatori finanziari, sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, concorrere con le autorità di regolazione alla caratterizzazione dell'aspetto del mercato.

Letteralmente, la dottrina definisce il risultato dell'essere regolatori e destinatari dell'attività di regolazione «*feedback loop*» (D. HAWREY, *op. cit.*, pp. 246 ss. e 257).

²⁰⁰ F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 48; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 142. Sul fenomeno del pluralismo organizzativo, v. F. DE LY, *Uniform commercial law and international self-regulation*, in *Dir. cmm. int.*, 1999, pp. 522 ss.; A. MAZZONI, *Le fonti del diritto commerciale*, cit., p. 877; A.M. MICCOLI, *op. cit.*, p. 108 s.; F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, cit., p. 10 ss.; J. D'ASPROMONT, *From a pluralization of international norm-making processes*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, p. 195; O.M. CALLIANO, *op. cit.*, p. 12. Si riporta inoltre, la posizione di G. DELLA CANANEA, *op. cit.*, pp. 23 ss., secondo il quale l'*enforcement* degli atti prodotti dai "sovrani di fatto" resterebbe affidato agli Stati, la cui potestà

inquadrabili nel sistema istituzionale, essi sfuggiranno facilmente alla griglia di garanzie costituzionali che circondano l'autonomia contrattuale e ai meccanismi di controllo, concepiti rispetto alle fonti formali²⁰¹.

In conseguenza di ciò, è evidente come la tradizionale condizione della “tracciabilità” dell'attività normativa debba essere rivisitata e, con essa, ridefinite in chiave funzionale le caratteristiche delle fonti eteronome: allo scopo, deve necessariamente condividersi l'approccio avanzato da autorevole dottrina, in base al quale il riscontro della qualità di fonte passa per l'esame degli effetti prodotti sul contratto, piuttosto che per la verifica della presenza di meri indicatori formali o procedurali²⁰². Un'indagine di questo tipo, infatti, non può avere senso al di fuori del quadro delle fonti tipiche e, perciò, non costituisce una chiave di lettura appagante rispetto ai problemi posti dalla nuova frontiera dell'eteronomia, individuata nella moltiplicazione delle fonti di integrazione del contratto. Nella stessa direzione, è possibile ridefinire (ed ampliare) il concetto di atipicità, comprendendo tra gli atti atipici anche quelle fonti che presentano un'efficacia non corrispondente al loro *nomen iuris*; tra questi, è possibile distinguere gli atti formali da quelli non formali (o atipici in senso stretto), alla stregua del sistema delle fonti italo-europeo, complessivamente considerato²⁰³.

A riprova dell'opportunità di tale prospettiva, si consideri, ancora una volta, il peso specifico reale che assume la consuetudine, specialmente nel diritto commerciale²⁰⁴, intesa come prodotto del processo circolare che, dall'adozione uniforme delle condizioni generali di contratto da parte degli operatori di un determinato settore economico, conduce alla produzione di usi, dapprima contrattuali e, poi, normativi. Infatti, come giustamente evidenziato, «il contratto stipulato tra soggetti che agiscono in un mercato regolato è, al

normativa, neanche in particolari settori economici, non sarebbe, dunque, eclissata. In senso conforme, F. GHEZZI, *Codici di condotta, autodisciplina, pratiche commerciali scorrette. Un rapporto difficile*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 694.

²⁰¹ B. MARCHETTI, *A proposito di «The law of global governance» di Alan Benvenisti. I possibili ostacoli a una disciplina unitaria della «governance» mondiale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, p. 917. La democraticità del processo di produzione delle “regole del gioco” è infatti seriamente sollecitata ad un aggiustamento in termini quantitativi, come evidenziato da O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy*, cit., p. 51.

²⁰² A. MAZZONI, *Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 725 s.; V. LEMMA, *«Soft law» e regolazione del mercato finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, p. 609; N. LIPARI, *Per un ripensamento delle fonti-fatto nel quadro del diritto europeo*, in *Riv. trim.*, 2013, p. 1226; G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 46 s.

²⁰³ Cfr. G. DELLA CANANEA, *op. cit.*, p. 4 ss. e P. DE LUCA, *Gli atti atipici nel diritto dell'Unione europea*, Torino, 2012, p. 32 s. Con riferimento agli atti atipici adottati dalle istituzioni dell'Unione europea, l'autore parametrata l'atipicità sulla base del diritto dei Trattati, dunque distingue gli atti tipici da quelli atipici; tra gli atti atipici, gli atti formali dagli atti non formali e, tra gli atti non formali, gli atti nominati da quelli innominati.

²⁰⁴ P. GROSSI, *Prima lezione di diritto*, Roma-Bari, 2003, p. 102.

contempo, l'accordo tra due o più parti per modificare, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale; uno degli atti attraverso i quali si realizza una specifica attività d'impresa, intesa come unità teleologica di singoli atti di impresa; un'operazione in grado di condizionare economicamente, ed esserne a sua volta condizionata, l'assetto del più ampio contesto di traffici nel quale essa è naturalmente inserita»²⁰⁵. Come rovescio della medaglia, il contratto produce anche esternalità negative, come la creazione di potere di mercato attraverso le intese o i cartelli, che sono alla base, rispettivamente, della legislazione *antitrust* e della legislazione consumeristica²⁰⁶.

2.1. *Atipicità e soft law*

Sul piano della moltiplicazione dei protagonisti della regolazione, al di fuori del contesto tradizionale, devono considerarsi, da un lato, gli organismi investiti della competenza di emanare atti dal contenuto imperativo, come anche indicativo, dai singoli Stati²⁰⁷; dall'altro, la stessa competenza e lo stesso ruolo di *rule-makers* può riscontrarsi in capo a organismi informali e, addirittura, in capo a privati, per effetto dell'autorevolezza e, specialmente, dell'impatto che gli atti dal contenuto, in tal caso, formalmente indicativo, registrano sul mercato. La classificazione suggerita, peraltro, non impedisce il drenaggio dei modelli elaborati da un piano all'altro, come dimostra, ad esempio, l'esperienza dell'Unione Europea, rispetto ai principi contabili internazionali IASB/IFRS²⁰⁸ e, con particolare riferimento al

²⁰⁵ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 265.

²⁰⁶ P. GIUDICI, *op. cit.*, pp. 91 ss.

²⁰⁷ G. DELLA CANANEA, *op. cit.*, p. 18 s., il quale, oltre ad individuare le due classi di efficacia dei provvedimenti appena indicate, distingue le organizzazioni internazionali da quelle sovranazionali, come l'Unione Europea, queste ultime dotate di organi costituzionali ed amministrativi, nonché, corrispondentemente, attributarie di una intensa forma di sovranità; In B. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 921, l'attribuzione della sovranità di fatto è conseguenza di una sorta di rapporto fiduciario tra lo Stato e il regolatore, il cd. *committed in trust*. A. MAZZONI, *Concorrenza*, cit., p. 721 ss., riconduce le "regole di mercato" a tre aree principali: 1) la regolazione amministrativa, comprendente norme di organizzazione e di funzionamento; 2) regole oggettive, ossia rivolte alla qualificazione dei beni idonei allo scambio; 3) *best practices*, generate spontaneamente dalla prassi degli operatori, oppure documentate dalle autorità di vigilanza.

²⁰⁸ S. FORTUNATO, *I principi contabili internazionali e le fonti del diritto (pluralismo giuridico, diritto riflessivo e "governance" nel modello europeo)*, in *Giur. comm.*, 2010, pt. 1, p. 9, discute di "diritto riflessivo", con riferimento alle problematiche connesse alla produzione e al recepimento dei principi contabili internazionali IASB/IFRS. Questi ultimi prodotti da organismi formalmente privati, ma omologati attraverso la formula dei regolamenti europei, ricevono un'applicazione diretta e generalizzata sul territorio dell'Unione. In senso conforme, C. ROSSELLO, *La governance di internet tra diritto statale, autodisciplina, soft law e lex mercatoria*, in *Dir. comm. int.*, 2006, p.83. In ogni caso, la circostanza che i principi contabili internazionali siano considerati strumentali al «pieno conseguimento degli obiettivi di qualità dell'informazione finanziaria» mostra la necessità del rinvio all'attività di *standard-setting* privata, almeno nelle intenzioni del legislatore europeo, intesa come sistema efficace di elaborazione di *best practices* (R. SACCHI, *Competizione fra ordinamenti, mercati finanziari e interessi protetti*, in AA.

settore bancario, all'attività del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria²⁰⁹, che produce atti di orientamento, indirizzati agli operatori economici, e raccomandazioni, su richiesta delle istituzioni dell'Ue.

A partire dal ricorso ad atti atipici da parte delle istituzioni, comunque riconducibili allo Stato, è possibile, in questa fase iniziale dell'indagine, esaminare le linee di tendenza riscontrabili al livello istituzionale nazionale ed europeo.

Con riferimento al diritto europeo, è sempre maggiore il ricorso, specialmente nel settore bancario e finanziario, alla tecnica della *soft law*, che, com'è noto, si riferisce all'emanazione, da parte delle autorità pubbliche degli organismi istituzionalmente investiti della vigilanza sui mercati²¹⁰, di atti non vincolanti²¹¹ e, dunque, non assistiti da meccanismi sanzionatori nel caso di inosservanza. Essi sono finalizzati alla realizzazione di una convergenza il più possibile spontanea delle politiche degli Stati membri e ad evitare fratture, specialmente in sede di attuazione.

La tecnica in parola può svolgere una funzione paralegislativa, permettendo di “normare” materie non ancora regolamentate da alcuna fonte di *hard law*, così come può svolgere una funzione prelegislativa, ovvero preparatoria, piuttosto che postlegislativa, ossia coadiuvante in sede di interpretazione²¹². La ricognizione degli effetti degli atti non vincolanti – variabili, da

VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II*, a cura di C. Amatucci e V. Buonocore, Milano, 2008, p. 49).

²⁰⁹ V. LEMMA, *op. cit.*, p. 17; F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 463.

²¹⁰ Si pensi all'Autorità bancaria europea (EBA), all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) nonché, in séguito al recente processo di accentramento, alla Banca centrale europea rispetto all'area di competenza del Meccanismo Unico di Vigilanza (SSM) (S. PUGLIESE, *L'unione bancaria europea tra esigenze di coerenza interna e risposte alle sfide globali*, in *Dir. un. eur.*, 2014, pp. 831 ss.).

²¹¹ Si segnala il pensiero di D.W.P. RUTTER e R.A. WESSEL, *The legal nature of informal international law: a legal theoretical exercise*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, p. 165, per il quale l'impegno che scaturisce da atti di *soft law* è, nei fatti, ancora più stringente di quello che invece scaturisce da atti formalmente vincolanti.

²¹² P. DE LUCA, *op. cit.*, p. 221 ss. Comunque si costruisca la controversa natura giuridica degli atti di *soft law*, sembra ineludibile la produzione di effetti dotati di rilievo giuridico: se richiamati espressamente dal diritto internazionale formale assumono lo stesso *status* della fonte che opera il rinvio; nella fase dell'applicazione delle norme giuridiche, svolgono una funzione di orientamento del convincimento del giudice; possono atteggiarsi a fatto giuridico, ovvero produrre il cd. effetto di liceità; possono porsi a monte del procedimento di produzione normativa ufficiale, come *source materielle*. Sul punto, J. PAUWELYN, *Is it international law or not, and does it even matter?*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, pp. 155-157. Sulla complementarità ovvero sull'antagonismo degli atti atipici rispetto agli atti tipici, sul piano degli effetti normativi, si vedano M.A. POLLACK e G.C. SHAFFER, *The Interaction of Formal and*

coadiuvanti in sede ermeneutica a propriamente conformativi – è opera della Corte di Giustizia, che ha portato all'individuazione delle caratteristiche strutturali degli atti di “diritto attenuato”. Queste consistono nell'incorporazione in documenti formalmente solo indicativi, al riscontro, nei contenuti, di una “volontà normativa” e nel carattere generale e astratto delle statuizioni in esso contenute²¹³. Dal punto di vista sostanziale, invece, gli atti di *soft law* devono essere coerenti al quadro costituito dalle norme di *hard law*, devono presentare una vocazione esterna, ossia, non endoprocedimentale, e suggerire un assetto di interessi definitivo, rispetto alla sfera giuridica dei destinatari dell'atto²¹⁴. Vale la pena ricordare, che, in ogni caso, l'impatto degli atti atipici è doppiamente delimitato. Essi non possono spiegare un'efficacia esterna all'ambito applicativo temporale e soggettivo in essi, né derogare alle fonti di *hard law* incidenti in via generale sulla stessa materia e, particolarmente, ai Trattati²¹⁵.

Anche le autorità incaricate della vigilanza sui mercati finanziari, al livello europeo, fanno ricorso ad atti di *soft law*, a vocazione prelegislativa, postlegislativa, ma soprattutto paralegislativa. In particolare, in séguito all'acuirsi della crisi finanziaria, si è assistito a un progressivo accentramento rispetto alle funzioni di vigilanza, regolazione e ricognizione degli *standards* virtuosi e alla costruzione di un sistema complesso di interazioni tra le istituzioni e le *authorities* europee, da un lato, e tra queste ultime e le autorità di vigilanza nazionali, dall'altro²¹⁶. Il dato comune, che trova una pratica conferma nella recente istituzione dell'Unione Bancaria, è costituito dalla centralità dell'attività di individuazione e raccomandazione di *standards* uniformi tra gli Stati dell'Unione e di redazione della normativa di dettaglio che sarà adottata formalmente dalla Commissione²¹⁷. Su questi aspetti si ritornerà nel secondo capitolo di questa ricerca.

Informal International Lawmaking, in Aa. Vv., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, pp. 251-256.

²¹³ P. DE LUCA, *op. cit.*, p. 240 ss.; N. LIPARI, *Per un ripensamento*, cit., p. 225. In giurisprudenza, Corte giust., 7 ottobre 2014, C-399/12, Germany c. EU Council, in *All England L. Rep.*, 2015, p. 672 ss.; Corte giust., 13 dicembre 2012, C-226/11, Expedia Inc. c. Autorité de la concurrence, in *All England L. Rep.*, 2012, dec., p. 154 ss.; Corte giust., 13 ottobre 2005, C-200/04, Finanzamt Heidelberg c. iSt Internationale Sprach-und Studienreisen GmbH, in *All England L. Rev.*, 2005, oct., p. 138 ss.

²¹⁴ F. BORGIA, *La soft law come strumento di regolamentazione delle attività delle imprese multinazionali*, in *Dir. comm. int.*, 2010, p. 135 ss. e 329; P. DE LUCA, *op. cit.*, p. 156.

²¹⁵ *Id.*, pp. 158 e 243.

²¹⁶ S. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 840 ss., e, rispetto alla giustificazione dell'accentramento alla stregua del principio di sussidiarietà, p. 848.

²¹⁷ *Id.*, p. 853.

Rispetto al contesto nazionale italiano e all'attività delle autorità di vigilanza, in particolare, può segnalarsi una modalità ibrida di intervento sul contratto, che, pur non essendo riconducibile agli effetti di una norma imperativa, al contempo, prevede un inserimento obbligatorio di clausole. L'esempio principale è offerto dall'art. 6, comma 1, d. lg. 16 marzo 1999, n. 79, a norma del quale l'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico (AEEG) determina «le clausole negoziali e le regolamentazioni tecniche indispensabili al corretto funzionamento dell'intero sistema elettrico, da inserire nei contratti stessi». Attraverso successive deliberazioni, l'AEEG ha imposto che le parti convengano la clausola eterodeterminata, senza, tuttavia disporre la nullità parziale ovvero la sostituzione automatica della clausola difforme, come di norma previsto qualora l'integrazione del contratto scaturisca da una norma imperativa. Restano, così, dubbie la fonte e la natura della formale vincolatività²¹⁸. La teoria più coerente all'aspetto attuale della regolazione è quella che pone in primo piano la natura atipica dell'istituto in esame e riconduce il meccanismo conformativo delle clausole obbligatorie al fenomeno della c.d. *moral suasion*. Detto effetto consiste nella spontanea conformazione della condotta degli operatori economici alle indicazioni contenute negli atti non vincolanti adottati dalle autorità competenti, laddove ciò possa condurre a un vantaggio di carattere reputazionale, sul mercato, ovvero, nell'ipotesi in cui tale atto abbia carattere particolare e sia emanato nel corso di un procedimento sanzionatorio, della loro posizione in giudizio²¹⁹. In questo senso, «qualunque dichiarazione dell'Autorità Indipendente viene considerata come norma da chi deve svolgere un'attività soggetta a quell'Autorità Indipendente [...]. Perché l'Autorità Indipendente è anche giudice, *il* giudice, e dunque ogni sua dichiarazione diventa norma, precedente vincolante per l'operato quotidiano»²²⁰. La *moral suasion*, è alla base anche dell'efficacia delle c.dd. decisioni con impegni, adottabili dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM), dall'Autorità garante per le comunicazioni (AGCOM) e dalla AEEG, che costituiscono un'ulteriore modalità,

²¹⁸ M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1103 s.

²¹⁹ Sulla *moral suasion*, tra gli altri, L. MARUZZI, *Vigilanza bancaria e potere di ordinanza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, p. 745; M. ORLANDI, *op. cit.*, p. 1108; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, cit., p. 76 ss.; ID., *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»*, cit., p. 32; E. BATTELLI, *L'intervento dell'Autorità Antitrust*, cit., p. 264; A. PIERUCCI, *L'arbitro bancario e finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, pt. 1, pp. 831 e 837. Sull'essenza democratica del processo di spontaneo adattamento (almeno in principio) alle regole del mercato, si veda, *mutatis mutandis* O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy*, cit., 2004, p. 54, che, piuttosto, evidenzia come l'esistenza delle norme sulla produzione annulli il carattere tendenzialmente spontaneo della democrazia, sul piano fenomenico.

²²⁰ L'espressione è di G. DE NOVA, *Le fonti di disciplina del contratto e le autorità indipendenti*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 7 s.

formalmente non autoritativa, di orientamento dell'autonomia contrattuale da parte delle autorità indipendenti nazionali. Le decisioni con impegni consistono, in presenza di un procedimento a carico di soggetti che abbiano posto in essere comportamenti lesivi degli interessi sottesi alla regolazione, nella possibilità per questi ultimi di rimuovere gli effetti di tali comportamenti attraverso l'assunzione, appunto, di impegni. L'accettazione di questi ultimi, da parte dell'autorità di vigilanza, permette l'interruzione del procedimento, che scongiura il rischio di una probabile applicazione di misure sanzionatorie²²¹. In questo caso, la *moral suasion* "ricatta" l'autonomia privata e, poi, ne omologa il prodotto, a questo punto, niente affatto spontaneo.

Dal piano locale a quello transnazionale, costituiscono esempi fondamentali di pressione informale – *rectius*, non formalizzata – sull'attività dei regolatori o delle imprese, i vari *standards*²²², raccomandazioni, indirizzi e linee guida prodotti dagli *standard setters* globali oppure, come si tenterà di illustrare nel capitolo successivo, privati.

A dispetto della denominazione variabile, tutti questi documenti sono qualificabili come *soft law* dal punto di vista teorico e come prassi generalmente riconosciute in un dato settore, dal punto di vista... pratico. In quanto *soft law*, essi spiegano un'efficacia diversa da – e, in principio, concettualmente incompatibile con – la loro natura informale, in quanto né garantiti né corroborati da alcuna forma di legittimazione democratica²²³. Gli stessi fautori

²²¹ Con particolare riferimento all'attività dell'AGCM *ex art.* 14-ter, l. 10 ottobre 1990, n. 287, si vedano E. FRENI, *I nuovi poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Obbl. contr.*, 2007, p. 347 s.; F. GHEZZI, *Strumenti e obiettivi nell'enforcement della disciplina delle intese: la recente esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 1410 ss.; M. CONTICELLI-A. TONETTI, *La difficile convivenza tra regolazione e antitrust: il caso delle comunicazioni elettroniche*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2008, p. 78 ss.; G. MAZZANTINI-P. BERTOLI, *Gli impegni nel diritto italiano della concorrenza: un'analisi empirica a cinque anni dalla loro introduzione*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2013, p. 142; P. DE PASQUALE, *Diritto dell'Unione europea e procedimenti davanti alle autorità indipendenti: i principi*, in *Dir. un. eur.*, 2013, p. 88 ss.; G. BRUZZONE, M. BOCCACCIO, A. SAIJA, *Le sanzioni delle Autorità indipendenti nella prospettiva europea*, in *Giur. comm.*, 2013, pt. 1, p. 377 ss.;

²²² M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012, pp. 148-151, riferisce l'assenza di una definizione generalmente riconosciuta di standard internazionali e riporta, sotto forma di spunti ricostruttivi, quelle elaborate nel quadro dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO) e dell'International Organisation for Standardisation (ISO), che differiscono per due ragioni fondamentali: l'aggiunta del riferimento ai servizi (nel caso dell'ISO), a quello ai prodotti e ai processi produttivi inclusi, nella nozione di oggetto degli standard fornita dalla WTO, e l'inclusione delle regole tecniche cogenti nella nozione di standard, in quella fornita dall'ISO.

²²³ La dottrina ha esaminato le varie dimensioni che assume detto carattere informale. Innanzitutto, in questa cornice concettuale, la cooperazione internazionale si esprime in documenti diversi dalle fonti tipiche del diritto internazionale (informalità degli *outputs*); inoltre, le sedi competenti rispetto alla produzione "normativa" sono informali, trattandosi di reti, comitati, associazioni, o attori privati, piuttosto che di organizzazioni internazionali; parimenti informali e, a volte, anche poco tracciabili, sono i procedimenti seguiti dagli *standard setters* se non del tutto estranei ad ogni forma di controllo finalizzato alla trasparenza dell'operazione, come nel caso degli *standard setters privati*. Si veda, anche in relazione al cd. *accountability gap*, J. PAUWELYN, *Informal international lawmaking: framing the concept and research questions*, in AA. VV., *Informal*

della teoria dell'*international informal lawmaking* avvertono che le forme di cooperazione internazionale, vincolanti o meno che siano, se incidono sull'autonomia individuale, devono essere in qualche modo giustificate²²⁴. Anche se il tema del recupero delle forme di legittimità sostanziale in questi procedimenti esula dallo scopo di questo studio, vale la pena chiarire due aspetti fondamentali, che attraverseranno in più di un'occasione il percorso argomentativo che intendiamo sviluppare. In primo luogo, non sembra plausibile, almeno in determinati settori dell'ordinamento giuridico, un'approccio fideista al problema della produzione delle fonti di disciplina dei rapporti tra operatori del mercato. Infatti, se, da un lato, smantellare l'indiscusso primato della partecipazione democratica ai processi di *lawmaking* può far rabbrivire il giurista di formazione tradizionale²²⁵, dall'altro, basare la legittimità dell'atto sulla sostanza normativa degli effetti prodotti (cd. *output-oriented legitimacy*) non fa altro che recuperare, in veste moderna, il paradigma della normatività, che vede il riconoscimento della regola prodotta da parte dei soggetti destinatari al cuore del vero e proprio "ordinamento"²²⁶.

international lawmaking, a cura di J. Pawelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, pp. 15-23. Un'interessante classificazione è proposta da D. MUGGE, *Limits of legitimacy and the primacy of politics in financial governance*, in *Review of International Political Economy*, 2011, pp. 54 ss., che distingue due categorie fondamentali, entro le quali è possibile ricondurre le forme attraverso le quali si legittima l'attività di produzione normativa: *input-oriented legitimacy* e *output-oriented legitimacy*. A sua volta, l'*input-oriented legitimacy*, nella quale la legittimità della fonte di normazione discende dalla legittimazione dell'organo emanante, si articola in tre figure, in ordine di crescente astrazione: la democrazia diretta, la democrazia elettiva e quella che si basa sull'appartenenza a determinati gruppi di interessati («representation on the basis of social, cultural, religious or economic groupings»). La tipologia *output-oriented*, invece, deve la propria legittimazione alle caratteristiche effettuali dell'atto di normazione. Esso è un prodotto dell'oligarchia degli esperti, nel quale assume rilievo determinante l'efficacia sostanzialmente normativa delle regole prodotte da «non-majoritarian institutions», perché «all the practical difficulties of effective deliberation would generate political chaos and drastically decrease "system effectiveness"». In particolare, l'*output-oriented legitimacy* tende ad aumentare di pregio all'aumentare dell'ampiezza delle vedute degli esperti prese in considerazione, tuttavia, l'autore avverte (p. 58), in questi casi può essere difficile distinguere la voce dell'esperto da quella del lobbista. Sulla stessa lunghezza d'onda, O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy*, cit., p. 54, e M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 515. *Contra* la tesi che pone sullo stesso piano la legittimità (costituzionale) e la legittimazione procedimentale di stampo statunitense G. GRASSO, *op. cit.*, pp. 31, 89-95. Nella prospettiva dell'autore (p. 95), infatti, non è possibile "barattare" gli effetti del contraddittorio integrale con la legittimazione politica delle autorità indipendenti, «scambiando così, quasi in sordina, forme ed effetti di democrazia in entrata ed uscita». Quanto al contesto anglosassone, che ha dato i natali al modello di *governance* basato sull'autorità delle *agencies*, il problema della legittimazione democratica e, in prospettiva, della conformità del potere delegato al principio della *rule of law*, è stato affrontato con meno preoccupazione: i principi del *judicial review* hanno, infatti, ammantato di legalità quelle istituzioni quasi-pubbliche, che, incaricate della produzione di norme, si muovono in una dimensione per sua natura *ultra vires*. Sul punto, molto interessante è l'analisi di G. CERRINA FERONI e O. PFERSMANN, *op. cit.*, pp. 7-8.

²²⁴ J. PAUWELYN, R.A. WESSEL E J. WOUTERS, *Informal International Lawmaking: An Assessment and Template to Keep It Both Effective and Accountable*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, p. 509 ss.

²²⁵ Come segnala anche G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 41.

²²⁶ Si rinvia all'analisi condotta *infra* cap. II, §1. In questa sede, vale la pena sottolineare che l'impostazione proposta ricalca la convincente ricostruzione elaborata da O. PFERSMANN, *op. cit.*, p. 54. L'autore evidenzia come al cuore del processo democratico si ponga la partecipazione dei destinatari della norma alla sua produzione.

In secondo luogo, potrebbe, sul terreno ben piú concreto delle materie interessate da un incessante progresso della tecnica, discutersi la validità dell'assunto che vuole la piú vasta partecipazione dei cittadini, mediata dalla rappresentanza in parlamento, garanzia di una decisione politica buona, giusta, ma, soprattutto, appropriata²²⁷. Insomma, la frantumazione del sistema delle fonti, quale si può osservare rispetto alla regolazione dei mercati finanziari, può costituire una preziosa occasione per ripensare il fondamento empirico della normatività e sostituire le lenti attraverso le quali il giurista continentale si è, ormai, assuefatto nell'osservare la realtà che lo circonda – posto che l'appropriatezza del risultato dell'attività legislativa rispetto all'ordinamento positivo e ai suoi valori fondanti non può certamente

²²⁷ Sul concetto di rappresentanza politica e (sul suo paradosso), si veda P.B. HELZEL, *Le «aporie» della rappresentanza nella teoria politica di Hannah Arendt*, in Aa. Vv., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011, p. 82 ss. e, nelle parole dell'autrice, p. 85, «Il rappresentante, in realtà, manifesterà sempre la propria opinione, anche se per giustificarsi ricorrerà ad un'entità fittizia, qual è appunto quella dell'opinione pubblica, che, poi, non è l'opinione di nessuno in particolare». Sul «contributo» del sistema partitico alla deriva della rappresentanza parlamentare, si veda M. PIAZZA, *La democrazia rappresentativa nella Costituzione italiana*, in Aa. Vv., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011, p. 194 ss. Per un esame della versione «estrema» della sovranità parlamentare, quale si osserva nel Regno Unito, si vedano G. CERRINA FERONI e O. PFERSMANN, *op. cit.*, p. 2 ss. La rappresentatività, intesa come principio assoluto, non sembra fornire una risposta appagante alle esigenze di normazione poste da specifici settori dell'ordinamento, dal momento che la generalità dei cittadini, rappresentata in Parlamento, non esprime le istanze della piú limitata e specializzata compagine degli operatori economici, direttamente toccati dalle imperfezioni del mercato rilevante e, per l'effetto, dalla disciplina (condizionale) del settore. D'altra parte, occorre evitare di confondere la rappresentatività con il corporativismo. Su questi aspetti cfr. F. MERUSI, *op. cit.*, pp. 24 ss., p. 85, e P. BILANCIA, *Riflessi del potere normativo delle autorità indipendenti sul sistema delle fonti*, in *Dir. soc.*, 1992, p. 253. F. MERUSI, *op. cit.*, p. 26, in particolare, conia il principio della cd. democrazia economica, nell'ambito del quale la parità delle armi dei concorrenti sul mercato, che si realizza attraverso il contraddittorio (che altro non è se non il corrispettivo giuridico della concorrenza), permette di legittimare l'operato delle autorità indipendenti a prescindere dalla democrazia rappresentativa, poiché «esercizio dei diritti in contraddittorio ad armi pari» è «funzione tecnica che trova in se stessa il proprio fine». Nella stessa costruzione, l'eventuale conflitto tra norme prodotte dalle autorità indipendenti e diritto dello Stato andrebbe risolto alla luce del criterio temporale, che comunque soccomberebbe dinanzi al criterio della competenza, in presenza di una riserva di legge o di amministrazione (*Id.*, p. 31 s.). Critico, M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 446 ss., insiste sul carattere generalista della tesi della democrazia economica, nella quale è forte il rischio che i soggetti piú deboli siano sacrificati nel contraddittorio/concorrenza. La maggioranza governativa, per sua natura esposta agli effetti disfunzionali della continua mediazione tra interessi in conflitto, non sembra piú – o, almeno, non in ogni caso – in grado «di realizzare pienamente quella apertura dei procedimenti statali alla società civile che costituisce il connotato di una amministrazione democratica» (N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 156), né di conciliare il momento formale della democrazia, con quello sostanziale (G.P. CALABRÒ, *Autorità della rappresentanza e democrazia*, in Aa. Vv., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011, pp. 19, 26, laddove descrive la «crisi del Parlamento»). I «momenti di collegamento» tra le autorità indipendenti e le collettività di riferimento, sembrerebbero, invece, recuperare la dimensione perduta della rappresentanza diretta, anche se, come sottolinea M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 423 ss., si atteggiano, piuttosto, a rappresentazione della realtà di fatto, intesa come prodotto dell'attività conoscitiva, oppure a forme di limitazione dell'esercizio del potere, come nel caso della partecipazione in sede procedimentale. Per l'autore (*Id.*, p. 439), «la rappresentanza degli interessi, quali che siano le forme in cui si esprime, non può vivere fuori da un continuo confronto con la rappresentanza politica».

considerarsi come un'automatica conseguenza della democraticità del processo di produzione delle regole²²⁸.

In concreto gli *standards* possono essere formulati, in analogia alle norme giuridiche vere e proprie, in maniera generica ovvero più specifica e dettagliata, in ciò ricalcando la distinzione tra regole e principi²²⁹. L'opzione per l'una o per l'altra tecnica di redazione non è, peraltro, priva di conseguenze, dal momento che la prontezza e l'uniformità dell'implementazione sono direttamente proporzionali al livello di dettaglio adottato. D'altra parte, una formulazione più vaga sarà meno efficace nel breve periodo, ma la flessibilità guadagnata porterà a un progressivo allineamento dei regimi regolatori²³⁰.

Le ragioni del successo e dell'efficacia atipica di *standards*, raccomandazioni, linee guida e *reports* risiedono nell'inadeguatezza dei legislatori nazionali come "tecnici", che si combina all'obiettivo difficoltà di raggiungere una vera e propria convergenza a livello transnazionale e allo scarto che l'asimmetria informativa instaura anche tra autorità di vigilanza e vigilati, come nel caso delle agenzie di *rating* o, per fare un altro esempio, nell'area dei servizi di *FinTech*. In quei settori di mercato caratterizzati da un'evoluzione praticamente istantanea, è necessario intervenire con destrezza²³¹. Sulla stessa lunghezza d'onda, nello spirito della *governance* globale, il cd. *comparative benefit standard* identifica nel maggior beneficio prodotto dalle fonti

²²⁸ Come sottolinea anche N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 154, «troppa parte del pensiero giuridico (come di quello politico) nel nostro paese si rivela [...] ancora largamente impermeabile all'evoluzione dell'economia e della società, anziché esserne influenzata ed addirittura pericolosamente incline a rivolgersi all'indietro». Non a caso, negli ambienti di Common Law, «il valore giuridico di una regola [...] non è determinato aprioristicamente, ma si stabilisce soltanto e progressivamente *ex post*» (G. CERRINA FERONI e O. PFERSMANN, *op. cit.*, p. 11). Sulla necessità di considerare separatamente il principio di partecipazione democratica rispetto ai principi fondamentali, si veda O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy*, cit., p. 62.

²²⁹ La *better regulation* è tecnica di normazione del mercato basata sulla formulazione di principi e di obiettivi, che lascia ampi margini di autonomia, nella fase conformativa, ai destinatari dell'intervento. Sul punto, G. FALCONE, *La compliance nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, p. 95. Osserva R. COSTI, *Vigilanza regolamentare e better regulation*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, p. 209, che, tuttavia, i costi di *compliance* in questo caso aumentano. Sulla *compliance*, ossia la funzione di conformità, si veda G. FALCONE, *op. cit.*, pp. 85-109. Nella direzione opposta, si segnala l'approccio emblematico di J. PAUWELYN, *Is it international law or not*, cit., p. 159: «what is or becomes law is influenced not only by what parties want to be law but also by what the broader universe of relevant actors and stakeholders (interpretative community) accept or believe is law».

²³⁰ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 152; B. GU e T. LIU, *Enforcing international financial regulatory reform*, in *Journal of international economic law*, 2014, n. 17, p. 156.

²³¹ Ciò anche nell'ottica della stipulazione di trattati internazionali di tipo tradizionale, inidonei, in quanto tali, ad impegnare direttamente soggetti diversi dagli Stati parte della convenzione stessa (F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 540; F. BORGIA, *op. cit.*, p. 328). Vale la pena ricordare, infine, che gli stessi *standard* elaborati dal Comitato di Basilea sono in costante aggiornamento e perciò definiti *living agreements* (S. PUGLIESE, *op. cit.*, p. 840).

atipiche, rispetto alle sedi tradizionali, il criterio di giustificazione decisivo dei processi di produzione normativa informale²³². È l'alto grado di competenza che gli intermediari finanziari e gli istituti di credito riconoscono a queste figure, combinato all'affinità delle soluzioni fornite all'esperienza sul campo di questi ultimi, a fondare la spontanea e diffusa adesione a tutti questi documenti, dal valore formalmente indicativo²³³. Non è escluso, comunque, che fonti atipiche del genere possano essere interessate da processi di tipizzazione, come prova la vicenda dell'applicazione nel quadro dell'Unione europea di "Basilea III" – ossia lo "Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento dei sistemi bancari" e lo "Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità" elaborati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, che sarà esaminato nel contesto delle reti globali dei regolatori finanziari, nel secondo capitolo di questo lavoro. In séguito a una prima fase di spontanea adesione da parte delle istituzioni creditizie, che in essi identificavano un ottimo strumento di segnalazione di stabilità al mercato, gli *standards* sono stati incorporati in un pacchetto normativo integrato (attualmente denominato CRD IV/CRR), costituito dal regolamento 13/575/UE e dalla direttiva 13/36/UE. Attraverso un procedimento di formale recepimento, dunque, le *best practices*, originariamente censite da un organismo tecnico ed estraneo all'organizzazione comunitaria, hanno assunto anche la forma del diritto obiettivo²³⁴. In questo modo, è stato possibile estendere ed applicare direttamente le norme elaborate dal Comitato di Basilea (in parte già spontaneamente osservate) anche agli Stati europei che in esso non erano rappresentati²³⁵.

²³² A. BUCHANAN e R. KEOHANE, *The legitimacy of global governance institutions*, in *Ethics and International Affairs*, 2006, pp. 422-424. Infatti, non è affatto detto che «la decisione collettiva astratta sia assistita da una forza razionale [...] superiore» (G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 41). Nella stessa direzione, G. GRASSO, *op. cit.*, p. 104, riporta, prima di smentirla, la tesi secondo la quale le autorità indipendenti possano trovare un triplice canale di legittimazione alternativa: la competenza del decidente, la razionalità contenutistica della decisione e la correttezza formale del procedimento seguito.

²³³ Cfr. A. MAZZONI, *Concorrenza*, cit., p. 750, e F. BORGIA, *op. cit.*, p. 329 s.; F. ACCETTELLA, *op. cit.*, p. 495; B. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 921.

²³⁴ Non è assistito da alcuna forma di omologazione il rinvio alle «buone pratiche accreditate dalla comunità scientifica», di cui all'art. 3, d. lg. 13 settembre 2012, n. 158. *Ex multis*, A. MANNA, *Causalità e colpa in ambito medico fra diritto scritto e diritto vivente*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, p. 1176 ss.; A. APRILE, M. BOLCATO, L.D. FABBRI e D. RODRIGUEZ, *Proposta di un indicatore di qualità nella valutazione medico-legale della responsabilità professionale in ambito sanitario*, in *Riv. it. med. leg.*, 2014, p. 1177 ss.; C. PEZZIMENTI, *La responsabilità penale del medico tra linee guida e colpa "non lieve": un'analisi critica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, p. 311 ss.; C. GRANELLI, *La medicina difensiva in Italia*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 22 ss.; M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, 2ª ed., Torino, 2016, p. 63 ss.

²³⁵ Per un esame diacronico degli Accordi di Basilea, si veda M. DE BELLIS, *op. cit.*, pp. 159-170. F. ACCETTELLA, *op. cit.*, p. 298, segnala anche come l'assorbimento delle raccomandazioni elaborate dal Comitato di Basilea e, in senso conforme,

I modi del coordinamento tra dette fonti, che esprimono i rapporti di forza tra i diversi attori coinvolti, sono complessi almeno quanto il sistema delle fonti di regolazione dei mercati finanziari. Se, da un lato, non sembrano porre problemi particolari, almeno non sul piano gerarchico, l'ipotesi dell'incorporazione in norme di diritto sostantivo, quella della "codificazione" degli *standards* piú rilevanti in raccolte divulgate dagli stessi *standard setters* – paradigmatici sono il Compendium of Standards redatto dal FSB, rispetto a tutti i settori componenti i mercati finanziari, e il Compendium of Documents, redatto dal Comitato di Basilea per il solo settore bancario²³⁶ – oppure quella del rinvio reciproco tra *standard setters* globali, assai piú delicato appare il caso del rinvio operato da questi ultimi all'attività che costituisce il *core business* di particolari industrie, poi implementato nella legislazione: ad esempio, la dottrina ha qualificato come "prestito" l'utilizzo del *rating* per finalità regolatorie, ancora ammesso nel quadro di Basilea III, che sarà oggetto di un esame piú approfondito nel secondo capitolo di questa ricerca²³⁷. La compatibilità del processo di formazione e del coordinamento delle regole globali con le basi democratiche degli ordinamenti costituzionali moderni passa, infatti, per la soluzione del medesimo problema di legittimazione per via procedimentale che ha a lungo impegnato la dottrina amministrativista in tema di autorità indipendenti ed esercizio di competenze regolamentari²³⁸. Nel caso dei regolatori globali, però, oltre al controllo dell'esercizio del potere di *standard-setting*, la procedimentalizzazione della posizione delle "norme" e la partecipazione dei destinatari tendono anche a consolidare

dall'Autorità bancaria europea (EBA), in due fonti di diritto derivato vincolante, ma dotate di diversa efficacia, corrisponde, ancora una volta, all'intento di favorire una convergenza il piú possibile *soft* intorno ai passaggi maggiormente impegnativi, come il trattamento sanzionatorio.

²³⁶ M. DE BELLIS, *op. cit.*, pp. 216-221, 224, 397.

²³⁷ A. HORSCH, *Regulation of credit rating companies: an economic point of view*, in *European Business Law Review*, 2014, n.2, p. 245 s.

²³⁸ Per il settore finanziario, si veda M. DE BELLIS, *op. cit.*, pp. 291-294 e 271-275. In particolare, nell'area mobiliare si osserva la tendenza alla pubblicizzazione degli obiettivi e delle modalità procedurali che orientano la produzione di standard. In tal senso, favorisce la trasparenza il documento della IOSCO denominato "Consultation Policy and Procedures", in cui viene assegnato un ruolo di primo piano alla partecipazione dei soggetti destinatari, categoria che include la comunità finanziaria internazionale, intesa nella sua piú vasta accezione. Ciononostante, anche l'avvio di una determinata procedura di consultazione è discrezionale, perché soggetta al ricorrere di una serie di circostanze (praticabilità, urgenza, utilità del contributo degli interessati, ad esempio) rimesse all'apprezzamento insindacabile dello stesso Comitato. Una volta avviato il procedimento di consultazione, ad ogni modo, alcuni passaggi devono essere necessariamente osservati, perché rientranti nell'impegno assunto dallo *standard setter*, in prima persona, ossia pubblicazione e divulgazione della bozza oggetto di consultazione e dei commenti ricevuti e, infine, la previsione di una (anche se sommaria motivazione). Tutti questi documenti potranno poi essere divulgati, secondo un moto discendente, all'interno degli ordinamenti ai quali fanno capo i componenti l'IOSCO.

il consenso intorno alle *best practices* così individuate e a conferire alla *soft law*, in questo modo, quel *quid* di efficacia atipica evidenziato nelle pagine che precedono.

2.2. *Le c.dd. fonti private e la lex mercatoria: usi contrattuali, autoregolazione e private standard setters. L'eteroregolamentazione riflessa*

Le fonti private, nonostante il loro carattere parziale e instabile nel tempo, spiegano un impatto considerevole sul piano pratico dell'effettiva regolamentazione dei rapporti contrattuali: suggestivamente, si è detto che «le discipline aziendalistiche e la tecnica bancaria si sono progressivamente appropriate del paradigma della vigilanza»²³⁹. Come accennato nelle pagine che precedono, il sintagma comprende gli usi contrattuali, di cui già si è detto, l'autoregolamentazione – che si esprime in codici di condotta e linee guida private – i *restatements*, e la *soft law* di fonte professionale²⁴⁰, prodotta da imprese private specializzate nel settore; fa da sfondo la *lex mercatoria*²⁴¹.

Lex mercatoria è espressione che designa il “sistema regolatorio” che scaturisce dall'attività degli operatori di un determinato settore economico al di fuori delle singole cornici statali, ma nel quadro dell'«unità economica»²⁴². La rapida obsolescenza delle fonti normative tradizionali, rispetto alla incessante evoluzione del mercato, ha portato in primo piano l'attività delle associazioni internazionali di categoria, che catalizzano gli interessi degli operatori economici dal lato dell'offerta, l'utilizzo uniforme di determinate condizioni generali di contratto – da parte delle società multinazionali oppure nel contesto di rapporti societari di controllo –, gli usi del commercio internazionale e l'attività di *rule-making* delle corti arbitrali internazionali, i cui *awards* assumono la medesima funzione di orientamento

²³⁹ M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 693. Molto critico, rispetto alla presa di coscienza dello stato di fatto da parte delle autorità pubbliche, F. GHEZZI, *Codici di condotta*, cit., p. 682. Sui “contro” delle fonti private, F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 541.

²⁴⁰ E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, p. 675.

²⁴¹ A.M. MICCOLI, *op. cit.*, p. 111; N. LIPARI, *Per un ripensamento*, cit., p. 1212. M. BRUNORI, *Banca mondiale, interventi in agricoltura e diritti umani*, in *Riv. dir. agr.*, 2013, p. 340; B. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 919; F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 530. In giurisprudenza, per tutti, Cons. Stato, Commiss. spec., 10 febbraio 2011, n. 5365/10, in www.giustizia-amministrativa.it.

²⁴² F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 79. Sulla specialità del commercio e delle dinamiche del diritto commerciale, in particolare, rispetto agli echi della *lex mercatoria*, si consiglia la lettura del classico B. GOLDMAN, *La lex mercatoria dans le contracts et l'arbitrage internationaux*, in *Journ. dr. int.*, 1979, p. 475 ss.; più di recente, F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 538 s., e, nella prospettiva del diritto dei contratti, F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 79; A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 855 ss.; sulle varie posizioni espresse in dottrina, fra cui quella che avvicina gli usi commerciali alla *lex mercatoria*, F. DIALTI, *op. cit.*, p. 403 s.

svolta dai precedenti giurisprudenziali²⁴³. Pur nascendo, come si è detto, “fuori” dal circuito normativo, tutte queste fonti atipiche interagiscono con l’ordinamento giuridico e, in particolare, con il sistema delle fonti tradizionali. Pertanto, è quanto mai opportuno confrontare la regola concreta, che si assume prodotta dalla *lex mercatoria*, con il sistema normativo sul quale essa è destinata ad impattare²⁴⁴.

Passando all’esame delle singole fonti atipiche private, i codici di condotta (o di autodisciplina) consistono in impegni spontaneamente assunti dalle imprese rispetto all’osservanza di determinati comportamenti, normalmente adottati all’esito di un confronto in contraddittorio con gli enti esponenziali dei consumatori o degli utenti²⁴⁵. Essi possono avere carattere individuale e, quindi, nascere in relazione ad una singola società o a un singolo gruppo di società, oppure applicarsi a un determinato settore commerciale²⁴⁶. Dal punto di vista contenutistico, si distinguono quelli che si propongono di disciplinare le attività di *marketing* e pubblicitaria in genere, da quelli più propriamente deontologici²⁴⁷. I motivi della diffusione dei codici di condotta nella prassi commerciale risiedono nei vantaggi che essi promettono agli operatori dal lato dell’offerta, nella direzione dei rapporti con la clientela e con le autorità pubbliche: migliorano l’immagine delle imprese, dal momento che sono formalmente indirizzati all’informazione del consumatore, e, al contempo, costituiscono un elemento di prova nei confronti di chi li ha adottati, in sede giurisdizionale come in sede amministrativa²⁴⁸. Particolarmente interessante è la doppia facciata dei codici di autodisciplina, che sono adottati uniformemente dai maggiori istituti di credito e dalle società

²⁴³ F. DE LY, *Lex mercatoria (new law merchant): globalization and international self-regulation*, in *Dir. comm. int.*, 1999, p. 557 ss. e, in particolare, p. 561; F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 80; in senso conforme, C. ROSSELLO, *op. cit.*, p. 88 ss.

²⁴⁴ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., pp. 218 s. e 338; M. ORTINO, *Oggetto e metodo del diritto dell’economia*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amoroso, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, t. 1, Padova, 2010, p. 75. Cfr., inoltre, F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 238 s., e F. GALGANO, *Degli effetti del contratto*, cit., p. 81, rispetto alla tendenza, nelle norme di conflitto, ad attribuire uno specifico rilievo giuridico alla *lex mercatoria*.

²⁴⁵ P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 362.

²⁴⁶ F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 531; F. GHEZZI, *Codici di condotta*, cit., p. 686. In effetti, è possibile anche graduare il “livello di spontaneità” nell’adozione dei codici di condotta, a seconda che vi sia una qualche forma di incoraggiamento o, piuttosto, di coercizione, o meno (C. ROSSELLO, *op. cit.*, p. 80; sul cd. *comply or explain*, C. ROSSI CHAUVENET, *Il codice di autodisciplina delle società quotate come strumento di self-regulation*, in AA. VV., *Integrazione non legislativa del contratto*, a cura di E. Lucchini Guastalla, Milano, 2013, p. 58).

²⁴⁷ L’autoregolamentazione attraverso codici di condotta assume un rilievo peculiare in relazione al profilo del contenimento delle pratiche commerciali scorrette. Sul punto, si veda F. GHEZZI, *Codici di condotta*, cit., p. 681 ss.

²⁴⁸ C. ROSSELLO, *op. cit.*, p. 78, precisa che i codici di condotta coadiuvano, in sede istruttoria, la valutazione della diligenza del professionista sottoscrittore; G. FALCONE, *op. cit.*, p. 90; F. GHEZZI, *Codici di condotta*, cit., p. 689 s.

quotate (al livello di *corporate governance*²⁴⁹), e sanzionati, in caso di inosservanza, sia sul piano reputazionale che su quello della responsabilità contrattuale; tale circostanza vale a rimarcare, peraltro, la loro natura di regola privata²⁵⁰.

Anche le linee guida partecipano di una duplice natura, in quanto, da un lato sono emanate da organizzazioni internazionali ufficiali – passibili, dunque, di caratterizzazione in termini pubblicistici – e, dall'altro, sono considerate come fonti private, se richiamate in sede di contrattazione individuale o, ancora maggiormente, di massa²⁵¹.

I *restatements* – che, negli ambienti di *Common Law* costituiscono strumenti di ricognizione periodica dei principi di diritto emersi in giurisprudenza – assumono, rispetto al diritto continentale, il valore di fonte privata ogni volta in cui la loro compilazione attraversi una fase eccentrica rispetto alle autorità pubbliche, coinvolgendo operatori privati²⁵².

All'ambito del *private standard-setting*, infine, si riconducono gli *standard* (non vincolanti, in principio) emanati da società specializzate, come la Società finanziaria internazionale (IFC), come anche, nel settore fiscale, i principi contabili internazionali IASB/IFRS, che vengono in rilievo in sede di rendicontazione degli strumenti finanziari detenuti dalle imprese operanti sui mercati finanziari.

Gli *standards* privati, in effetti, si pongono a metà strada tra la *soft law*, intesa come tecnica normativa adottata a livello istituzionale, e le c.dd. fonti private, dal momento che, come si è osservato in relazione alla circolazione dei modelli proposti dal Comitato di Basilea, essi sono spontaneamente applicati, ma anche suscettibili di formalizzazione nel diritto obiettivo. Il recepimento può, in questo caso, anche assumere tratti paradossali, come mostrano le dinamiche del processo di omologazione europea dei principi contabili IASB/IFRS: i principi contabili IASB/IFRS sono elaborati da un organismo privato, nel quale è rappresentato un numero esiguo di Stati membri dell'Unione, e, in seguito, recepiti all'esito di una procedura

²⁴⁹ Sul Codice delle società quotate, C. ROSSI CHAUVENET, *Il codice di autodisciplina delle società quotate come strumento di self-regulation*, in AA. VV., *Integrazione non legislativa del contratto*, a cura di E. Lucchini Guastalla, Milano, 2013, pp. 52 ss. Si segnala anche come la *corporate governance* assuma essa stessa, nelle intenzioni del legislatore una fisionomia sempre più indipendente. Sul punto, A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II*, Milano, 2008, p. 120 ss.

²⁵⁰ Cfr. F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 531 e F. GHEZZI, *Codici di condotta*, cit., p.700; C. ROSSI CHAUVENET, *op. cit.*, pp. 60 ss.

²⁵¹ F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 531.

²⁵² *Id.*, p. 531.

“legislativa” che consiste nella loro mera omologazione, peraltro, attraverso regolamento²⁵³. È evidente, nonostante l’adeguatezza formale del processo, il rischio di una totale elusione della garanzia di partecipazione democratica, che deve assistere, da un punto di vista sostanziale l’attività del legislatore²⁵⁴.

L’autorità di fatto rivestita da particolari imprese può incidere sulla disciplina di fatto dei mercati finanziari anche a prescindere dalla formalizzazione in norme giuridiche in senso tipico. Questo fenomeno, che valorizza il legame strumentale che si instaura tra contratto e mercato anche nella sua fase discendente, può definirsi di “eteroregolamentazione riflessa”: il contratto, appunto, riflette il mercato di riferimento, e non soltanto la volontà delle parti o del legislatore. Un esempio particolarmente significativo in tal senso è costituito dall’influenza delle agenzie di *rating* del credito sotto il triplice profilo delle funzioni regolamentari ad esse delegate dal legislatore, quello dell’indicazione puntuale delle *best practices* da osservare per incrementare o conservare credibilità sul mercato e, infine, quello propriamente contrattuale delle clausole che fanno rinvio al rating, i cdd. *rating triggers*. Il tema sarà esaminato con maggiore accuratezza a chiusura del secondo capitolo, nel quale si tenterà di illustrare il quadro nazionale, regionale-europeo e internazionale della regolazione dei mercati finanziari, gli strumenti attraverso i quali si realizza direttamente o indirettamente l’intervento

²⁵³ Più nel dettaglio, i principi contabili in esame sono elaborati dall’International Accounting Standards Board (IASB), che è un ente privato non governativo, rappresentato, in prevalenza da membri anglosassoni. Il *deficit* di democraticità è rientra in un quadro di perplessità ben più esteso, che involge problematiche analoghe a quelle che circondano l’attribuzione di potestà regolamentari ad *Authorities* – come l’indipendenza dal potere politico (quanto dalla professione contabile), la competenza tecnica dei suoi componenti e la procedimentalizzazione dei lavori del *Board*. La ratifica di tali standards con regolamento adottato dalla Commissione Ue – da notare la mancata previsione della procedura di codecisione Consiglio-Parlamento *post-Lisbona*, in tale ipotesi – richiede il parere favorevole di un organo politico (il Comitato di regolamentazione contabile) e di un organo tecnico (Comitato tecnico di contabilità), che valutano l’opportunità, appunto, tecnica e politica, del processo di giuridicizzazione, che si sostanzia in un rinvio completo e direttamente vincolante alla fonte privata. È evidente, a questo punto, la soltanto fittizia democraticità del recepimento: l’atto di *hard law* è adottato dalla sola Commissione, attraverso un procedimento di consultazione che coinvolge, sì, Comitati altamente specializzati, ma esclude l’apporto del legislatore europeo, maggiormente rappresentativo dal punto di vista politico. Infine, anche se il Comitato di regolamentazione contabile e il Comitato tecnico di contabilità, sono letteralmente “vocati” allo svolgimento di due tipologie di valutazione differenti, politica e tecnica, è evidente, dato l’elevato grado di specializzazione, la comune sostanza di organismi tecnici. Sul punto, si vedano F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit., p. 542; R. LUPI, *Concorrenza tra ordinamenti, Comunità europee e prelievo tributario*, in *Rass. trib.*, 2004, p. 3 ss.; MELIS G., *Vincoli internazionali e norma tributaria interna*, in *Riv. dir. trib.*, 2004, p. 1083 ss.; E. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 675; FORTUNATO S., *op. cit.*, p. 5 ss.

²⁵⁴ Sul punto si rinvia a P. DE LUCA, *op. cit.*, p. 247; B. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 923. Tuttavia, potrebbe, ancora una volta, discutersi se la garanzia di partecipazione democratica si identifichi ed esaurisca nel procedimento che si svolge in sede parlamentare. Da un punto di vista qualitativo, è necessario che sia garantita la partecipazione dei destinatari della normazione al processo di produzione delle regole che dovranno osservare (O. PFERSMANN, *Shaping militant democracy*, cit., p. 51). Così argomentando, in questo caso tale condizione minimale sembrerebbe rispettata.

sull'autonomia privata e, infine, la regolazione di fatto che realizzano tali particolari operatori del settore, che elude ogni forma di controllo politico. In questa sede, vale la pena accennare che la regolazione dei mercati finanziari assume un aspetto sempre più disordinato all'allargarsi della prospettiva dal piano nazionale a quello globale. Anche l'attività di *standard-setting* privato si spiega alla luce della dimensione globale dell'attività delle agenzie di *rating* sui mercati finanziari.

Infine, è necessario chiarire la natura degli effetti che possono attribuirsi a tutte le fonti atipiche sin qui richiamate. Se non sono state recepite in atti giuridicamente vincolanti, in caso di "antinomie", le fonti atipiche non potranno, ovviamente, derogare alle norme imperative. Se avvicinate all'ampia categoria degli usi contrattuali, potranno, semmai, derogare alle sole norme dispositive e infine, ad una stregua di normalità sociale, orientare l'interpretazione del contratto, secondo il criterio di buona fede (oggettiva) e correttezza nei rapporti commerciali²⁵⁵.

Nella prospettiva parallela degli strumenti attraverso i quali si esprime il rapporto tra i diversi livelli di *governance* finanziaria, invece, la mancata conformazione delle autorità e degli operatori di settore ai principi e alle regole prodotte dagli *standard setters* globali si accompagna a conseguenze prevalentemente reputazionali: nel caso delle autorità, la pubblicizzazione del mancato rispetto della parola data (*naming and shaming*) può alterare la serenità della cooperazione internazionale e la fiducia reciproca, mentre nel caso degli operatori privati sono ipotizzabili due ordini di conseguenze. Talvolta l'adesione a Codici di comportamento elaborati dagli *standard setters* o la redazione di codici di condotta ad essi conformi è richiamata da fonti tipiche (si veda, ad esempio, il considerando n. 8, reg. del 16 settembre 2009 del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1060 in materia di *rating*)²⁵⁶. Altre volte, infine, il non allinearsi alla prassi del settore – in altri termini, il non seguire il "gregge" – colpisce la credibilità dei soggetti pubblici e privati, causandone, nei casi più estremi, l'esclusione dal mercato. Ad ogni modo, è doveroso segnalare che la dottrina ha individuato nel principio di

²⁵⁵ F. DE LY, *Uniform commercial law*, cit. p. 537, segnala, inoltre, la tendenza, in sede di arbitrato internazionale, a ricercare la disciplina da applicare al caso concreto anche nelle fonti atipiche, circostanza che comunque può compromettere la trasparenza e l'uniformità delle decisioni adottate.

²⁵⁶ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 179.

leale collaborazione la condizione di efficienza della regola sussidiaria²⁵⁷, che, in un contesto allergico alla gerarchia delle fonti, quale quello sovranazionale, trova una propria dimensione, almeno in principio, nei vari *fora* preposti al coordinamento dei lavori degli esponenti politici degli Stati nazionali, delle reti dei regolatori e degli *standard setters*.

²⁵⁷ G. SCACCIA, *op. cit.*, pp. 50, 113, laddove descrive la leale collaborazione come espressione di una concezione consensuale della sussidiarietà.

II. La vigilanza sui mercati finanziari. Attori ufficiali, autorità di fatto e poteri di conformazione dell'autonomia privata

1. *Un ordinamento settoriale? Eteroregolamentazione “diretta” ed eteroregolamentazione “riflessa” nell’unitarietà dell’ordinamento giuridico*

La frantumazione del sistema delle fonti tipiche, alla quale si è accennato nelle pagine che precedono, permette la loro ricomposizione all’interno di un quadro più esteso, della cui coerenza, tuttavia, rispetto all’ordinamento giuridico unitariamente inteso, è lecito dubitare. La fisionomia della *governance* in materia finanziaria e i modi di produzione delle fonti del diritto, infatti, presentano numerose affinità con la teoria degli ordinamenti sezionali, secondo la quale il sistema unitario si articola, in realtà, in una pluralità di segmenti autonomi, soggetti all’autorità di altrettante unità organizzative e funzionali²⁵⁸.

Secondo questa teoria, basata sulla famosa dottrina dell’ordinamento giuridico elaborata da Santi Romano negli anni ’10 del secolo scorso, e ripresa a più puntate da Giannini, il settore creditizio presenterebbe i caratteri di un ordinamento in miniatura, in quanto affidato a un’organizzazione stabile, niente affatto influenzata dal ricambio delle persone fisiche in essa impiegate, orientata alla cura di un interesse pubblico specifico e regolata da norme di natura tecnica piuttosto che politica, indirizzate ai – e coerenti alla logica dei – soggetti esercenti una particolare attività²⁵⁹. Proprio il carattere condizionale della regolazione sarebbe sintomo cruciale della presenza di un ordinamento sezionale²⁶⁰. Nella visione gianniniana, l’organizzazione del settore del credito costituirebbe una variante piuttosto semplice, poiché essa non contempla un articolato sistema di distribuzione delle competenze, essendo gli enti

²⁵⁸ Sulla connaturalità del pluralismo degli ordinamenti al pluralismo delle dimensioni sociali delle quali è parte la persona, si veda P. GROSSI, *op. cit.*, p. 35 s. Sull’applicabilità, in tempi recenti, della teoria degli ordinamenti sezionali al sistema finanziario, si vedano M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato*, cit., p. 162; *Contra* M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 411. E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 582, sostiene, invece, l’applicabilità della teoria degli ordinamenti sezionali al caso in esame, a patto che il carattere sezionale preceda e non consegua all’intervento normativo delle autorità indipendenti.

²⁵⁹ SANTI ROMANO, *L’ordinamento giuridico. Studi sul concetto, le fonti e i caratteri del diritto*, parte I, Pisa, 1918, pp. 39, 115; M.S. GIANNINI, *Gli ordinamenti sezionali rivisitati*, in *La ristrutturazione delle banche pubbliche. L’attuazione della legge n. 218/90*, Milano, 1991, p. 9 s.

²⁶⁰ S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, p. 69 s.

incaricati della funzione di monitoraggio, al contempo, investiti anche di funzioni regolatorie e sanzionatorie²⁶¹.

Il quadro appena esposto si riferisce a un'epoca nella quale poteva apparire sovversiva, rispetto all'ordinamento totale, l'istituzione e l'attribuzione ufficiale di poteri ad autorità, tutto sommato, oggi pacificamente ricondotte allo Stato²⁶². Tuttavia, la teoria degli ordinamenti sezionali può offrire una chiave di lettura – senz'altro, provocatoria – anche al momento attuale. A ben guardare, infatti, sembra spiegare non soltanto, nel quadro della *governance* finanziaria, le peculiarità delle fasi rimesse all'attività delle autorità amministrative indipendenti o del coordinamento (informale) al livello internazionale, mediato da *standard setters* e da reti transnazionali dei regolatori. Ad essa è coerente anche la funzione normativa di fatto, che alcuni fra i destinatari delle stesse norme emanate dalle autorità ufficiali, in ragione dell'autorevolezza e della reputazione di cui essi godono, svolgono sui mercati finanziari – e, di conseguenza, la regolamentazione riflessa del contratto. Il contratto, infatti, non è soltanto unità elementare del mercato, ma è anche il risultato dell'aspetto finale che assume l'ambiente nel quale è destinato a produrre i propri effetti, e cioè il mercato stesso. Anzi, oggi la tesi degli ordinamenti sezionali potrebbe trovare supporto ulteriore nella valorizzazione del principio di sussidiarietà, posto che la scomposizione dell'ordinamento in settori indipendenti scaturisce, nella versione originaria della tesi, dall'inadeguatezza dello Stato, inteso come istituzione tra le tante, al produrre «norme adatte alla vita moderna»²⁶³. Una volta giustificata da un punto di vista funzionale l'organizzazione eccentrica delle unità periferiche, rispetto alla

²⁶¹ M.S. GIANNINI, *Gli ordinamenti sezionali rivisitati*, cit., p. 16 s.

²⁶² Oltre alla compatibilità del modello delle *authorities* con la formula organizzativa costituzionale della separazione tra indirizzo politico e amministrazione, può ricordarsi che il richiamo ai principi di cui all'art. 24, comma 1, l. n. 262 del 2005 alla legge n. 241 del 1990, depone nel senso di confermare la natura amministrativa dell'attività delle autorità indipendenti. Sul punto, M. GOLA, *Principi del procedimento amministrativo e provvedimenti delle authorities finanziarie*, in *Le nuove regole del mercato finanziario – La legge 28 dicembre 2005, n. 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 52°, diretto da F. Galgano, Padova, 2009, p. 473.

²⁶³ SANTI ROMANO, *op. cit.*, p. 40, 112; dello stesso avviso P. GROSSI, *op. cit.*, p. 38. Nelle parole di U. SALVESTRONI, *La teoria di Salvatore Romano sul «Procedimento giuridico» negli «Ordinamenti giuridici privati» e sul principio e giudizio di «equità»*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015, p. 486 s., il discorso è ulteriormente sviluppato da Salvatore Romano, secondo il quale è proprio lo Stato ad attribuire ai privati uno «spazio più o meno in bianco» per la regolamentazione dei loro interessi. *Contra* G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 59, che evidenzia come, invece, lo sforzo di tutte le articolazioni sociali, politiche e amministrative dello Stato tenda sempre alla realizzazione del bene comune, nella prospettiva di un ordinamento che resta unitario nonostante la pluralità delle sedi della produzione normativa. Sulla positivizzazione del canone dell'adeguatezza nell'esercizio delle funzioni, secondo il dispositivo dell'art. 4, comma 3, lett. g), l. 15 maggio 1997, n. 59 (t.u.e.l.), si veda *Id.*, p. 101.

posizione ad esse formalmente attribuita (o riconosciuta) dall'unità centrale-Stato, l'ordinamento sezionale può produrre non soltanto norme integrative, ma anche norme contrastanti con le fonti di origine statale²⁶⁴. Tra le diverse ipotesi nelle quali la relazione tra ordinamenti assume un rilievo giuridico, nelle parole di Santi Romano, tre sembrano descrivere perfettamente i modi di essere dell'interazione tra poteri costituzionalmente giustificati e poteri di fatto, consacrati dalla prassi. In primo luogo, un'istituzione – intesa come ordinamento che «avvince le persone, destina il patrimonio, specifica i suoi organi e tutto coordina a un fine determinato»²⁶⁵ – può ricomprendersi nella più estesa organizzazione dell'altra, che stabilisce le condizioni di esistenza e di legittimità della prima²⁶⁶. Questa ipotesi sembra descrivere perfettamente la posizione istituzionale delle autorità indipendenti, che rappresentano una particolare formula organizzativa dello Stato-unità centrale²⁶⁷, la cui legittimità è perimetrata dalla legge formale. Il secondo tipo di relazione interistituzionale, invece, si osserva nei *fora* internazionali, laddove gli ordinamenti in questione sono davvero indipendenti l'uno dall'altro nei reciproci rapporti, pur essendo entrambi inquadrati in un'organizzazione più estesa²⁶⁸. L'ipotesi in parola può catturare la duplice dimensione della rappresentanza degli Stati membri in seno al FSB, che comprende sia le autorità di vigilanza per i settori creditizio e mobiliare che il Ministro dell'economia e delle finanze. Infine, un'ulteriore possibilità di contatto tra ordinamenti distinti è data dal rinvio unilaterale a enti del tutto indipendenti dal circuito statale. A quest'ultima tipologia è possibile ricondurre l'utilizzo del *rating* per finalità regolatorie, ossia laddove richiamato dalla legge o dalle altre fonti ad essa equiparate. Sfugge, invece, ad ogni tipo di relazione con lo Stato l'attività di *private standard-setting*, come forma *extra ordinem* di disciplina del mercato²⁶⁹.

²⁶⁴ SANTI ROMANO, *op. cit.*, pp. 112 s. e 122-127. Nel pensiero dell'autore, la relazione tra diversi ordinamenti può assumere diverse configurazioni. Esse possono atteggiarsi a originari ovvero derivati gli uni dagli altri, perseguire obiettivi più o meno estesi (ciò che incide sulla latitudine dell'efficacia del rispettivo ordinamento giuridico), configurarsi come semplici oppure complessi (ossia istituzioni di istituzioni), perfetti oppure imperfetti dal punto di vista funzionale, oppure, infine, essere tra loro equiordinati o subordinati.

²⁶⁵ *Id.*, p. 70.

²⁶⁶ *Id.*, p. 128; R. FRANCO, *Lo studio del procedimento giuridico in Salvatore Romano. Ovvero: l'autonomia privata nella dimensione dinamica dello svolgimento, tra ordinamenti e unitarietà sistematica*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015, p. 176 s.

²⁶⁷ Per tutti, V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, p. 15 s., e V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 247, vedono negli artt. 97, comma 1, e 98 cost. l'ancoraggio costituzionale della formula organizzativa delle amministrazioni indipendenti.

²⁶⁸ SANTI ROMANO, *op. cit.*, p. 128 s.

²⁶⁹ P. GROSSI, *op. cit.*, p. 23, sottolinea, con il termine “osservanza”, la componente di convinzione e consapevolezza che accompagna l'adesione dei destinatari alla regola.

Anche se l'assetto corrente della *governance* finanziaria può ricordare da vicino un ordinamento sezionale, l'ipotesi va confutata. In primo luogo, la stessa frantumazione dell'ordinamento in tanti microsistemi contrasta con la dimensione oggettiva della sovranità statale, sulla quale, invece, poggia l'approccio informale alla regolazione finanziaria sul piano internazionale²⁷⁰. In secondo luogo, la struttura concentrica dell'ordine giuridico globale – recepita anche in costituzione – impedisce una visione, invece, poli-ordinamentale della regolazione: ad essa osta non soltanto la familiarità ormai acquisita con il modello della regolazione economica europea, ma anche la costante ripetizione dello schema che prevede l'attivazione di meccanismi di controllo *lato sensu* politico a tutti i livelli interessati²⁷¹. La stabilità dei mercati finanziari è, infatti, strumentale alla soddisfazione di interessi generali e di bisogni primari puntualmente previsti nella Costituzione, che esplicita l'ordinamento unitario²⁷². Questa impostazione è supportata dalla coerenza dei valori ai quali tutti i microcosmi appena elencati si ispirano – a partire dalla tutela della stabilità – e dalla possibilità di “cattura” anche dei fenomeni più estremi di autonomia privata entro la trama dell'ordinamento, attraverso un'interpretazione attenta al contesto concreto in cui essi vedono la luce. Quanto alle autorità indipendenti, sulla scia della dottrina maggioritaria²⁷³, sembra difficile sostenere che esse siano un vero e proprio ordinamento, che si situa accanto e in alternativa allo Stato²⁷⁴, soprattutto una volta preso atto della circostanza che il policentrismo che può assumere l'amministrazione, in base alla Costituzione, non coincide concettualmente con il pluralismo degli ordinamenti, ma addirittura presuppone il pluralismo organizzativo e comporta quello delle fonti, nel momento in cui si raccorda all'esigenza dell'adozione della formula più efficace alla soddisfazione dell'interesse della Nazione – ovvero dell'Unione, nelle fonti europee²⁷⁵. L'interesse della Nazione o dell'Unione è, poi,

²⁷⁰ Infatti, anche le organizzazioni internazionali, secondo alcuni autori, hanno fallito la propria missione, perché non sono riuscite ad arginare le ragioni politiche portate dagli Stati più forti (G. AZZARITI, *op. cit.*, p. 31).

²⁷¹ P. PERLINGIERI, *Regole del mercato*, cit., p. 307 s.

²⁷² E. INDRACCOLO, *Rapporti e tutele nel dietantismo sportivo*, Napoli, 2008, p. 72; R. FRANCO, *op. cit.*, p. 184 s.

²⁷³ Per tutti, V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, p. 21.

²⁷⁴ Sembra, invece, aderire alla posizione opposta F. MERUSI, *op. cit.*, p. 82. Può, tuttavia, ammettersi l'uso del termine “ordinamento” a patto che ad esso si attribuisca il significato atecnico di “complesso di fenomeni”, come sottolinea E. INDRACCOLO, *Rapporti e tutele*, cit., p. 78, in riferimento all’“ordinamento” sportivo.

²⁷⁵ L'argomento si basa su un'interpretazione elastica degli artt. 97, comma 1, e 98 cost. (V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 247) e degli artt. 118, 116, comma 2, e 117, comma 4, cost. (G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 54 ss.). Cfr. G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 175, che, invece, legge nel riferimento all'interesse della Nazione connotati «schiettamente politici». Sul pluralismo delle fonti, come portato del policentrismo organizzativo dello Stato, si veda anche E. INDRACCOLO, *Rapporti e tutele*, cit., p. 71. Nel momento

sineddoche di tutti gli interessi che possono emergere nella dimensione concreta delle operazioni commerciali, intesi come componente fondamentale della vita umana. Di conseguenza, quelli che costituiscono i tratti salienti di un determinato settore troveranno pur sempre una propria priorità, rispetto agli altri, nella dimensione complessiva e unitaria dell'ordinamento generale: a tal fine, il carattere condizionale della disciplina di settore non deve (e non può) trarre in inganno. L'attività delle singole autorità competenti, infatti, produce i propri effetti normativi anche all'esterno dell' "ordinamento" di settore, posto che, come si è tentato di evidenziare nelle pagine introduttive di questo lavoro e come, si spera, chiariranno quelle che seguono, i principi cardine dell' "ordinamento finanziario" non sono affatto estranei all'ordinamento generale, come sviluppato dalla costituzione²⁷⁶. Tutt'altro. L'anacronismo della tesi che vede nel carattere condizionale della normazione lo snodo che permette alle vicende della "corporazione dei banchieri" (o degli operatori finanziari in genere) di prendere un indirizzo separato rispetto alla comunità indistinta della popolazione è, infatti, provato ogni giorno dalla tangibilità degli interessi sottesi alla regolazione dei mercati finanziari nella vita dei non addetti ai lavori²⁷⁷. Dall'emersione di questi valori discende, necessariamente, (almeno l'aspirazione a) un ordine costituzionale di mercato²⁷⁸.

Per quanto riguarda, invece, le autorità di fatto e l'eteroregolamentazione riflessa, è l'ordinamento stesso che consente, non vietandolo, anche un utilizzo atipico dei prodotti "tipici" della contrattualistica sui mercati finanziari e, nel momento della produzione di effetti

in cui il modello della separazione dei poteri si dimostra inadeguato rispetto allo specifico interesse pubblico da tutelare, nulla osta all'adozione di una formula organizzativa basata su una «commistione dei poteri», seppure edulcorata, come sostiene N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 158.

²⁷⁶ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 290. Il pluralismo delle formule organizzative, "concesso" dalla Costituzione, può cogliersi anche in relazione all' "ordinamento" sportivo, che oggi consta anche di una sua autorità di regolazione. Si vedano E. INDRACCOLO, *Rapporti e tutele*, cit., p. 66 s.; A. FUX, *Ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza: nel Pantheon delle autorità entra anche la F.I.G.C.*, nota a Cass., 31 ottobre 2014, n. 10108, in *Cass. pen.*, 2015, pp. 3744). Un ulteriore indizio dell'osmosi dei valori, tra l'ordinamento generale e i "settori", è dato dall'effetto unificante del diritto dei consumatori, che trova applicazione trasversale in tutte le aree di mercato in cui si riscontri il rapporto di consumo (E. BATTELLI, *Codice del consumo*, cit., p. 438).

²⁷⁷ M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 413. Sul carattere unificante del sostrato "fisico", popolazione e territorio, dell'ordinamento generale e per un convincente chiarimento della tesi che vede, anche nei diversi settori speciali dell'ordinamento, la traccia del sistema, si rinvia a E. INDRACCOLO, *Rapporti e tutele*, cit., pp. 64-71. G. AZZARITI, *op. cit.*, p. 34 ss., costruisce il territorio come «criterio ordinante e qualificante il "tipo" di ordinamento», nel senso che è dubbio «se è ipotizzabile assegnare a ordinamenti senza territorio o con spazi indeterminati la specifica qualificazione di "ordinamenti giuridici costituzionali"».

²⁷⁸ G. SCACCIA, *op. cit.*, 2008, p. 19, richiama la posizione espressa dai fautori della scuola ordoliberal di Friburgo, nel quale all'intervento dello Stato era attribuito il compito di aggiustare le dinamiche spontanee del mercato nella direzione dell'ottimale allocazione e distribuzione, che, nel linguaggio dei giuristi, si traducono in libertà e uguaglianza.

paragonabili a quelli delle fonti note, di operare il riconoscimento della regola privata²⁷⁹, ovvero di permetterne l'aggiustamento attraverso il formidabile criterio di interpretazione-integrazione della buona fede oggettiva. Resta sullo sfondo una considerazione di carattere generale. Nonostante le dinamiche economiche diano un'impronta peculiare all'articolazione della *governance* e alle fonti di disciplina dei mercati finanziari, una cosa è lo stato dell'arte dal punto di vista tecnico e ben altra cosa è il contributo che l'ordinamento può (e deve) dare per orientarne uno sviluppo virtuoso – tanto più che in termini economici, oltre ad essere uno strumento di politica, la regolazione svolge il ruolo di barriera, appunto, legale²⁸⁰. Perciò, anche laddove l'influenza delle autorità di fatto sovverta il sistema delle fonti di regolamentazione dei rapporti tra privati, è più corretto discorrere di sezioni specializzate dell'ordinamento giuridico unitariamente considerato, dato che, a ben vedere, anche in tali contesti si ripete la fondamentale dinamica della creazione della regola e del suo riconoscimento da parte dei destinatari²⁸¹. In definitiva, all'unitarietà dell'ordinamento nel quale si collocano entrambe le dimensioni da ultimo esaminate, corrisponde l'unitarietà della griglia di valori e, quindi, dei principi, alla stregua dei quali esse devono essere valutate. All'interprete compete il medesimo sforzo nella direzione del contenimento delle dinamiche che favoriscono il «più forte»²⁸², ma con una precisazione di metodo: egli, per realizzare adeguatamente la propria missione, dovrà dotarsi dello strumentario tecnico e ideologico necessario ad affrontare la materia magmatica dei mercati finanziari, ciò significa che, se non potrà improvvisarsi economista, non potrà permettersi di rifiutare ogni tipo di dialogo con la dimensione “quantitativa” delle transazioni, trattandosi dei criteri ai quali si ispirano le scelte efficienti degli operatori. Il giurista deve conoscere il sistema degli incentivi e delle disfunzioni di mercato, in maniera tale da tradurre il principio di solidarietà sociale in incentivi e processi virtuosi attraenti anche da un punto di vista economico.

²⁷⁹ Nella stessa direzione, U. SALVESTRONI, *op. cit.*, p. 486; G. SINISI, *op. cit.*, p. 509. Sulla relazione tra sussidiarietà e pluralismo, si veda G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 43.

²⁸⁰ F. GIGLIONI, *op. cit.*, p. 6; P. GIUDICI, *op. cit.*, 2008, p. 4. La vigilanza, in un certo senso, deve sostituirsi al mercato, qualora esso non si orienti al perseguimento efficiente degli obiettivi di interesse generale, rispetto ai quali esso è strumentale (*Contra* E. MONACI, *op. cit.*, p. 9). Nel quadro dei mercati alternativi del capitale, che sono accessibili ai soli investitori professionali, è interessante, tuttavia, osservare come a una ridotta regolamentazione corrisponda una situazione di tendenziale stabilità, nella prospettiva della teoria dei giochi. Sul punto, K. WAŚNIEWSKI, *Discretionary freedom of choice and risk in alternative capital markets*, in *European Journal of Law and Economics*, 2015, p. 573 ss.

²⁸¹ R. FRANCO, *op. cit.*, p. 194 s. Anche nella costruzione di M. CUNIBERTI, *op. cit.*, pp. 443 e 514, il paradigma del riconoscimento contempla sempre la sovranità popolare come termine finale.

²⁸² G. GRASSO, *op. cit.*, p. 99.

Una volta orientata l'indagine all'interno di una dimensione complessiva unitaria, è possibile esaminare la cd. regolazione economica. Seguirà una breve riflessione intorno alla tradizionale classificazione delle autorità di settore in autorità di garanzia e autorità di regolazione: assai ricorrente in letteratura, ma poco utile nel contesto di questi studi.

1.1. *Il concetto di regolazione economica europea e il coordinamento delle competenze trasversali*

Da tempo, la dottrina ha messo in luce la difficoltà di definire il concetto di regolazione, il quale racchiude un complesso di funzioni che il giurista di formazione tradizionale fa fatica a ricondurre a un'unica fase, nell'esercizio di pubblici poteri²⁸³. In termini generali, regolazione traduce *regulation* e fonde la regolamentazione di attività economiche rilevanti e l'attuazione delle norme così poste in una sola locuzione – e, spesso, il loro esercizio, in una sola entità competente²⁸⁴. All'interno del sintagma, la regolamentazione consiste nella posizione di norme condizionali, ovvero applicabili “a condizione che” si eserciti una determinata attività, che si assume rilevante nella prospettiva del conseguimento di obiettivi di pubblico interesse²⁸⁵. In virtù della dimensione teleologica dell'intervento eteronomo, la regolazione è, almeno tendenzialmente, finalistica²⁸⁶. Significativamente, è possibile distinguere l'elaborazione delle politiche di settore dalla regolazione in senso stretto²⁸⁷, la quale si traduce nella posizione di regole o principi di dettaglio tecnico. Dal punto di vista oggettivo,

²⁸³ Prova ne è la concezione, a dire il vero, oramai obsoleta, della regolazione come concetto alternativo e preventivo, rispetto al monitoraggio che è proprio della vigilanza, intesa come mero controllo di conformità del comportamento dei vigilati alla normativa di settore (Cfr. F. GIGLIONI, *op. cit.*, p. 46, e M. DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale. Atti del Convegno di Studi – Catania, 21 e 22 settembre 2007*, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 266). Molto spesso la regolazione è stata accostata alla programmazione economica, nel tentativo di agganciarla ai “programmi” di cui all'art. 41, comma 3, cost. e, a loro volta, di ricondurre l'attività di regolazione (in questa visione, programmazione) europea a istituti noti all'ordinamento nazionale. Critico sul punto, R. VILLALTA, *Pubblica amministrazione e servizi pubblici*, in *Dir. amm.*, 2003, p. 496.

²⁸⁴ S. AMOROSINO, *La “regolazione” del settore, e mercato, delle infrastrutture*, in *Riv. giur. edil.*, 2010, II, p. 126. G. MORBIDELLI, *op. cit.*, p. 730, chiarisce che «la regolazione assomma in sé tre componenti: prima, la unitarietà dell'obiettivo [...], seconda, il rivolgersi verso il futuro (e non il passato, come nell' *adjudication*), infine la compresenza e convergenza di funzioni a tal fine». L'emersione del modello si deve al fallimento delle alternative astrattamente possibili: lo Stato interventista, il mercato abbandonato a se stesso, la tutela giurisdizionale (esclusivamente *ex post*). Sul punto, F. MERUSI, *op. cit.*, p. 22 s.; N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 247 ss.).

²⁸⁵ R. VILLALTA, *op. cit.*, p. 496.

²⁸⁶ In alcuni settori specifici, il criterio della finalità può a volte essere alternato ad altri più specifici, come accade nella regolazione dei mercati finanziari. In questo contesto, infatti, il criterio della finalità della regolazione a volte è contemperato da quello, parimenti obiettivo, dell'attività svolta dai soggetti vigilati (A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 223).

²⁸⁷ F. MUNARI, *La disciplina dei cd. servizi essenziali tra diritto comunitario, prerogative degli Stati Membri e interessi generali*, in *Dir. un. eur.*, 2002, p. 46.

rappresentano ulteriori tratti caratteristici della regolazione economica la trasparenza e l'elevato formalismo che denotano la relazione tra operatori e autorità²⁸⁸.

Da un punto di vista soggettivo, la regolazione economica è normalmente affidata ad autorità amministrative indipendenti, che, in quanto tali, esercitano i poteri di cui sono attributarie in condizioni di neutralità, sia rispetto agli interessi coinvolti che rispetto al ciclo politico²⁸⁹. Molto spesso la neutralità deriva dall'esigenza di evitare la confusione dei poteri di regolazione in quelli di gestione del mercato, circostanza osservabile nei mercati infrastrutturali²⁹⁰. Attraverso le autorità amministrative indipendenti è possibile raggiungere due importanti risultati: la garanzia di competenza nell'ambito di materie complesse, rispetto alle quali è difficile immaginare un'efficace intervento di dettaglio da parte del legislatore ordinario, e una migliore protezione dagli interessi della classe politica, che si assumono scadenti dal punto di vista qualitativo e poco attenti agli obiettivi di lungo periodo, come ipotizzato nell'ambito delle teorie di *public choice*²⁹¹.

²⁸⁸ F. DI PORTO, *Concorrenza. Antitrust e regolazione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di N. Ambriani, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. Irti, Milano, 2011, p. 220.

²⁸⁹ E.L. CAMILLI, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario – b) Profili normativi*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2010, p. 169, descrive la fisionomia variabile dell'indipendenza di cui godono le autorità di vigilanza finanziaria. Tale disomogeneità impedisce l'individuazione di un vero e proprio modello di amministrazione indipendente, come sottolinea N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 19 e p. 40, laddove la ricerca di un modello di amministrazione indipendente è considerato come un «falso problema». Intanto, la connotazione delle autorità come, a un tempo, «amministrative» e «indipendenti» lascia perplessi quegli autori che evidenziano l'inconciliabilità semantica dei termini scelti. La funzione amministrativa, infatti, non è neutrale, né indipendente quanto il potere «indipendente» per eccellenza, ossia quello giudiziario (V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 244 s., 251; S. LUCATTINI, *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, 2013, pp. 15 ss.). *Contra* M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 406, che sottolinea, invece, come la neutralità, in questo contesto, si avvicini alla terzietà del giudice. Ad ogni modo, la dottrina ha individuato i vari casi in cui può declinarsi l'indipendenza delle autorità di vigilanza, ossia l'autonomia organizzativa, la potestà normativa (autonomia in senso letterale) e lo *status* del personale impiegato (V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, p. 6).

²⁹⁰ F. MUNARI, *op. cit.*, p. 42; R. VILLALTA, *op. cit.*, p. 504; A. LALLI, *op. cit.*, p. 653. M. CLARICH, *Le autorità indipendenti raccontate agli economisti*, in *Dir. amm.*, 1999, p. 184, avverte che «lo Stato neutrale degli esperti e degli specialisti reca con sé una contraddizione. Infatti o l'esperto è allo stesso tempo interessato e quindi non è neutrale; oppure non è interessato [...]». A lungo andare il trasferimento di decisioni politiche agli esperti conduce non ad una naturale oggettivazione, ma invece alla politicizzazione partitica di entità finora neutrali». Dello stesso avviso sembra essere anche A. VALASTRO, *op. cit.*, pp. 29 s., 50 s., laddove definisce «snaturamento di identità» il progressivo coinvolgimento delle autorità indipendenti nella determinazione delle politiche di settore. La politicizzazione delle autorità indipendenti potrebbe anche intendersi come un processo evolutivo, se non addirittura come una caratteristica fisiologica del modello in esame. Riporta, infatti, E. DE MARCO, *op. cit.*, p. 202, che il modello delle autorità amministrative indipendenti potrebbe garantire un contatto più autentico con la compagine dei governati, poiché la sua stessa configurazione le metterebbe in «condizione di apprendere tutti gli stimoli e le informazioni che esse raccolgono nel settore, e di potervi reagire», ciò che permetterebbe di «razionalizzare» la stessa politica.

²⁹¹ Indipendenza è, infatti, necessaria distanza delle sedi della regolazione non soltanto dagli apparati di governo, ma anche e soprattutto dagli organi titolari di poteri di indirizzo politico. Si vedano V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, pp. 4, 16-18; F. CINTIOLI, *Discrezionalità tecnica (dir. amm.)*, in *Enc. giur.*, Annali II, t. 2, Milano, 2008, p. 483, sulla crisi del principio di legalità e sull'espansione delle nuove sedi tecniche dell'indirizzo economico. L'autore in parola, testualmente, evidenzia che «il

Questo modello di vigilanza può assumere una struttura centralizzata²⁹² – per la quale un’unica autorità è competente per i diversi comparti in cui si articolano i mercati finanziari²⁹³ – o, in alternativa, specializzata – configurazione in cui, appunto, a distinti settori corrispondono distinte autorità competenti²⁹⁴. Sempre con specifico riguardo ai mercati finanziari, all’interno di questa seconda modalità strutturale è possibile operare un’ulteriore classificazione tra ordinamenti nei quali l’autorità responsabile della definizione della politica monetaria è anche incaricata della vigilanza sul settore creditizio – circostanza giustificata spesso alla luce della contiguità tra la stabilità del sistema monetario e quella del sistema finanziario, che agisce da “cinghia di trasmissione” dell’una nell’altra attraverso i tassi di interesse, che sono, appunto, fissati dalla banca centrale²⁹⁵ – e ordinamenti nei quali si osservano, invece, due autorità di vertice separate²⁹⁶. Allo stato attuale, in Italia, la vigilanza sui mercati finanziari è specializzata. Quanto al settore creditizio e alla vigilanza macroprudenziale, in particolare, l’alternativa tra *single peak* e *twin peaks* è più difficilmente

legislatore, pressato dalla tecnica, sembra arrestarsi di fronte alla seguente alternativa: delegare ad un’altra autorità munita di speciale competenza tecnica il compimento della scelta; oppure enunciare una regola generale, rimettendo all’amministrazione (*lato sensu*) il suo completamento sul piano tecnico». N. LONGOBARDI, *op. cit.*, pp. 25-27, insiste sull’aspetto relazionale dell’indipendenza tra politica e amministrazione.

²⁹² Sull’accentramento amministrativo e per l’applicazione dell’istituto alle *authorities*, si veda V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, pp. 8-14.

²⁹³ Potrebbe rilevare, in questo senso, se non si trattasse di un *modus operandi* che conta ben poche applicazioni nella pratica, l’emanazione di regolamenti congiunti Banca d’Italia-Consob nelle materie di rilievo trasversale (ad es., regolamento congiunto Banca d’Italia-Consob del 29 ottobre 2007, in materia di organizzazione e procedure di degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, da ultimo modificato con atto congiunto banca d’Italia-Consob del 19 gennaio 2015, e il regolamento congiunto banca d’Italia-Consob del 22 febbraio 2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, da ultimo modificato con atto congiunto Banca d’Italia-Consob del 24 febbraio 2015).

²⁹⁴ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 799. Vale comunque la pena segnalare che, nonostante la parziale separatezza della vigilanza sul comparto assicurativo, rispetto al creditizio e al mobiliare, è possibile rilevare un timido tentativo di avvicinamento nell’istituzione dell’IVASS e, soprattutto, nell’attribuzione della carica di presidente al Direttore generale della Banca d’Italia (*Id.*, p.821)

²⁹⁵ C.A.E. GOODHART, *The organisational structure of banking supervision* – FSI Occasional papers n.1, 2000, pp. 8-23.

²⁹⁶ Il riparto di competenze tra autorità creditizie, normalmente, si osserva rispetto alle due prospettive della vigilanza prudenziale e della *conduct of business*; pertanto, si distingue tra strutture di *governance* a *single peak* e *twin peaks*. Sulla recentemente riformata architettura della vigilanza creditizia britannica. A tale riguardo, si vedano C.A.E. GOODHART, *op. cit.*, pp. 24-33; E. FERRAN, *The break-up of the Financial Services Authority*, in *University of Cambridge faculty of Law legal studies research paper series n. 10*, 2010, *passim*; E. FERRAN, *The reorganisation of financial services supervision in the UK: an interim progress report*, in *University of Cambridge faculty of Law legal studies research paper series n. 49*, *passim*. Discutono l’efficacia del modello E. MONACI, *op. cit.*, p. 239 ss., e E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 166, in quanto la Banca centrale finirebbe per essere esposta a conflitti di interesse non soltanto determinati dal rischio di interferenze politiche sulle operazioni di politica monetaria, ma anche dalla non sempre coerenza delle finalità di questa a quelle di stabilità finanziaria. Inoltre, non è da trascurare il fattore reputazionale, nel momento in cui la Banca centrale sia responsabile del cattivo esito di determinate operazioni ascrivibili all’attività di vigilanza.

configurabile, dal momento che la sovranità monetaria è stata ceduta alla BCE²⁹⁷. A livello europeo, invece, la BCE riveste un ruolo di primo piano nell'esercizio della vigilanza macroprudenziale, dal momento che il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (ESRB) è presieduto di diritto dal Presidente della BCE, mentre il suo segretariato è curato dalla stessa BCE. Questa rivisitazione in chiave creativa della struttura a *single peak* dell'organo di vigilanza reca con sé il rischio che l'indipendenza di cui dovrebbe godere una Banca centrale, ancora maggiore, sia minata dalla preponderanza degli interessi politici degli Stati, rispetto ai quali, in caso di crisi, la BCE svolge il ruolo di creditore di ultima istanza, essendo titolare dei poteri di indirizzo della politica monetaria²⁹⁸.

Come premesso, la regolazione racchiude quattro macrofunzioni pubbliche, delle quali si evidenzia il rapporto di consequenzialità logica: regolamentazione, indirizzo della domanda pubblica, gestione (più o meno marcata) del mercato di riferimento e la vigilanza, a fini attuativi della disciplina di settore. Regolamentazione e vigilanza si situano, dunque, agli antipodi di un processo circolare, che tende non soltanto alla correzione delle imperfezioni di mercato, ma anche al raggiungimento di ulteriori obiettivi, che variano in funzione degli interessi generali perseguibili attraverso il sano sviluppo dei singoli mercati rilevanti (*infra* § 1.2)²⁹⁹.

La vigilanza il momento principale dell'attività di regolazione, poiché consiste, da un lato, nella «verifica di conformità di un atto o di un'attività ad una data regola o a un dato parametro e all'adozione dei conseguenti provvedimenti», a prescindere dall'origine politica o tecnica di detta regola o detto parametro, e, dall'altro, nella relazione che si instaura tra l'autorità competente e i soggetti vigilati³⁰⁰. In quest'ultima accezione, essa è stata analizzata dalla dottrina talora nella prospettiva del decentramento, talaltra in quella delle formule

²⁹⁷ A. ANTONUCCI, *Art. 6. Rapporti con il diritto dell'Unione europea e integrazione nel SEVIF*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013, p. 50.

²⁹⁸ E. MONACI, *op. cit.*, pp. 221, 241. Sul diverso atteggiarsi del requisito dell'indipendenza della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza e di quelle proprie della banca centrale (intesa oggi come articolazione periferica dell'apparato che fa capo alla BCE), si veda R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, in AA. VV., *Le autorità amministrative indipendenti*, a cura di G.P. Cirillo e R. Chieppa, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da Santaniello, vol. 41, Padova, 2011, pp. 171-180.

²⁹⁹ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 824. *Contra* M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 297, il quale mette in luce il rapporto di strumentalità e, dunque, la circolarità, piuttosto che l'antitesi tra regolazione e vigilanza. Sulla compatibilità del perseguimento di obiettivi antitrust e obiettivi di interesse pubblico più specifici, caratteristici di determinati prodotti oggetto di scambio, si veda F. DI PORTO, *Concorrenza*, cit., p. 222.

³⁰⁰ R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 235; M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 674.

dell'organizzazione amministrativa³⁰¹. Intesa come attività, invece, la vigilanza è un controllo informale e globale sull'attività posta in essere dal vigilato³⁰², e si specifica, da un punto di vista funzionale, in vigilanza informativa, regolamentare, ispettiva e sanzionatoria³⁰³.

Nel comparto creditizio e in quello mobiliare, vigilanza informativa e ispettiva appaiono direttamente legate da un rapporto di strumentalità. Alla prima corrisponde la comunicazione di dati e notizie o la trasmissione di atti e documenti rilevanti, anche attraverso gli organi di governo societario (artt. 51 e 52 t.u.b., 8 t.u.f.), e, alla seconda, il successivo espletamento di ispezioni, richiesta di documenti e svolgimento di ulteriori attività necessarie (artt. 54 t.u.b. e 10 t.u.f.)³⁰⁴. Normalmente, la vigilanza ispettiva è considerata *species* delle ispezioni amministrative e, pertanto, soggetta a riserva di legge, *ex art. 14 cost.* Le norme che fondano la legittimità della vigilanza ispettiva sono sparse nei Testi unici, mentre le risultanze di tale attività ricevono una rilevanza probatoria qualificata, in sede giurisdizionale³⁰⁵.

La vigilanza sanzionatoria, infine, presenta molte affinità con i poteri di indagine e di verifica attribuiti agli inquirenti in sede di processo penale. Nella direzione di un avvicinamento dei poteri di vigilanza a quelli di *adjudication* previsti nel modello europeo di vigilanza economica, alla Banca d'Italia e alla Consob sono attribuiti poteri di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra intermediari e clienti (ADR). L'avvenuto riscontro di infrazioni conduce all'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie o di provvedimenti restrittivi dell'attività del soggetto vigilato o, addirittura, alla proposta di apertura di procedure di crisi, poi formalmente intraprese dal Ministro dell'economia e delle finanze³⁰⁶.

La vigilanza regolamentare, che consiste nella posizione di norme di settore secondarie generali e astratte, appare come un'ibridazione tra vigilanza e regolazione. Il suo esercizio è

³⁰¹ *Id.*, pp. 675, 678 e 681 ss. L'autore, inoltre, discute la riconducibilità della vigilanza all'alveo dei rapporti gerarchici, seppure in senso lato. Sul rapporto tra vigilanza e controllo, R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 236.

³⁰² Lo stesso autore avverte di non confondere tale controllo con il controllo amministrativo in senso stretto, che mortifica il tratto saliente della vigilanza, che incide sull'autonomia privata, piuttosto che su atti amministrativi. Inoltre, il tipo di supervisione che deriva dall'esercizio di poteri di vigilanza è meno invasivo, in quanto non può porsi in contrasto con le libertà fondamentali riconosciute dal diritto dell'Ue, tra le quali si colloca l'attività creditizia e di prestazione di servizi finanziari in genere. Si veda M. ANTONIOLI, *op. cit.*, pp. 679-687.

³⁰³ M. ANTONIOLI, A. DI PIETRO, D. GALETTA, *I procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali (Art. 23)*, in *Le nuove regole del mercato finanziario – La legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 52°, diretto da F. Galgano, Padova, 2009, p. 461.

³⁰⁴ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 825.

³⁰⁵ R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 237.

³⁰⁶ *Id.*, p. 218.

distribuito tra autorità (*lato sensu*) politiche e autorità amministrative, queste ultime dotate di poteri ad un tempo normativi ed attuativi³⁰⁷. Nel settore finanziario, le materie sulle quali essa incide spaziano dalla specificazione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale degli intermediari, al contenimento del rischio, all'intervento sull'organizzazione interna degli enti soggetti a vigilanza e alla prescrizione di obblighi di informazione, ovvero di forma informativa nella contrattazione³⁰⁸. È l'esercizio di detta potestà al cuore del problema dell'eteroregolamentazione contrattuale, dal momento che, fermi i confini procedurali e sostanziali per il suo legittimo esercizio³⁰⁹, le autorità finanziarie possono produrre atti dotati di efficacia conformativa generale, oppure indirizzati a specifici settori, tipologie di attività o categorie soggettive di operatori. Il monitoraggio dei mercati permette poi la ricognizione e la promozione delle *best practices*, normalmente riconosciute come tali nell'alveo delle reti informali dei regolatori (*infra* § 3.3.1). La vera e propria regolazione del mercato, in effetti, può esplicarsi a monte, ma anche a valle della violazione della disciplina di settore, come effetto dell'attività di vigilanza sanzionatoria³¹⁰. Ad ogni modo, l'art. 6 t.u.f. individua nella valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati, nella proporzionalità³¹¹, nel riconoscimento dell'estensione globale del mercato finanziario, nella salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana e, infine, nell'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza, i criteri che guidano l'esercizio dei poteri di vigilanza regolamentare da parte della Banca d'Italia e della Consob. Ulteriori parametri di legittimità si ricavano dal tessuto costituzionale e consistono nella «garanzia giuridica dei diritti di proprietà e di

³⁰⁷ M. ANTONIOLI, *op. cit.*, pp. 61, 679 ss. Lo stesso autore critica la diversa impostazione che tende a ricondurre l'attività di vigilanza nell'alveo del controllo amministrativo. A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, cit., p. 824, peraltro, considera il concetto di vigilanza tradizionale estraneo a quello di regolazione.

³⁰⁸ R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 218.

³⁰⁹ È comune l'affermazione secondo la quale la carenza di legittimazione democratica iniziale delle autorità amministrative indipendenti sia compensata da una democraticizzazione del processo di produzione della regolamentazione del dettaglio, attraverso la promozione della partecipazione di figure rappresentative dei destinatari e del rispetto dei principi di trasparenza e di proporzionalità (A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 827).

³¹⁰ M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 696. Non ha senso, invece, articolare la struttura della vigilanza in base al carattere temporale dell'intervento: *ex ante* regolatoria; *ex post* antitrust. Sul punto, F. DI PORTO, *Concorrenza*, cit., p. 221.

³¹¹ La proporzionalità dell'intervento è tratto distintivo di un'auspicata *better regulation*, che si ispira all'ordinamento del mercato attraverso l'indicazione dei principi da rispettare per il perseguimento degli obiettivi a fronte del minore sacrificio possibile degli interessi dei destinatari (R. COSTI, *op. cit.*, p. 95). Nella diversa prospettiva della sussidiarietà, la proporzionalità, delimita i margini di autonomia che residuano in capo ai privati, soggetti all'attività di vigilanza, secondo la ricostruzione offerta da G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 22.

autonomia contrattuale» e nelle libertà garantite dal diritto europeo, segnatamente, agli artt. 3, 10, 81 e 86 del TUE³¹².

Una volta chiarite le molteplici dimensioni della regolazione economica, vale la pena spendere qualche riga sulla distinzione tra autorità di garanzia e autorità di regolazione, caldeggiata in dottrina³¹³. La confutazione del criterio di classificazione proposto costituisce, infatti, una buona premessa all'esame delle interazioni tra le diverse autorità indipendenti attive sul settore finanziario, (tendenzialmente) governate dal criterio finalistico dell'interesse generale prevalente, tra quelli affidati alle rispettive cure. Secondo l'indirizzo contestato, è possibile distinguere fra autorità di garanzia e autorità di regolazione, in ragione della priorità, dal punto di vista costituzionale, dei valori in gioco. Alla classificazione corrisponde un impatto più o meno intenso, dell'intervento di detti enti, sulla disciplina complessiva di un determinato settore economico: le seconde sono formalmente dotate anche di poteri normativi, oltre a quelli di monitoraggio, dei quali, invece, sono titolari sia le une che le altre. Conseguentemente, in relazione alle autorità di garanzia è minore il rischio di eludere il principio di legalità nell'esercizio della vigilanza, costituendo anche le funzioni sanzionatorie (giustiziali) o cd. paragiurisdizionali, applicazione della legge in ambiti delimitati dalla legge stessa; di riflesso, sembrerebbe più marcato l'elemento dell'indipendenza organizzativa rispetto all'esecutivo³¹⁴. Dunque, le autorità di regolazione sarebbero maggiormente

³¹² A. LALLI, *op. cit.*, pp. 649, 658. Sull'affermazione della versione angloeuropea del modello delle *authorities*, si vedano S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione*, cit., p. 59 s.; M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 60; F. MUNARI, *op. cit.*, p. 47. La regolazione dei mercati finanziari, in senso moderno, nasce spontaneamente nell'esperienza statunitense e, secondo itinerari diversi, in quella degli Stati nazionali europei, in seguito alla grande crisi finanziaria degli anni '30 del secolo scorso. Varie sono le modalità attraverso le quali il diritto europeo ha spinto gli Stati nazionali verso l'aggiornamento dei moduli organizzativi. Come riporta M. CUNIBERTI, *op. cit.*, pp. 478-480: una prima modalità consiste nella mera indicazione dell'obiettivo, che può essere perseguito (tra gli altri modi, anche) mediante l'istituzione di un'autorità indipendente; un'ulteriore opzione è consistita nel prescrivere l'istituzione di una certa autorità di vigilanza, rimettendo, poi, agli Stati, il compito di dettagliarne struttura e poteri; infine, l'ipotesi nella quale il diritto europeo dettaglia tutti gli aspetti, dall'istituzione, al funzionamento, all'organizzazione di un'autorità indipendente. Alcuni autori, tuttavia, mettono in luce l'autenticità del fenomeno nel contesto nazionale e le peculiarità della sua evoluzione. Sul punto si vedano G. GRASSO, *op. cit.*, p. 100; M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 153; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 238.

³¹³ Tra i suoi fautori, ad esempio, G. AMATO, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1997, p. 645 ss.; G. MORBIDELLI, *op. cit.*, p. 729 ss.; G. GRASSO, *op. cit.*, p. 34 ss.

³¹⁴ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 241. V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, pp. 5, 23, sostiene, piuttosto, che le autorità cdd. di garanzia si pongano al vertice di veri e propri ordinamenti settoriali, intesi come articolazioni funzionali parallele dell'amministrazione, indipendenti dal potere esecutivo: in tali ambiti, secondo l'autore, manca del tutto il principio della responsabilità ministeriale, di cui all'art. 95 cost. F. GIGLIONI, *op. cit.*, 2008, p. 45 s., invece, sottolinea che mentre lo schema operativo delle autorità di garanzia consiste nella semplice verifica dei fatti di specie che giustificano l'applicazione della norma data, quello delle autorità di vigilanza – *rectius*, nelle parole dell'autore, di regolazione – frapponesse l'esercizio del potere tra i due termini, norma e fatto. Conferma la distinzione F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 480 s.

autonome, mentre quelle di garanzia maggiormente indipendenti, ancorché titolari di margini di manovra meno estesi³¹⁵. A rigore, le autorità finanziarie sembrerebbero appartenere alla seconda categoria.

Una classificazione tanto limpida in apparenza è, in realtà, smentita sia dai legami di strumentalità che si instaurano tra valori costituzionali che, ancora una volta, dal peso della prassi³¹⁶. Infatti, se, da un lato, come si è sostenuto nel primo capitolo di questo lavoro, è impossibile non cogliere l'importanza cardinale dell'attività finanziaria rispetto alla soddisfazione di tutti gli interessi pubblici di cui si fa garante lo Stato secondo Costituzione, dall'altro, la combinazione di funzioni giustiziali e paragiurisdizionali (ADR) a funzioni *lato sensu* ispettive produce di per sé una serie di “precedenti di giudizio” e, dunque, di prassi, che inevitabilmente influenzano la disciplina di settore, anche in assenza di formalizzazione. Inoltre, l'inerenza delle problematiche affidate alle cure delle autorità di garanzia – si pensi, su tutto, all'informazione: alla strumentalità dell'informazione rispetto all'instaurazione della concorrenza e all'importanza dell'informazione nella salvaguardia della fiducia nei mercati finanziari – anche a settori, in teoria, vigilati da autorità di regolazione si traduce in un'insensata menomazione funzionale delle prime, se non in una duplicazione delle attività monitoraggio. Pertanto, la distinzione tra le due categorie perde di significato pratico e, anzi, conferma una volta in più la necessità di un approccio flessibile, ancorché non rilassato, al problema delle fonti di regolamentazione degli atti di autonomia privata, nella prospettiva della legalità e della credibilità dei circuiti alternativi di produzione normativa.

2. *La regolazione finalistica dei mercati finanziari. La concorrenza*

L'obiettivo principale della regolazione economica consiste nella rimozione dei fallimenti del mercato, e, segnatamente, degli ostacoli alla concorrenza, nella prospettiva di raggiungere

³¹⁵ Sull'autonomia e sulla geometria variabile della personalità giuridica delle autorità indipendenti, si vedano S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione*, cit., p. 60 ss.; M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 687. Autonomia spesso traduce “indipendenza”, come in N. LONGOBARDI, *op. cit.*, pp. 22 ss. Nel cuore del processo di aggiornamento della normativa applicabile ai mercati finanziari, riflette sul *proprium* dell'autonomia e non nasconde una certa perplessità riguardo all'utilizzo del termine in relazione alle autorità indipendenti, V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, pp. 1, 5. L'estensione dell'autonomia delle autorità di garanzia ha indotto parte della dottrina a discorrere di un “quarto potere”. Sul punto, cfr. E. DE MARCO, *op. cit.*, p. 199 e L. CARDIA, *op. cit.*, p. 267.

³¹⁶ Dello stesso avviso M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 552 s., che evidenzia come una classificazione del genere oltre a «peccare di eccessivo scematismo» rischia di «svuotare alla radice queste figure della loro ragion d'essere».

uno stadio di efficace auto-regolazione³¹⁷. L'instaurazione della concorrenza si presenta piú impegnativa nei settori in cui i beni e servizi oggetto di scambio siano veri e propri "beni pubblici" e/o vi sia una tendenza alle concentrazioni di mercato. Ciò accade, ad esempio, nell'area dei servizi economici di interesse generale³¹⁸, espressione entro la quale si suole ricomprendere le telecomunicazioni, le poste, energia e gas e i trasporti, in ragione della strumentalità di tali servizi alla soddisfazione delle esigenze basilari degli individui e delle imprese. Dal punto di vista commerciale, la loro fornitura richiede la creazione di reti infrastrutturali, circostanza che può dare luogo a forme piú o meno marcate di monopolio naturale: di qui la spinta alla liberalizzazione dei mercati proveniente dal diritto europeo³¹⁹. A queste ipotesi corrisponde un modello di regolazione definito di *enforced self-regulation*, nel quale la normativa di settore prescrive la struttura dei codici di rete o delle offerte presentati dagli operatori del mercato, dei quali le autorità di regolazione monitorano l'applicazione³²⁰.

Nel caso dei mercati finanziari, la «competitività del sistema» è obiettivo sancito dagli artt. 5 t.u.b. e 5 t.u.f. Tuttavia, è discutibile l'assunto che tali mercati siano, per natura, piú orientati alla concorrenza. Come è stato giustamente messo in evidenza, i mercati finanziari non sono perfettamente in grado di sanzionare le imprese inefficienti, in ragione dell'importanza rivestita dal settore finanziario nell'ordinamento totale e, di conseguenza, della protezione giuridica ad esse talvolta apprestata. In particolare, la cd. regola del fallimento non trova applicazione per le imprese che presentano rilevanza sistemica (*too big to fail*), mentre il quadro dei rimedi giurisdizionali e della tutela, in genere, non è ancora del tutto adeguato alla

³¹⁷ Concordi sul primato della concorrenzialità dei mercati, A. LALLI, *op. cit.*, p. 649-650; F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 487; F. DI PORTO, *Concorrenza*, cit., p. 222; M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 695. F. MUNARI, *op. cit.*, p. 40 s., invece, costruisce la concorrenzialità dei mercati come obiettivo indiretto delle politiche europee, che, in quanto tali, tendono alla valorizzazione delle libertà fondamentali garantite dal TUE. Evidenziano il carattere paradossale del perseguimento dell'obiettivo dell'apertura dei mercati alla (o della garanzia della) concorrenza, attraverso l'intervento dello Stato regolatore F. MERUSI, *op. cit.*, p. 33, che, tuttavia, nella distinzione tra modo di esercizio della funzione e scopo individua l'espedito per il superamento dell'*impasse*; LUCIANI F., *op. cit.*, p. 134, che discorre di «paradosso del mercato libero».

³¹⁸ F. DI PORTO, *Concorrenza*, cit., p. 220; ID., *La disciplina delle reti*, cit., pp. 169-176. L'autrice evidenzia, inoltre, che la differenza fondamentale che intercorre tra la struttura del mercato dell'energia elettrica e del gas e quello delle comunicazioni elettroniche consiste nel carattere di duplicabilità delle reti che permettono la fornitura del servizio anche da parte di piú gestori. Nel caso delle reti elettriche, invece, l'inevitabilità di una gestione unitaria, anche se scissa dalla proprietà, ha portato la dottrina a considerare il gestore della rete come esso stesso garante tecnico della concorrenza. Altri autori descrivono l'intervento delle autorità di regolazione sul mercato dei servizi di pubblica utilità in termini di «regolazione forte», in quanto essa può incidere non solo sul *quantum*, ma anche sull'*an* del contratto (LUCIANI F., *op. cit.*, p. 132).

³¹⁹ F. MUNARI, *op. cit.*, pp. 39-42. Si veda F. DI PORTO, *La disciplina delle reti*, cit., p. 151 ss., sull'evoluzione della *governance* nazionale delle reti infrastrutturali e sulle ragioni economiche alla base dell'integrazione verticale, specialmente nel settore elettrico, o dell'opposta soluzione offerta dalla separazione verticale.

³²⁰ F. DI PORTO, *La disciplina delle reti*, cit., p. 245.

complessità della materia, poiché non permette un intervento sanzionatorio pieno e pienamente accessibile da parte del danneggiato³²¹. In una prospettiva spiccatamente economica, il sistema delle sanzioni, che si confronta con i problemi dell'azione collettiva, costituisce il disincentivo più forte ad una regolazione di mercato onnicomprensiva, proprio perché, come giustamente osservato, «è più facile [...] osservare le violazioni e sanzionarle, piuttosto che accertare tutte le condotte gradite e premiarle»³²². Su questi aspetti si avrà modo di ritornare nel capitolo finale di questo lavoro.

In via generale (e residuale, per le attività economiche che non abbiano rilievo transfrontaliero³²³), la vigilanza in funzione preconcorsuale è esercitata dall'AGCM, che applica la normativa nazionale conforme al diritto derivato europeo, in attuazione dell'art. 101 TFUE³²⁴. La competenza trasversale dell'autorità *antitrust* è, inoltre, confermata dagli artt. 5 t.u.b. e t.u.f. e l'art. 20, l. n. 287 del 1990³²⁵, mentre altre disposizioni più specifiche – art. 19 t.u.b., in materia di acquisizione di partecipazioni al capitale delle banche; artt. 36 e 57 t.u.b., in relazione a fusioni, trasformazioni e scissioni di enti creditizi; artt. 39, comma 4, 50-*bis*, comma 2, 50-*ter*, comma 1, t.u.f., sentita la Consob, in materia di concentrazione di società di gestione del risparmio, investimento delle OICR *feeder* nelle *master* e di fusione e scissione di

³²¹ G. VISENTINI, *op. cit.*, pp. 61-64 e p. 66 s. L'autore individua nella cd. regola del fallimento, nella mobilità dei fattori produttivi, nella separazione economica e giuridica delle unità patrimoniali soggette a insolvenza, nella separazione tra potere economico e potere politico, nella centralità dell'attività bancaria rispetto al sistema finanziario, nella gestione amministrata della concorrenza e della crisi, nella mobilità dei fattori produttivi e, infine, nella centralità del diritto privato i tratti caratteristici della teoria dell'economia di mercato, applicata ai mercati finanziari. Alle inefficienze segnalate, rispetto alla regola del fallimento e al sistema giurisdizionale delle tutele, dovrebbe, tuttavia, aggiungersi anche il primato "imperfetto" del diritto privato nella regolamentazione dei rapporti tra domanda e offerta. L'analisi svolta nelle pagine che precedono mostra, infatti, una decisa tendenza all'eteronomia dei contratti finanziari, che si esprime nella previsione di obblighi di forma e contenuto, nonché di doveri comportamentali a carico dei contraenti forti. Al contempo, alla *self regulation* è attribuita una funzione atipica (rafforzata) di integrazione dei rapporti con la clientela, qualora (e nella misura in cui) i codici di autodisciplina siano richiamati dalla legge. In assenza di detto rinvio, ad essa si può attribuire un'efficacia, al contempo, conformativa delle condizioni di mercato – laddove l'impresa che si autovincola sia abbastanza autorevole – e informativo-promozionale nella direzione dei consumatori. Sulla problematica delle istituzioni finanziarie *too big to fail*, si vedano, tra i molti, AA. VV., *Too big to fail: policies and practices in Government bailouts*, a cura di B. Gup, Santa Barbara, 2004, *passim*; G.G. KAUFMAN, *Too big to fail in banking: what does it mean?*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, vol. 13, issue C, pp. 214-223; C. PANICO, *Regimi di regolazione finanziaria: alcune osservazioni*, in *Federalismi*, 2013, www.federalismi.it/ ApplOpenFilePDF.cfm?eid=264&dpath=document\editoriale&dfile=EDITORIALE_18022013152958.pdf&content=Regimi+di+regolazione+finanziaria:+alcune+osservazioni&content_auth=Carlo+Panico.

³²² P. GIUDICI, *op. cit.*, pp. 19-21.

³²³ LUCIANI F., *op. cit.*, p. 138.

³²⁴ M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 698. L'AGCM è la prima autorità istituita nel corso dell'ondata di riforme che ha scolpito, nella regolazione economica settoriale "all'italiana", i caratteri della regolazione economica europea. Su questo aspetto, N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 244 s.

³²⁵ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 822 s.

organismi di investimento del risparmio – assegnano alla Banca d'Italia puntuali poteri di vigilanza in funzione di garanzia della concorrenza³²⁶.

Il coordinamento tra le autorità investite di competenze concorrenti sullo stesso oggetto si realizza in virtù del principio dell'autonomia delle norme di settore rispetto al diritto *antitrust*, stabilito dall'art. 20, l. 10 ottobre 1990, n. 287³²⁷. Dall'autonomia discende l'eterogeneità dei criteri di valutazione utilizzati dalle autorità coinvolte: l'AGCM persegue il fine esclusivo della garanzia di concorrenzialità del mercato e fa uso di metodologie di tipo economico, mentre la vigilanza della Banca d'Italia è tesa alla sana e prudente gestione, che, come giustamente osservato, è criterio piuttosto vago, che legittima ampi margini di discrezionalità³²⁸. Sempre secondo l'art. 20, l. n. 287 del 1990, l'AGCM dovrà essere consultata tutte le volte in cui l'attività delle autorità di settore possa distorcere la concorrenzialità dei mercati di competenza (cd. *regulatory failure*³²⁹), salvo che le misure adottate siano giustificate da esigenze di interesse generale³³⁰. Dal punto di vista pratico e per quanto concerne specificamente i mercati finanziari, l'AGCM è interpellata nel corso dell'emanazione del provvedimento potenzialmente distorsivo della concorrenza – che può avere ad oggetto, ai sensi dell'art. 20, commi 4, 5 e 5-bis, l. n. 287 del 1990, operazioni che coinvolgono imprese assicurative, ovvero operazioni di acquisizione del controllo di banche che costituiscono concentrazione soggetta a comunicazione preventiva, ovvero ancora provvedimenti adottati dalla Banca d'Italia e valutazioni per la sana e prudente gestione – anche se tale previsione non si completa con l'attribuzione di un potere di veto: infatti, in caso di divergenza, la disciplina speciale prevarrà non soltanto sulla normativa generale *antitrust*, ma anche sull'avviso negativo dell'AGCM³³¹. Specularmente, laddove l'intervento dell'AGCM possa comportare ricadute

³²⁶ E. MONACI, *op. cit.*, p. 126, sottolinea il potenziale conflitto di interessi che può instaurarsi in seno alla Banca d'Italia, nel momento in cui i provvedimenti adottati come autorità vedano contrapporsi gli interessi dei depositanti a quelli degli azionisti.

³²⁷ L'applicabilità del diritto *antitrust* europeo al settore creditizio è pacifica sin dalla sentenza Corte di Giustizia dell'Unione europea, 14 luglio 1981, C-172/80, *Zuechner c. Bayerische Vereinsbank*, in *Foro it.*, 1982, IV, p. 473 ss. (G. CALABRÒ, *Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e i suoi rapporti con le autorità di vigilanza*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, a cura di P. BILANCIA e G.C.M. RIVOLTA, Milano, 2008, p. 87).

³²⁸ E. MONACI, *op. cit.*, p. 118 s.; G. CALABRÒ, *Autorità Garante della Concorrenza*, cit., p. 91 s. Segnala, invece, la progressiva «despecializzazione dell'AGCM P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 335.

³²⁹ A. LALLI, *op. cit.*, p. 651, in questo caso, richiama le ipotesi di *regulatory capture* da parte dei soggetti regolati e delle imperfezioni individuate dalla teoria della *public choice*.

³³⁰ Si riferisce ad «attività *lato sensu* consultiva» *Id.*, p. 636.

³³¹ *Id.*, p. 640, sostiene che il parere espresso dall'AGCM, più che integrare gli effetti tipici di un vero e proprio giudizio di diritto, spiega la propria efficacia sul piano della *moral suasion*.

sui mercati di settore, sarà l'AGCM a interpellare l'autorità competente, che produrrà, a sua volta, un parere non vincolante, ferma l'applicazione del diritto generale *antitrust* in caso di conflitto tra orientamenti³³².

Ai sensi dell'art. 21, l. n. 287 del 1990, l'AGCM è dotata anche di un potere di segnalazione al legislatore ovvero agli organi dell'esecutivo, a seconda della natura dell'atto in questione, dell'emanazione – oltre a norme di legge o di regolamento – di provvedimenti amministrativi generali distorsivi della concorrenza o del corretto funzionamento del mercato. La segnalazione dell'AGCM non ha carattere vincolante, ma, in maniera del tutto analoga all'ipotesi generale della *soft law*, può svolgere funzioni che spaziano dall'impulso legislativo, alla guida ermeneutica, fino alla sistemazione della disciplina vigente in principi ispiratori e corollari, oppure, sotto forma di *moral suasion*, alla spontanea revisione del provvedimento segnalato³³³. Dal punto di vista tecnico, le valutazioni svolte dall'AGCM consistono nell'analisi economica di impatto delle politiche pubbliche, intese come barriere legali situabili a monte di un fallimento di mercato, che, in quanto tale, va corretto con una *policy* adeguata³³⁴. Tuttavia, la prospettiva economica non esclude il rilievo giuridico dei criteri adottati dall'autorità *antitrust*: la matrice neoliberista del diritto dell'Unione europea fa sì che i risultati dell'analisi di impatto economico possano assurgere alla funzione di sintomi della legittimità ovvero dell'illegittimità del provvedimento stesso³³⁵. Anzi, l'espedito che consente il riuso di criteri economici in sede di apprezzamento delle scelte di politica, o degli atti che ne costituiscono attuazione, è dato dalla valutazione di adeguatezza e proporzionalità dei mezzi rispetto ai fini della misura, valutazione che non può non essere orientata da quegli stessi criteri economici che giustificano la regolazione di settori di mercato rilevanti. Adeguatezza e proporzionalità, specificate caso per caso, delimitano anche il governo applicativo della clausola di salvezza di cui all'art. 21, comma 1, ultima parte, l. n. 287 del 1990, che esclude la segnalazione delle misure distorsive della concorrenza laddove esse siano

³³² Per una riflessione sulle dinamiche di intersezione tra autorità indipendenti dotate di competenze concorrenti in materia di comunicazioni elettroniche, sia consentito il rinvio a M. ORILIA, *I diritti audiovisivi sportivi nell'esperienza italiana*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2bis, 2015, pp. 196-198.

³³³ Cfr. P. BILANCIA, *Riflessi*, cit., pp. 261-262, che avvicina il potere di segnalazione dell'AGCM a «forme «atipiche» di proposte», e A. VALASTRO, *op. cit.*, pp. 40, 44, riporta come l'attività dell'AGCM, in questo frangente, abbia provato di avere un impatto consistente sulla normativa del settore colpito dall'intervento oggetto di segnalazione, proprio perché rientra nelle facoltà dell'autorità individuare soluzioni di politica legislativa alle problematiche riscontrate.

³³⁴ A. LALLI, *op. cit.*, p. 637, 652.

³³⁵ Sul punto, si veda *Id.*, pp. 647-648, 653-654, 660-663.

giustificate da esigenze di interesse generale. Com'è stato giustamente notato, la competenza dell'AGCM in parola è estremamente complessa e non solo pone il monitoraggio *antitrust* «nel vivo del processo regolatorio», ma conferma la possibilità di un contrasto tra obiettivi di politica legislativa ed economica.

La legge attribuisce all'AGCM anche poteri di *enforcement*, che consistono, *ex ar. 21-bis*, l. n. 287 del 1990, nella legittimazione dell'AGCM ad «agire in giudizio contro gli atti amministrativi generali, i regolamenti ed i provvedimenti di qualsiasi amministrazione pubblica che violino le norme a tutela della concorrenza e del mercato», a condizione che, in séguito all'emanazione di un parere motivato dell'AGCM che indichi specificamente le violazioni contestate, queste assumano una condotta inerte. Sempre secondo la stessa norma, a tale procedimento si applica il rito abbreviato, di cui al Titolo V, Libro IV, d.lg. del 2 luglio 2010, n. 104.

Infine, e in linea di principio, il coordinamento dell'esercizio di competenze trasversali è richiesto anche dall'art. 20, l. n. 262 del 2005, che richiede la riunione delle autorità di vigilanza finanziaria e l'AGCM almeno una volta all'anno e menziona, tra le possibili forme che esso può assumere, la conclusione di protocolli di intesa e l'istituzione (stabile) di comitati *ad hoc*³³⁶.

Al di là dell'ingerenza dell'AGCM nel merito della vigilanza regolamentare svolta dalle autorità finanziarie, vale la pena segnalare – e a conferma della permeabilità dei moduli operativi e dei criteri utilizzati dalle autorità specializzate rispetto all'autorità trasversale – il rilievo in sede di motivazione della valutazione d'impatto della regolazione, di cui all'art. 23, comma 2, l. 28 dicembre 2005, n. 262³³⁷. La norma impone alle autorità di vigilanza dei settori bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale che la motivazione degli atti aventi natura regolamentare o contenuto generale ne illustri, appunto, l'impatto sul mercato e la proporzionalità rispetto agli interessi degli investitori e dei risparmiatori, consultati nel corso della fase che precede l'emanazione³³⁸. Nel contesto in esame, la proporzionalità può essere

³³⁶ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 171.

³³⁷ In relazione al clima politico che ha circondato l'adozione della cd. legge sulla tutela del risparmio, nonché sull'impatto della stessa legge sulla struttura e gli strumenti della vigilanza finanziaria, si vedano L. CARDIA, *op. cit.*, p. 264 s.; D. SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla neutralizzazione dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016, pp. 201-204.

³³⁸ A. ANTONUCCI, *Art. 4. Banca d'Italia*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013, p. 32 s. Per un confronto tra la norma

intesa in una duplice accezione, e cioè non soltanto come verifica dell' idoneità del mezzo adottato al perseguimento dei fini prefissati, ma anche come necessarietà, rispetto ai corrispettivi interessi di investitori e risparmiatori³³⁹. Tale disposizione, considerata espressione di *better regulation*³⁴⁰, può essere derogata soltanto nei casi estremamente limitati in cui sussistano necessità e urgenza o ragioni di riservatezza, che, tuttavia, non sembrano connotare, per definizione, l' emanazione di atti a contenuto generale dotati di efficacia normativa³⁴¹. Gli atti di regolazione, così adottati, devono, inoltre, essere sottoposti a revisione periodica, in maniera tale da essere adeguati alle condizioni di mercato. L' ambito oggettivo di applicazione della norma include gli atti che spiegano efficacia esterna, presentino o meno efficacia normativa, ed esclude quelli che spieghino efficacia meramente organizzativa, interpretativa o orientativa (*moral suasion*)³⁴². Quest' ultima tipologia sembra, tuttavia, ingiustamente trascurata, visti gli effetti conformativi che gli atti di indirizzo, comunque, spiegano sul mercato. Quanto all' estensione soggettiva dell' obbligo di consultazione, nonostante la legge si limiti a richiedere la partecipazione degli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, prestatori di servizi finanziari e consumatori, la prassi delle autorità di vigilanza – alle quali è, in principio, affidato anche il compito di specificare con propri regolamenti le categorie di soggetti ammessi – si attesta per il coinvolgimento anche di singoli individui interessati, in ottemperanza allo spirito della norma, che, con la sua formulazione vaga, sembrerebbe incentivare la partecipazione di tutti i soggetti

di cui all' art. 3, comma 2, l. n. 241 del 1990, che esclude l' obbligo di motivazione per gli atti normativi e gli atti aventi contenuto generale, e quella di cui all' art. 23, l. n. 262 del 2005, si veda F. GUARRACINO, *L' adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amoroso, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, t. 1, Padova, 2010, pp. 255-257. Il criterio della proporzionalità può applicarsi in maniera più o meno estesa, potendo spaziare dalla considerazione dei soli interessi privati potenzialmente incisi a un' analisi costi-benefici che tenga conto della posizione dei destinatari dell' intervento, analisi che può investire il profilo dei contenuti ovvero anche l' opportunità stessa della misura, fino a svolgere una funzione endoprocedimentale. Sul punto, si veda E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 172. Lo stesso autore evidenzia anche la possibilità che i parametri di ragionevolezza e proporzionalità consentano al giudice un sindacato più profondo rispetto a quello atteso in relazione all' esercizio dei poteri di discrezionalità tecnica delle autorità, cd. debole o non sostitutivo (*Ibidem*). M. ANTONIOLI, A. DI PIETRO, D. GALETTA, *op. cit.*, p. 440 s., distinguono tra soggetti vigilati, investitori, consumatori e, all' interno della stessa categoria, risparmiatori.

³³⁹ *Id.*, p. 452.

³⁴⁰ R. COSTI, *op. cit.*, p. 196. Anche la valutazione di impatto della regolazione è ricondotta agli strumenti della *better regulation* (M. ANTONIOLI, A. DI PIETRO, D. GALETTA, *op. cit.*, p. 458).

³⁴¹ A. ANTONUCCI, *Art. 4. Banca d' Italia*, cit., p. 33. Sull' efficacia normativa dell' attività provvedimento delle autorità indipendenti e, in specie, sulla distinzione tra atti normativi secondari e atti amministrativi generali, si rinvia a P. BILANCIA, *Riflessi*, cit. p. 257; N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 300.

³⁴² F. GUARRACINO, *op. cit.*, pp. 239-245.

potenzialmente colpiti dal provvedimento³⁴³. Secondo alcuni autori, detta tecnica realizzerebbe forme di «democrazia procedimentale»³⁴⁴, secondo altri, che, invece, invocano il principio di sussidiarietà, nel momento in cui si erode l'autonomia privata e, dunque, si verifica l'avocazione dell'attività di regolazione degli interessi rilevanti dal livello inferiore (privato) a quello superiore (istituzionale), le competenze amministrative devono essere esercitate «entro condizioni procedimentali e sostanziali che caratterizzano il livello della regolazione “sostituito”»³⁴⁵. Di qui il ricorso a moduli *lato sensu* consensuali, improntati alla leale collaborazione³⁴⁶.

2.1. (Segue) *Gli obiettivi ulteriori della vigilanza. Introduzione al livello istituzionale interno della governance*

La regolazione dei mercati finanziari è improntata a obiettivi ulteriori rispetto alla concorrenzialità. Alla definizione di detti obiettivi concorrono il rilievo economico e l'importanza sistemica generale dei mercati finanziari, che vale la pena brevemente ricapitolare in questa sede, in maniera tale da completare il discorso introdotto nel primo capitolo con riguardo alla tutela costituzionale del risparmio e della stabilità dei mercati finanziari e da introdurre l'esame della regolamentazione di dettaglio, che specifica tutte queste coordinate in norme di diritto sostantivo.

³⁴³ R. COSTI, *op. cit.*, p. 208.

³⁴⁴ F. GUARRACINO, *op. cit.*, pp. 247-252; E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 172. La variante procedimentale della democrazia prende le mosse dall'assunto che trasparenza e partecipazione dei cittadini siano caratteri necessari e sufficienti del modello democratico. Sul punto, si veda N. LONGOBARDI, *op. cit.*, pp. 116 ss. Sulle formule di democrazia procedimentale rispetto all'attività delle autorità di vigilanza finanziaria, si veda C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, p. 61 s. M. CLARICH, *Le autorità indipendenti raccontate agli economisti*, cit., p. 183 s., e V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 258, suggeriscono che la realizzazione di forme di democrazia “procedimentale”, che si realizza applicando i simulacri della democrazia rappresentativa al procedimento amministrativo, in effetti, può celare l'esercizio poteri di indirizzo politico o, a lungo andare, causare la politicizzazione di entità che nascono neutrali. *Contra* G. MORBIDELLI, *op. cit.*, p. 713 ss., che, invece sostiene il carattere surrogatorio – e, in un certo senso, sanante – della partecipazione rispetto all'*interpositio* legislativa; A. VALASTRO, *op. cit.*, pp. 65 s., che, nel presentare la democrazia procedimentale come antidoto al principio ormai «logoro» della rappresentanza in sede parlamentare, sottolinea la mancanza di un quadro unitario che dia definitiva cittadinanza al principio; N. LONGOBARDI, *op. cit.*, pp. 159 e 289 ss., secondo il quale «la concezione garantista e partecipata dell'esercizio delle funzioni [...] connota in senso democratico il modello delle autorità amministrative indipendenti» e si esprime nel giusto procedimento, che produce una legittimazione «dal basso». Non condivide, invece, l'equivalenza funzionale tra legittimità basata sulla rappresentanza politica e legittimazione procedimentale G. GRASSO, *op. cit.*, p. 82. L'autore, infatti, non comprende perché la disciplina del procedimento amministrativo dovrebbe svolgere, nel caso specifico, una funzione legittimante (e sanante), che esula dalle finalità della stessa l. n. 241 del 1990.

³⁴⁵ P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 358.

³⁴⁶ *Mutatis mutandis*, G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 113, in relazione al rapporto tra diverse autorità di governo territoriale.

Com'è noto, con l'espressione "mercati finanziari", che valorizza la natura del bene oggetto di scambio, ci si riferisce ai tre segmenti fondamentali del credito, dei titoli mobiliari e delle assicurazioni, come definiti nel quadro della normativa di settore³⁴⁷. La funzione fondamentale svolta da detti mercati consiste nella copertura dei bisogni finanziari delle imprese, degli enti pubblici e dei privati in deficit di risorse, in modo tale da permettere l'incontro con i soggetti in surplus³⁴⁸. Nonostante la possibilità che detto incontro si realizzi attraverso le forme della finanza diretta, esso è, normalmente, mediato da soggetti qualificati: gli intermediari. Il normale ricorso alla finanza indiretta si giustifica in ragione delle caratteristiche strutturali dei mercati finanziari, ossia: gli elevati costi di transazione per gli utenti e le economie di scala e di scopo che possono essere realizzate dagli intermediari (a loro volta esposti, per queste ragioni, anche a conflitto di interessi); l'asimmetria informativa tra creditore e debitore; le ulteriori opacità causate dai problemi di selezione avversa e di *moral hazard*³⁴⁹. L'interdipendenza che si instaura tra il comparto creditizio, quello mobiliare e, infine, il settore assicurativo porta alla definizione del complesso dei beni, dei mercati e degli

³⁴⁷ Ai sensi dell'art. 10, comma 1, t.u.b., l'attività bancaria consiste nella raccolta del risparmio tra il pubblico combinata esercizio del credito, che è riservata alle banche autorizzate ed iscritte ad un albo speciale tenuto dalla Banca d'Italia (art. 13 t.u.b.); manca, invece, una definizione precisa dell'attività finanziaria "residua", che normalmente si ricava dall'elencazione di cui all'art. 106 t.u.b e dal rinvio alle cdd. attività ammesse al mutuo riconoscimento tra i Paesi membri dell'Ue (art. 1, comma 2, lett. f), t.u.b.) che comprende il leasing finanziario, i servizi di pagamento e i servizi di investimento, attività di erogazione di finanziamenti e raccolta di depositi, tra le altre. È evidente che le ultime due elencate si riferiscono all'esercizio disgiunto della raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito: ciò consente di chiarire il rilievo del carattere riservato delle attività finanziarie e in che modo gli eventuali vuoti lasciati dalla regolazione «per soggetti» vengano colmati con il ricorso al criterio dell'attività svolta dai vigilati, aspetto che dischiude ulteriori scenari rispetto al problema dell'eterointegrazione contrattuale. Infatti, se da un lato l'attività bancaria è attività riservata alle imprese autorizzate qualificabili come banche, è anche vero che le banche sono ammesse, a loro volta, allo svolgimento di ogni altra attività finanziaria nonché all'esercizio indiretto di attività commerciali o industriali, se connesse e strumentali – ossia sempre marginali rispetto all'attività principale – ai sensi dell'art. 10, comma 3, t.u.b. La stessa norma prevede, inoltre, che le attività finanziarie esercitate dalle banche siano regolate dalla disciplina prevista nel t.u.b. Analogamente, l'esercizio disgiunto della raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito è regolato dal t.u.b., così come la prestazione (in via necessariamente esclusiva) di servizi di pagamento, anche qualora sia effettuata da soggetti diversi dalle banche, ma facenti parte di un gruppo finanziario misto, *ex art. 12 t.u.f.* Anche la prestazione di servizi di investimento, per quanto riservata, può essere esercitata da più di una categoria soggettiva di intermediari finanziari, e cioè dalle banche e dalle imprese di investimento, *ex art. 18, comma 1, t.u.f.* Fa eccezione all'evidente tendenza alla despecializzazione dell'attività, la gestione collettiva del risparmio, che è, invece, riservata esclusivamente agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (fondi comuni di investimento e Società di Investimento a Capitale Variabile), secondo l'art. 33 t.u.f. (A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, pp. 794 e 830 s.). Sulla despecializzazione, P. DE CARLI, *op. cit.*, p. 1174.

³⁴⁸ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 788 ss.

³⁴⁹ F.S. MISHKIN, *The economics of money, banking and financial markets*, 9a ed., Boston, 2012, pp. 78-83. Sui costi di transazione, nell'ottica della sanzione dei comportamenti inefficienti sul mercato, P. GIUDICI, *op. cit.*, pp. 17-19. Per una panoramica sulle diverse dimensioni dell'asimmetria che connota il rapporto tra intermediari finanziari e investitori (asimmetrie informative, asimmetrie valutative strutturali, asimmetrie valutative temporali, asimmetrie di potere contrattuale, asimmetrie organizzative), si veda O.M. CALLIANO, *op. cit.*, p. 7 s.

intermediari in termini di “sistema” finanziario, che ha carattere transfrontaliero e impone una vigilanza sovranazionale³⁵⁰. Da quest’ultima caratteristica discende anche una vulnerabilità specifica, costituita dalla propagazione del rischio normalmente “manipolato” dagli intermediari, che, analogamente alla scala delle transazioni, assume, in alcuni casi, rilievo sistemico.

L’attività creditizia è quella che ha attirato maggiormente l’attenzione del legislatore, specialmente all’indomani della crisi³⁵¹, e ciò in ragione non soltanto del rilievo giuridico della raccolta del risparmio, ma anche della multidirezionalità del rapporto che si instaura tra stabilità monetaria, stabilità finanziaria e accesso al mercato interbancario, attraverso la fissazione dei tassi di interesse da parte della banca centrale. Sembrano ormai improponibili le teorie economiche del *free banking*, che lasciano alla “mano invisibile” il compito di stabilire le condizioni di mercato³⁵². Se, da un lato, è la stessa scienza economica a identificare i tre obiettivi principali della regolazione dei mercati finanziari – la correzione dei fallimenti di mercato, la protezione dei bisogni finanziari dei risparmiatori comuni laddove l’asimmetria informativa impedisca una contrattazione ad armi pari e l’assorbimento delle esternalità negative, nel caso in cui esse eccedano i costi della regolazione – il diritto fornisce i criteri ordinanti il perseguimento di dette finalità, che consistono nel sostegno alla stabilità e alla credibilità del sistema finanziario e delle sue componenti e nella protezione del risparmio,

³⁵⁰ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 789.

³⁵¹ La dottrina discorre, non a caso, di «carattere bancocentrico dei sistemi finanziari». Per una panoramica sulla legislazione che ha fatto séguito alla crisi finanziaria del 2007, si rinvia all’indagine condotta dallo stesso autore dell’espressione riportata, D. SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari*, cit., p. 204-208. Discorre di affievolimento del sistema bancocentrico, a tutto vantaggio di una linea di tendenza opposta, verso la disintermediazione F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell’economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim.*, 2016, p. 552.

³⁵² A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 796. Oggi la vulnerabilità specifica del settore creditizio – che deriva da: una particolare struttura del capitale (*asset-liability mismatch*); l’asimmetria informativa tra le parti interessate e tra queste e gli intermediari; la sostanziale opacità del reale valore dei prodotti finanziari; la rapidità delle transazioni e dell’innovazione tecnologica rispetto ad essi – non potrebbe che essere accresciuta da una riduzione delle forme di controllo giuridico sul mercato. Ad ogni modo, le teorie di *free banking* hanno conosciuto una certa popolarità soprattutto in passato, quando il livello di interdipendenza tra operatori finanziari e la portata delle transazioni erano più limitati. Esse si basavano su quattro capisaldi: la non-specialità dei prodotti finanziari, al confronto con tutti gli altri beni oggetto di scambio, dalla quale discende anche l’identificabilità del loro valore intrinseco; l’eliminabilità delle situazioni di incertezza e, in genere, di opacità, attraverso l’ordinaria diligenza delle parti; la “disciplina di mercato”; una concezione dell’instabilità in termini microeconomici, intesa, cioè, come aggregato dell’instabilità dei singoli partecipanti al mercato. Per approfondimento, si consiglia la lettura di S.C. DOW, *Why the banking system should be regulated*, in *The economic journal*, 1996, pp. 698 ss.; D. LLEWELL, *The economic rationale for financial regulation*, in *FSA – Occasional papers series*, 1, 1999, *passim*; K. KJELDSEN, *The role of capital in banks*, in *Monetary review – Denmark Nationalbanks*, 2004, pp. 57 ss.; AA. VV., *The fundamental principles of financial regulation*, in *Geneva reports on the world economy* 11, 1999, http://cepr.org/active/publications/books_reports/viewreport.php?cvno=P197.

specialmente dei consumatori³⁵³. L'ultimo obiettivo è promosso dalla trasparenza delle informazioni fornite, dalla previsione di un regime autorizzatorio per l'accesso alle attività finanziarie (che sono, in quanto tali, riservate) e dall'adeguata sanzione della responsabilità degli intermediari sul piano contrattuale ed extracontrattuale³⁵⁴.

3. *La struttura della vigilanza sui mercati finanziari. Il livello istituzionale interno*

In base al t.u.b., la regolamentazione del settore bancario è distribuita su due livelli qualitativamente diversi³⁵⁵. Da un lato, il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) e il Ministro dell'Economia e delle Finanze sono titolari di poteri che possono definirsi residuali – la cui natura è, peraltro, dubbia: per il CICR si tratta di «alta vigilanza» (art. 2 t.u.b.), delibera nelle materie oggetto di vigilanza regolamentare (artt. 2 e 4 t.u.b.) e decisione sui ricorsi impropri ad esso indirizzati (art. 9 t.u.b.)³⁵⁶; per il Ministro

³⁵³ Sulla teoria della regolazione, si veda P. GIUDICI, *op. cit.*, pp. 4 e 24 ss. Sul rapporto di priorità logica tra stabilità finanziaria e tutela del risparmio, si veda R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 94 s.

³⁵⁴ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 795. Conferma la validità di tale immagine il processo di riforma avviato all'indomani della crisi finanziaria del 2007/2009 e la struttura che la vigilanza assume nel rapporto De Larosière, ispiratore della ristrutturazione della *governance* europea. Sul punto, R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosiere*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010, p. 1125 s. La previsione di barriere all'ingresso è variamente interpretata dalla dottrina e può condurre a conclusioni differenti, in merito alla struttura di mercato del settore bancario, a seconda della prospettiva adottata. Se si valorizza, infatti, il dato costituito dal rilievo sistemico degli enti creditizi, è evidente che si tratta di una situazione di oligopolio: come prova la lista ufficiale stilata dall'FSB nel 2015 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2015-update-of-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>), esse sono appena una trentina a livello globale. Di queste, ancora meno appartengono all'area europea, mentre soltanto una è non soltanto sistemica a livello nazionale, in Italia, ma anche sistemica a livello globale. Se si valorizza, invece, il dato formale delle condizioni di accesso al mercato in Europa, è stato sostenuto che il processo autorizzatorio non ammetta alcun margine di discrezionalità da parte delle autorità incaricate del rilascio dell'autorizzazione e, invece, permetta l'esercizio di attività creditizia anche ad enti extracomunitari (L.C. UBERTAZZI, *Banche e concorrenza. Scritti*, Torino, 2007, p. 102 s.). Sembra, tuttavia, più plausibile rinviare alle considerazioni svolte nel capitolo precedente, a proposito del potere di mercato e dell'autorità fattuale che assumono gli enti creditizi più importanti. Tali fattori, infatti, influenzano la diffusione delle modalità di gestione dell'attività bancaria sia nel contatto con le autorità pubbliche sia in quello con la clientela, attraverso la predisposizione di contratti standard dal tenore analogo.

³⁵⁵ Per un esame diacronico della struttura della vigilanza finanziaria in Italia, si rinvia a D. SICLARI, *La regolazione bancaria*, cit. p. 189 ss.

³⁵⁶ M. ANTONIOLI, *op. cit.*, p. 679. Non è chiaro, infatti, se l'alta vigilanza sia monumento fossile dei poteri di indirizzo politico esercitabili dal CICR. Se così è, infatti, l'applicazione della disciplina europea che sancisce i requisiti di indipendenza dell'EBA, del quale organo decisionale (Board of Supervisors) fanno parte i vertici delle autorità nazionali, si tradurrebbe in un'accresciuta – e perciò sempre benvenuta – indipendenza della Banca d'Italia dall'ingerenza dell'esecutivo. Il CICR, però, non partecipa alla dimensione europea della vigilanza, dal momento che non è titolare di un seggio presso il BoS dell'EBA (R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit. p. 90 s.; A. ANTONUCCI, *Art. 2. Comitato interministeriale per il credito e il risparmio*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013, pp. 8 e 14-17). Degna di nota è la distonia tra

consiste, invece, nell’emanazione di norme che disciplinano aspetti preliminari al buon funzionamento del settore creditizio e nella formale disposizione dell’apertura delle procedure di gestione delle crisi bancarie, su proposta della Banca d’Italia; il Ministro, inoltre, può sostituire il CICR in caso di urgenza³⁵⁷.

La Banca d’Italia è titolare dei poteri di vigilanza vera e propria, in veste di autorità amministrativa indipendente, integrata nel Sistema europeo delle banche centrali (ESCB), entro il quale agisce come articolazione periferica della BCE³⁵⁸. L’art. 4, comma 1, t.u.b. identifica in una serie di atti – regolamenti, istruzioni e provvedimenti di carattere particolare – le modalità di estrinsecazione di detti poteri di vigilanza. Tra questi, mentre i regolamenti costituiscono “normali” atti di normazione secondaria, espressamente soggetti ai limiti posti dalla delega legislativa, le istruzioni possono assumere un’efficacia variabile, che spazia da quella regolamentare (generale) a quella apparentemente meno incisiva (interna), che, pur in assenza delle medesime garanzie di tipo procedimentale, spiega effetti persuasivi sui destinatari³⁵⁹.

Nel settore mobiliare, secondo il t.u.f., l’autorità di vigilanza competente è la Consob³⁶⁰, accanto al Ministro dell’Economia e delle Finanze per alcune limitate funzioni (artt. 13-14 t.u.f.). La Consob è titolare di un’estesa potestà conformativa del settore mobiliare, che si esprime non soltanto attraverso l’esercizio dei (classici) poteri regolamentari, informativi e

l’ampiezza dell’ambito applicativo oggettivo e soggettivo delle deliberazioni adottate dal CICR e il carattere marginale del contributo al complesso della disciplina di settore.

³⁵⁷ A. ANTONUCCI, *Art. 3. Ministro dell’economia e delle finanze*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013, p. 15.

³⁵⁸ Per una visione di insieme del processo di “emancipazione” della Banca d’Italia dall’esecutivo, si consiglia la lettura online di <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/index.html>. Sulla natura giuridica della Banca d’Italia e sull’evoluzione che essa ha subito sino all’attuale configurazione in termini pubblicistici, si veda, invece, O. CAPOLINO, *Le autorità*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell’economia*, vol. 5, Padova, 2008, pp. 195 ss.

³⁵⁹ L’art. 4, comma 3, t.u.b. include l’attività procedimentale della Banca d’Italia nell’ambito di applicazione della l. 291 del 7 agosto 1990, ovviamente, tenuto conto della deroga di cui all’art. 20, l. n. 262 del 2005. Ad esso, tuttavia, sfugge l’emanazione delle istruzioni a carattere interno, delle quali è riconosciuta l’efficacia di fatto, sotto forma di *moral suasion*. Costituisce, invece, una formalizzazione di un *modus operandi* della Banca d’Italia la previsione della pubblicazione dei principi e dei criteri dell’attività di vigilanza (A. ANTONUCCI, *Art. 4. Banca d’Italia*, cit., pp. 28 ss.). I provvedimenti di carattere generale adottati dalla Banca d’Italia sono invece pubblicati in Gazzetta Ufficiale se sono indirizzati anche a soggetti diversi da quelli sottoposti a vigilanza, ex art. 8, comma 2, t.u.b.

³⁶⁰ E. MONACI, *op. cit.*, pp. 128 ss., qualifica la Consob in termini di autorità indipendente vera e propria, sulla base del riscontro dei predicati dell’autonomia individuati da V. CERULLI IRELLI, *op. cit.*, p. 6. Sull’evoluzione nel tempo e sui caratteri dell’indipendenza della Consob si vedano O. CAPOLINO, *op. cit.*, p. 227 ss.; M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 156 s.

ispettivi³⁶¹, ma anche e soprattutto, attraverso l’emanazione di atti di indirizzo, come orientamenti e comunicazioni interpretative, dal carattere informale ma persuasivo, dotati di efficacia generale³⁶². In particolare, la Consob determina con proprio regolamento, ai sensi, rispettivamente, degli artt. 94 e 114 t.u.f., non soltanto i contenuti del prospetto informativo, in vista di una sollecitazione all’investimento, ma anche gli adempimenti periodici (in materia di solidità aziendale) a carico degli emittenti. Può, inoltre, intervenire sulle funzioni di governo societario e di gestione del mercato (regolamentato), di competenza delle società di gestione del mercato, ai sensi dell’art. 64, comma 1-*bis*, lett. c) t.u.f.³⁶³.

In aderenza, da un lato, alla fisionomia e alle vulnerabilità specifiche dei mercati finanziari e, dall’altro, al principio di legalità, che orienta l’attribuzione di potestà delle autorità amministrative indipendenti, le finalità della vigilanza sono esplicitate nei rispettivi Testi unici: per quanto concerne il comparto bancario, l’art. 5 t.u.b. individua negli obiettivi della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati³⁶⁴, nella stabilità, efficienza e competitività del sistema finanziario, mentre l’art. 127, comma 1, t.u.b. identifica nella trasparenza delle condizioni contrattuali e nella correttezza dei rapporti con la clientela le finalità dell’operato delle autorità di settore nei rapporti interprivati³⁶⁵. «Sana e prudente gestione» è, tuttavia, riferimento molto vago e dunque poco fruttifero al fine di tracciare il perimetro di legittimità delle forme che può assumere la vigilanza; anzi, sembra corroborare il generale scetticismo rispetto alla possibilità di un controllo penetrante sull’esercizio di poteri di discrezionalità tecnica³⁶⁶. Per

³⁶¹ La Consob esercita poteri di indagine (ma anche di sequestro, perquisizione e acquisizione di dati sul traffico telefonico) non soltanto nei confronti degli emittenti e degli intermediari finanziari, ma, nell’ambito dell’attività di repressione degli abusi di mercato, anche di chiunque possa essere informato sui fatti, *ex art. 187-octies* t.u.f. Sulla materia degli abusi di mercato, si rinvia alla disamina di F.R. FANTETTI, *La lesione dell’integrità del mercato finanziario non costituisce danno per l’ente pubblico di vigilanza*, in *Resp. civ.*, 2010, pp. 621 ss.; L. CARDIA, *op. cit.*, pp. 269 ss.

³⁶² O. CAPOLINO, *op. cit.*, p. 231; M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 158.

³⁶³ L. CARDIA, *op. cit.*, pp. 275, 288.

³⁶⁴ La finalità di garantire la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati è stata estesa fino a ricomprendere la trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei rapporti con la clientela, esplicitati nell’art. 127 t.u.b. (M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 156). La locuzione “sana e prudente gestione” denota una gestione proficua che guarda al lungo periodo – e, quindi alla qualità della strategia d’impresa – avendo riguardo al contenimento del rischio (R. D’AMBROSIO, *La Banca d’Italia*, cit., p. 217).

³⁶⁵ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 822. La protezione della clientela e, specialmente dei depositanti, è considerata da R. D’AMBROSIO, *La Banca d’Italia*, cit., p. 217, obiettivo indiretto della vigilanza orientata alla sana e prudente gestione, alla stabilità, all’efficienza e alla stabilità del sistema finanziario.

³⁶⁶ A. ANTONUCCI, *Art. 5. Finalità e destinatari della vigilanza*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, t. I, Torino, 2013, p. 39 s. F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 472, identifica nel fondamento su regole tecniche – in quanto tali estranee alle discipline giuridiche – e nell’opinabilità i caratteri fondamentali della discrezionalità tecnica.

quanto concerne, invece, il settore mobiliare, il t.u.f. distingue in ragione dei soggetti destinatari della vigilanza. Nel caso degli intermediari finanziari, l'art. 5 t.u.f., sulla falsariga dell'art. 5 t.u.b.³⁶⁷, individua gli obiettivi della vigilanza nella salvaguardia della fiducia, nella stabilità e nel buon funzionamento nel sistema finanziario, accanto alla tutela degli investitori, che è obiettivo comune con la vigilanza sugli emittenti³⁶⁸. Rispetto a questi ultimi, la vigilanza tende all'efficienza e alla trasparenza del mercato dei capitali e del mercato del controllo societario³⁶⁹. Vale la pena osservare che stabilità e concorrenza possono in concreto porsi in contrasto, perché una situazione di squilibrio sui mercati finanziari può, nel breve periodo, autorizzare forme di intervento pubblico in contrasto con l'impostazione liberistica di fondo che caratterizza il modello di regolazione economica europea³⁷⁰. Esulano, infine, dall'ambito oggettivo della vigilanza il controllo del regolare accesso ai mercati mobiliari e quello del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, che rispondono, piuttosto, alle finalità di politica monetaria ed economica ormai attratte al livello superiore europeo³⁷¹.

Come è stato accennato nei paragrafi precedenti, il riparto delle attribuzioni tra le autorità competenti nei diversi settori dei mercati finanziari basato sul criterio finalistico può condurre a duplicazioni, ma anche a forme di accentramento. Infatti, gli obiettivi comuni al settore creditizio e a quello mobiliare del contenimento del rischio, della sana e prudente gestione e della stabilità patrimoniale degli intermediari, si traducono a volte nella concentrazione dei poteri di vigilanza in capo alla Banca d'Italia per una migliore salvaguardia della stabilità complessiva del sistema, come nel caso degli intermediari non bancari iscritti all'elenco di cui all'art. 107 t.u.b. e quello dei *servicer* nelle operazioni di cartolarizzazione, iscritti in apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia³⁷². Altre volte, invece, al criterio finalistico il legislatore ha combinato quello del profilo oggettivo dell'attività svolta dai soggetti vigilati. È il caso della

³⁶⁷ Prima della modifica intervenuta in attuazione della dir. MiFID, l'art. 5 t.u.f. non contemplava la tutela degli investitori tra gli obiettivi della vigilanza e, infatti, sulla scorta di questo argomento si escludeva il rilievo giuridico della posizione dei terzi indifferenziati. Tuttavia, l'art. 5 t.u.b. non riproduce il medesimo riferimento alla tutela degli investitori (M. DI RIENZO, *op. cit.*, pp. 269-270).

³⁶⁸ M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 152; A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.* p. 822.

³⁶⁹ *Id.*, p. 822.

³⁷⁰ Osserva P. PERLINGIERI, *Regole del mercato e tutela dell'investitore*, cit., p. 314, che «da stabilità massima si realizza con il monopolio».

³⁷¹ A. ANTONUCCI, *Art. 5. Finalità e destinatari della vigilanza*, cit., p. 42.

³⁷² R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., pp. 202 e 216; A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 823. Sulla cartolarizzazione, si veda D. VALENTINO, *Cessione dei crediti, factoring e cartolarizzazione*, in E. BRIGANTI e D. VALENTINO, *Le vicende delle obbligazioni: la circolazione del credito e del debito*, in *Tratt. di dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2007, pp. 4-271.

vigilanza in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari: in relazione alle operazioni e ai servizi bancari offerti dalle banche, nonché per quel che riguarda in via generale i servizi di pagamento e il credito al consumo, essa è attribuita alle autorità creditizie ai sensi dell'art. 127, comma 1, t.u.b.; in relazione, invece, ai servizi di investimento, essa è in via generale attribuita alla Consob, secondo l'art. 5, comma 3, t.u.f.. In generale, è possibile distinguere le modalità dell'interazione tra le due autorità in ragione della tipologia di vigilanza che sono chiamate, in teoria, entrambe, ad esercitare. Così, la vigilanza regolamentare nella fase della negoziazione dei titoli immessi sui mercati regolamentati, per la garanzia della trasparenza, dell'ordinato svolgimento delle transazioni e della tutela degli investitori è attribuita alla Consob, mentre quella sulla fase della liquidazione degli stessi titoli, per il contenimento del rischio sistemico e nella prospettiva del buon funzionamento dei sistemi di pagamento, alla Banca d'Italia, essendo quest'ultimo obiettivo residuo rispetto alle precedenti attribuzioni in veste di Banca centrale nazionale; invece, la distribuzione delle competenze nel caso della vigilanza informativa e ispettiva è più disordinata, e si discosta in parte dal criterio finalistico³⁷³.

Il criterio dell'accentramento (*rectius*, consolidamento) delle attribuzioni – rispettivamente, in capo all'autorità competente per l'entità capogruppo o per il settore più significativo dal punto di vista economico – governa anche l'attribuzione dei poteri di vigilanza sui gruppi e sui conglomerati finanziari³⁷⁴.

Il coordinamento dell'azione delle autorità finanziarie al livello nazionale può esprimersi attraverso il semplice, ma fondamentale, scambio di informazioni (art. 7, comma 5, t.u.b. e art. 4, comma 1, t.u.f.) al quale fa da corollario la non opponibilità del segreto d'ufficio, ma anche attraverso forme di collaborazione più stabili e definitive – come la creazione di archivi gestiti in comune e l'emanazione di regolamenti congiunti *una tantum*³⁷⁵ – se non proprio

³⁷³ R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 203. Sull'attività dell'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) in seno alla Banca d'Italia, nonché sui controlli antiriciclaggio sugli intermediari si veda *Id.*, p. 226 s.

³⁷⁴ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 825 s. Sulla definizione dei conglomerati finanziari si veda F. DIERICK, *The supervision of mixed financial services groups in Europe – European Central Bank Occasional paper series No. 20*, 2004, p. 10 s. Sui problemi attuali del principio dell'*home country control* in relazione ai conglomerati finanziari, si veda J. BINDER, *To ring-fence or not and how? Key questions for structural bank reforms in Europe*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2543860, *passim*.

³⁷⁵ Si pensi, ad esempio, al regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, in materia di organizzazione e procedure di degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, da ultimo modificato con atto congiunto banca d'Italia-Consob del 19 gennaio 2015, e il regolamento congiunto banca d'Italia-Consob del 22 febbraio 2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di

istituzionalizzate³⁷⁶. Costituisce un buon esempio, a riguardo, l'art. 20, commi 1 e 2, l. n. 262 del 2005, alla stregua del quale le autorità di vigilanza finanziarie e l'AGCM, «nel rispetto della reciproca indipendenza» individuano forme di coordinamento delle operazioni trasversali, menzionando, a livello esemplificativo, la conclusione di protocolli di intesa o l'istituzione di comitati di coordinamento, che, a tale proposito, dovranno riunirsi almeno annualmente. In particolare, il Protocollo di intesa del 7 marzo 2008 ha istituito il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, del quale fanno parte la Banca d'Italia, la Consob, l'IVASS e il Ministero dell'economia³⁷⁷. Un'altra forma di coordinamento stabile ricorre nell'ipotesi della vigilanza consolidata sui conglomerati finanziari. Una volta individuato il *group leader* e, di riflesso, l'autorità di vertice, a quest'ultima sono attribuiti poteri sostitutivi nell'ipotesi in cui le diverse autorità competenti, partecipanti al *college*, non raggiungano l'intesa necessaria per l'emanazione di un provvedimento congiunto³⁷⁸.

3.1. (Segue) *L'intervento sull'autonomia privata (I)*

L'intervento dello Stato regolatore sull'autonomia privata è normalmente definito “indiretto”, in quanto si realizza attraverso la conformazione di un'attività strumentale, appunto quella contrattuale, rispetto al mercato oggetto di regolamentazione³⁷⁹. Nella prospettiva adottata in apertura del presente lavoro, al cap. I, § 1.3, l'interferenza dei poteri delle autorità con l'autonomia privata assume le forme dell'intervento autoritativo sostitutivo e dell'integrazione *ex art.* 1374 c.c. Alla base di questa opzione metodologica risiede l'assunto che il pieno esplicarsi dell'autonomia privata non permetterebbe il perseguimento degli obiettivi di utilità di carattere generale che, invece, lo Stato mira a realizzare attraverso il mercato³⁸⁰. Tuttavia, non manca in letteratura chi accosta le modalità attraverso le quali si

garanzia e delle relative società di gestione, da ultimo modificato con atto congiunto Banca d'Italia-Consob del 24 febbraio 2015.

³⁷⁶ O. CAPOLINO, *op. cit.*, p. 243 s.; R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 231 ss.

³⁷⁷ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 171.

³⁷⁸ O. CAPOLINO, *op. cit.*, pp. 243-245. In questi casi, il principio di sussidiarietà giustifica l'attribuzione provvisoria della competenza non adeguatamente esercitata. È necessario, comunque, precisare, che secondo l'art. 5 TUE la legittima avocazione del potere delegato al livello superiore richiede l'esito positivo di un duplice *test*: il controllo di efficienza comparata e la prova del valore aggiunto, quest'ultimo non previsto, ad esempio, nel testo dell'art. 118 cost., sul piano nazionale. Sul punto, G. SCACCIA, *op. cit.*, pp. 60 s., pp. 93-96, 101. Sul principio di differenziazione, nell'interazione con la sussidiarietà istituzionale, si veda *Id.*, p. 107. Sul rapporto tra sussidiarietà e criterio gerarchico, *Id.*, p. 166.

³⁷⁹ Sul legame tra diritto e mercato e il *medium* costituito dall'autonomia contrattuale, si veda F. GIGLIONI, *op. cit.*, pp. 1-4.

³⁸⁰ Sull'evoluzione delle forme di intervento dello Stato sui mercati si rinvia a V. RICCIUTO, *op. cit.*, pp. 257-262.

realizza detto intervento indiretto – in particolare, il dichiarato approccio finalistico della regolazione e le tecniche di eterointegrazione del contratto – al fenomeno del dirigismo economico, che disciplinava soggetti, comportamenti e prodotti oggetto di scambio su un determinato mercato³⁸¹.

Effettivamente, l'intermediazione finanziaria, in senso lato, è regolata non soltanto in relazione alle condizioni di accesso al mercato (soggetti), tramite autorizzazione, ma si caratterizza per una stringente regolamentazione in punto di organizzazione e gestione delle attività (comportamenti e prodotti). In questa formula, la regolamentazione *ex ante*, sia di rango legislativo che sublegislativo, e il monitoraggio costante da parte delle autorità di vigilanza svolgono un ruolo importante, tanto nella disciplina dei rapporti tra vigilanti e vigilati, quanto nei rapporti di natura contrattuale tra vigilati e clientela. In particolare, sono la trasparenza e la correttezza di tali rapporti ad adempiere, sotto forma di *ratio*, all'obiettivo della tutela della posizione del cliente, che si assume sbilanciata in termini di forza contrattuale, considerati il linguaggio "esoterico" degli intermediari finanziari e il generalizzato ricorso alla contrattazione standard, *ex artt.* 1341 e 1342 c.c.³⁸².

Proprio per agire sulle cause, il Titolo VI del t.u.b. è dedicato alla «Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti», e disciplina separatamente la pubblicità, gli obblighi informativi e di forma, nonché aspetti precisi relativi all'oggetto dei contratti stipulabili – come il calcolo dei tassi di interesse, la valutazione dei beni immobili ipotecati, o le commissioni applicabili alla moneta elettronica, nel quadro delle operazioni e servizi bancari e finanziari (Capo I), del credito immobiliare ai consumatori (Capo I-*bis*), del credito ai consumatori (Capo II) e dei servizi di pagamento (Capo II-*bis*). Le autorità creditizie hanno, inoltre, il potere di stabilire il rispetto di particolari obblighi di forma, a pena di nullità del contratto o della sola clausola in contrasto (artt. 117, commi 2 e 8, 117-*bis* t.u.b.).

Allo stesso modo, il t.u.f. pone dei doveri di comportamento a carico degli intermediari attivi nel settore dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio, doveri che consistono nell'adottare un comportamento improntato a diligenza, correttezza e trasparenza delle trattative (artt. 21 e 40 t.u.f.), di un'adeguata informazione del cliente anche nella fase dell'offerta pubblica di strumenti e prodotti finanziari (diversi dalle quote o azioni

³⁸¹ *Id.*, pp. 261-263.

³⁸² A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 835 s.

di OICR aperti, art. 94 t.u.f.) e nella prevenzione dei conflitti di interesse (artt. 22-24 t.u.f.). Ancóra, la sanzione della nullità dell'accordo consegue all'inosservanza di particolari obblighi di forma o di contenuto, stabiliti dalla Consob con proprio regolamento attuativo (art. 23, in tema di contratti finanziari, e art. 123, in tema di patti parasociali nelle società con azioni quotate e nelle società controllanti, t.u.f.).

L'art. 23 assume un rilievo sistematico particolare, in quanto permette l'identificazione delle caratteristiche principali dei contratti finanziari – il cd. neoformalismo e la tendenza alla razionalizzazione del rischio contrattuale, che diviene un bene specifico, oggetto di scambio e di lucro – ma anche perché è paradigma delle forme di integrazione eteronoma del regolamento contrattuale. L'art. 23 t.u.f. stabilisce che la Consob possa prevedere ulteriormente, con proprio regolamento, che particolari forme siano adottate, appunto, a pena di nullità (relativa), qualora la contrattazione in materia di servizi di investimento o servizi accessori interessi particolari categorie di clienti e ricorrano motivate ragioni o particolari circostanze oggettive inerenti la natura professionale dei contraenti³⁸³. Nonostante la formulazione vaga del comma 3, può ragionevolmente sostenersi che la violazione della norma di cui all'art. 23, comma 1, t.u.f., che si arricchisce delle specificazioni contenute nel Regolamento Intermediari³⁸⁴, conduca alla nullità della sola clausola in contrasto con la legge, secondo lo schema della nullità parziale, di cui all'art. 1419, comma 1, c.c.

Alla luce delle considerazioni svolte nel primo capitolo sul tema della legittimità degli interventi conformativi dell'autonomia contrattuale di rango regolamentare, vale la pena ricordare che essi non si esauriscono *sic et simpliciter* nei limiti contenuti nella delega legislativa, ma comprendono anche il livello europeo della regolamentazione. Dunque, l'ampiezza dei poteri normativi conferiti dall'art. 23 t.u.f. alla Consob può correttamente intendersi solo ove si prenda in considerazione anche il mandato conferito alle autorità competenti dall'art. 69, par. 2, lett. l), che prevede che i poteri di vigilanza includano l'adozione di qualunque tipo di misura per garantire che le imprese di investimento, i mercati regolamentati e le altre persone a cui si applica la direttiva MiFID II o il regolamento MiFIR³⁸⁵ continuino a rispettare gli

³⁸³ Vale la pena ricordare che l'Allegato II, dir. MiFID II è dedicato alla definizione normativa dei clienti professionali ai fini della stessa direttiva.

³⁸⁴ V. ROPPO, *La formazione del contratto, il testo, le clausole*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucuranchi, Napoli, 2010, pp. 54 s.

³⁸⁵ Reg. (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014

obblighi di legge. In questo senso, mancando ogni riferimento a criteri di contemperamento dell'ampio margine di discrezionalità conferito – ad eccezione del riferimento pleonastico, di cui al considerando n. 138, dir. MiFID, al diritto al rispetto della vita privata e familiare, del domicilio e della comunicazione – potrebbe addirittura discutersi della compatibilità dell'art. 23 e dei criteri in esso contenuti con la normativa di fonte europea. Essi sono, infatti, più limitati, dal momento che ancorano l'esercizio del potere al ricorrere di motivate ragioni, tra le quali la particolare natura professionale dell'attività svolta dal cliente sembra assumere carattere esemplificativo³⁸⁶. Nonostante il diverso avviso da parte della dottrina che si è occupata del problema, vigente la MIFID, la connotazione maggiormente restrittiva che sembra assumere il livello nazionale della regolamentazione, se, da un lato sembra creare un'area di disparità di trattamento a danno dei clienti italiani³⁸⁷, dall'altro sembrerebbe servire in maniera più appropriata all'obiettivo di garantire la correttezza e la trasparenza delle informazioni destinate al cliente.

3.2. (Segue) *Le decisioni e l'attività paragiurisdizionale delle autorità di vigilanza: dal particolare al generale*

L'attività di vigilanza sui mercati finanziari si esprime anche nell'adozione di atti a portata più limitata, le decisioni individuali, adottate all'esito di un procedimento sanzionatorio o contenzioso – richiamato, per tutte e tre le autorità di settore, dall'art. 24, l. n. 262 del 2005³⁸⁸.

L'attività giustiziale può essere esercitata attraverso procedimenti sanzionatori “puri” – ossia vòlti, su ricorso o segnalazione delle parti o d'ufficio, a punire la violazione di un dovere – oppure attraverso procedimenti nei quali il caso singolo della violazione costituisce il pretesto di una regolamentazione del mercato più limitata rispetto alla vera e propria normazione, con la quale, tuttavia, detti procedimenti hanno in comune la vocazione

³⁸⁶ È possibile applicare anche al caso di specie le conclusioni di V. ROPPO, *La formazione del contratto*, cit., p. 53, intorno alla direttiva MiFID, come formulata in origine. In quel caso, l'autore osservava che il livello nazionale appariva più dettagliato e restrittivo dello standard individuato al livello europeo.

³⁸⁷ Cfr. *Id.*, p. 53.

³⁸⁸ Per un esame della disciplina specifica dei procedimenti sanzionatori davanti alle autorità di vigilanza finanziaria si vedano M. FRATINI, G. GASPARRI e A. GIALLONGO, *Le sanzioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in M. FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011, p. 421 ss., e A. BALDASSARRE, *Le sanzioni della banca d'Italia*, in M. FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011, p. 567 ss.

superindividuale³⁸⁹. Le decisioni, infatti, anche se indirizzate a destinatari specifici, possono rilevare anche nella prospettiva giuspubblicistica della regolazione del mercato, stante la reciproca dipendenza degli operatori finanziari, tra tutte le peculiarità che caratterizzano la struttura del mercato.

Proprio l'impatto della decisione amministrativa sui rapporti interpretati, e sui diritti soggettivi, in specie, ha giustificato l'estensione dei principi e delle garanzie del giusto processo (terzietà e indipendenza del giudicante, contraddittorio in condizioni di parità, ragionevole durata, motivazione) al procedimento presso le autorità indipendenti per via ermeneutica, ad opera della Corte di Cassazione³⁹⁰. Sullo stesso tracciato si inserisce l'art. 24, l. n. 262 del 2005, che dispone, in relazione all'attività sanzionatoria delle autorità di vigilanza finanziaria, l'innesto di garanzie rafforzate (ed alcune deroghe) sullo schema generale della l. n. 241 del 1990, in tema di procedimento amministrativo³⁹¹.

Parzialmente diverso è il caso dei sistemi di risoluzione alternativa delle controversie (ADR) – che pure è tema tangente ai poteri di conformazione del mercato delle autorità indipendenti – laddove la funzionalità, anche processuale, delle procedure di conciliazione ed arbitrato, da un lato, crea un'innegabile saldatura con il potere giurisdizionale e, dall'altro, impone il rispetto delle garanzie procedurali³⁹². A tale proposito, vengono in rilievo, per il

³⁸⁹ V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 275 ss. Si chiarisce che in nessun caso la natura delle decisioni possa perdere la propria connotazione "amministrativa", come provano il divieto di istituire nuovi giudici speciali (art. 102, comma 2, cost.), l'esclusione delle amministrazioni indipendenti dal novero delle potenziali parti nei conflitti di attribuzione tra poteri e il regime della sindacabilità degli atti in sede giurisdizionale. Pertanto, è preferibile la concorrente qualificazione del ceppo di attività in parola in termini di "funzione giustiziale" (si veda anche S. LUCATTINI, *op. cit.*, p. 17 s.). Sembra, invece, corretto di discorrere di funzione paragiurisdizionale in relazione ai sistemi di risoluzione alternativa delle controversie (ADR).

³⁹⁰ Cass. 20 maggio 2002, n. 7341, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, p. 1183 ss., con nota di M. DE BENEDETTO, *Intorno alla pretesa terzietà delle autorità amministrative indipendenti*. Sul punto anche V. RICCIUTO, *op. cit.*, pp. 281-283.

³⁹¹ M. GOLA, *op. cit.*, p. 478; R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 239. Tra le peculiarità, il primo autore segnala, e giustifica alla luce della concentrazione di funzioni in capo alle autorità, l'aumentata autonomia dell'unità responsabile dell'istruttoria rispetto all'attivazione del procedimento sanzionatorio e l'azzeramento dell'interazione con l'organo competente per la decisione finale e con l'ufficio sanzioni. In altre parole, si assiste ad una scansione in due fasi procedurali. Inoltre, stante il più limitato impatto della decisione individuale sulla comunità dei vigilati, l'estensione soggettiva del contraddittorio ai terzi è assai ristretta. Infine, tra le peculiarità sono inclusi anche i modi di esercizio del diritto di accesso agli atti, ai sensi degli artt. 22 ss., l. n. 241 del 1990, in ragione dell'estensione dei margini applicativi del segreto d'ufficio e, più in generale, della limitazione alla circolazione di informazioni riservate, che potrebbero alterare, se divulgate, la stabilità dei mercati (E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 175 s.). Pone un quesito a parte, che sarà esaminato nel prosieguo della trattazione, invece, l'esclusione della responsabilità delle autorità di vigilanza finanziaria per colpa lieve, ex art. 24, l. n. 262 del 2005 (R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., pp. 252 ss.).

³⁹² Infatti, tra le condizioni di inammissibilità e di improcedibilità del sistema rientra l'aver preventivamente fatto ricorso all'autorità giurisdizionale, o ad arbitri, o l'aver aderito a un tentativo di conciliazione (S. LUCATTINI, *op. cit.*, p. 186 s.).

settore che ci interessa, il sistema dell'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF) presso la Banca d'Italia e la conciliazione e l'arbitrato amministrato, presso la Consob.

Le decisioni adottate dall'ABF sono formalmente prive di efficacia esterna, di efficacia esecutiva o di effetti di certezza legale, configurandosi, più correttamente, come pareri che forniscono un'autorevole «valutazione prognostica dell'esito di un'eventuale controversia»³⁹³.

Il ricorso al rimedio conciliativo o a quello arbitrale, presso la Consob, invece, è facoltativo e, inoltre, al solo cliente è consentito intraprendere un arbitrato (rituale) nella variante cd. semplificata. In quest'ultimo caso, la stessa parte potrà ottenere un indennizzo che sostituisca in tutto o in parte il risarcimento del danno sofferto, richiesto, eventualmente, in una fase giurisdizionale successiva: analogamente all'ipotesi sopra esposta, delle decisioni dell'ABF, essa, infatti, non è preclusa dall'esaurimento del rimedio arbitrale. L'intermediario insoddisfatto potrà, invece, impugnare il lodo. In seguito all'emanazione della legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità 2016), il ricorso alle ADR presso la Consob è ulteriormente incentivato dal *restyling* del Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, che, ai sensi dell'art. 1, commi 44-49, diventa Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, che dovrebbe, nelle intenzioni del legislatore, meglio rispondere allo scopo di sollevare le parti lese dalle spese di instaurazione del procedimento. Particolarmente interessante è la circostanza che il fondo, iscritto tra le passività del bilancio della Consob, è in parte finanziato dalle entrate derivanti dalla riscossione degli importi dovuti a titolo di sanzioni amministrative pecuniarie per le violazioni della disciplina in materia di intermediazione finanziaria: circostanza che salda (ulteriormente) l'attività paragiurisdizionale all'attività giustiziale delle *authorities*, contigue nella misura in cui il prodotto finale consiste nell'emanazione di atti non vincolanti, dotati di valore orientativo e formalmente “instabili” sotto il profilo del regolamento dell'assetto di interessi che definiscono. In aggiunta a ciò, nonostante la rigorosa scansione procedimentale e gli accorgimenti in punto di organizzazione imposti dalla legge, in entrambi i casi³⁹⁴, l'attività paragiurisdizionale e quella normativa si confondono nel risultato pratico, poiché la prima finisce per influenzare non soltanto il regolamento concreto del rapporto tra le parti interessate, ma anche il comportamento di soggetti ad esso estranei, e in ciò rivela una

³⁹³ *Id.*, p. 192.

³⁹⁴ N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 253, e M. FRATINI, G. GASPARRI e A. GIALONGO, *op. cit.*, pp. 166 ss. e 189 ss., rispettivamente, per i rimedi esperibili presso la Consob e la Banca d'Italia.

proiezione sostanzialmente generale³⁹⁵. Quindi, così come precedentemente osservato in relazione alle decisioni rese all'esito di procedimenti sanzionatori, la funzione di vigilanza del mercato può esprimersi anche negli effetti persuasivi di atti che nascono, invece, assai limitati, dal punto di vista nominale, per effetti e per ambito soggettivo di applicazione. Nella direzione opposta, secondo un approccio generalizzante, la somma dei casi contribuisce a concentrare gli interventi in sede propriamente regolamentare laddove serva, anche perché l'intervento puntuale risponde alle medesime finalità della vigilanza di tipo tradizionale³⁹⁶.

Tanto nel caso delle decisioni amministrative, quanto in quello dei documenti resi all'esito dell'esperimento dei rimedi stragiudiziali, ai quali si è fatto cenno, infatti, alla base della *moral suasion* riposano due fattori fondamentali: quello della speditezza e della riconosciuta competenza tecnica delle autorità "ospitanti" – a fronte delle ben note lungaggini del processo civile e della formazione di tipo tradizionale del giudice ordinario – e il fattore reputazionale – cioè, il *public shaming* che consegue all'inottemperanza alle decisioni rese dalle autorità, attraverso la pubblicazione su siti *web*, quotidiani a diffusione nazionale e la menzione nella relazione annuale della Banca d'Italia sull'attività dei collegi arbitrali³⁹⁷. Inoltre, le segnalazioni dei clienti insoddisfatti alle autorità di vigilanza permettono l'avviamento di procedimenti sanzionatori e, dunque, aprono la strada a un vero e proprio *enforcement* pubblico.

L'incidenza sul contratto dei provvedimenti adottati dalle autorità di vigilanza europee sarà analizzata nel paragrafo immediatamente successivo. Alla luce di quanto appena discusso, tuttavia, sembra necessario chiarire sin da ora che il diritto europeo e, soprattutto, le forme di tutela giurisdizionalmente riconosciute ai singoli a fronte dell'esercizio di poteri di vigilanza sanzionatoria, confermano l'opportunità di tenere in debito conto la proiezione esterna degli effetti delle decisioni individuali: in particolare, tra le varie tipologie di decisioni, sono impugnabili dinanzi alla Commissione di ricorso congiunto anche quelle che finiscano per incidere (producendo un «*direct and individual concern*») sulla posizione di persone fisiche o giuridiche formalmente ad esse estranee, alle quali, cioè, non siano indirizzate. Su questo specifico aspetto, si rinvia alla parte finale del cap. III, § 1.

³⁹⁵ M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 503.

³⁹⁶ S. LUCATTINI, *op. cit.*, p. 172.

³⁹⁷ *Id.*, pp. 35-37, p. 194.

4. Il livello istituzionale esterno

Entrambi i Testi unici – agli artt. 6 t.u.b. e 2 t.u.f., dedicati ai “Rapporti con il diritto dell’Unione europea e integrazione nel SEVIF” – dispongono l’automatico adeguamento dell’attività delle autorità di vigilanza all’evoluzione del diritto dell’Ue, attraverso un rinvio mobile, e sanciscono l’integrazione delle autorità di vigilanza nazionali nel Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria.

Nonostante l’assenza di un esplicito riferimento alle attività finanziarie nel diritto primario europeo, esse sono state ricondotte in via interpretativa alle libertà fondamentali garantite dal TFUE e, precisamente, alla libertà di prestazione di servizi e di stabilimento nello spazio economico dell’Ue. Nel perimetro delle libertà fondamentali, l’evoluzione del diritto derivato ha conosciuto quattro fasi di sviluppo, nel segno di una sempre crescente integrazione. Una piccola digressione sullo sviluppo della normativa di settore in ambito europeo chiarirà la direzione dell’attuale assetto della regolazione al livello istituzionale più esterno dell’ordinamento.

La prima fase, di mero coordinamento, mirava all’instaurazione di una base giuridica comune tra gli Stati membri e ha interessato il solo comparto bancario, che negli anni ’70, epoca di inizio del processo, appariva come il più evoluto (dir. 77/780/CEE del Consiglio del 12 dicembre 1977); la seconda, invece, si è caratterizzata per la posizione dei principi dell’*home country control* delle attività finanziarie esercitate da strutture societarie complesse e di quello del mutuo riconoscimento dell’autorizzazione all’esercizio dell’attività finanziaria, rilasciata dall’autorità nazionale competente (dir. 89/646/CEE del Consiglio del 15 dicembre 1989, per il settore bancario)³⁹⁸. È in questa fase che il legislatore comunitario comincia a intervenire anche sul settore dei valori mobiliari, con la dir. 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993. La terza fase, a cavallo dei primi anni ‘2000, può definirsi di spinta verso una vera e propria convergenza normativa. Appartengono a questa fase i predecessori delle più famose fonti di diritto derivato per il sistema finanziario – oggi, il pacchetto CRD IV/CRR per il settore bancario, la dir. MiFID II³⁹⁹ per il settore mobiliare e la direttiva Solvency II per ciò che concerne il settore assicurativo⁴⁰⁰. Nell’ambito della medesima ondata di riforme si

³⁹⁸ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 809 s.

³⁹⁹ Dir. 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

⁴⁰⁰ Dir. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009, come modificata dalle dir. Omnibus, *i.e.* dir. 2013/58/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’11 dicembre 2013.

collocano anche i primi tentativi di coordinamento delle pratiche di vigilanza sui mercati finanziari, realizzati attraverso la procedura Lamfalussy, nella quale tre comitati specializzati raggruppavano le autorità nazionali competenti per i tre comparti di attività: bancario, mobiliare e assicurativo⁴⁰¹. A colpo d'occhio, i comitati hanno perseguito una convergenza *soft*, tesa a valorizzare la circolazione e la selezione delle *best practices* adoperate dai regolatori nazionali, che, tuttavia, la crisi ha provato non essere adeguata alla già esistente integrazione economica dei settori in parola. In particolare, si è dimostrata controproducente la segmentazione del processo decisionale e addirittura dannosa, nel corso della crisi, l'assenza di coerenza normativa e applicativa da parte delle autorità nazionali in materia di conglomerati finanziari, stante la regola dell'*home country control*⁴⁰². A séguito del cd. Rapporto de Larosière, contemporaneo alla crisi⁴⁰³, si è messo in moto un processo di ristrutturazione della vigilanza finanziaria europea, che ha portato alla quarta fase, quella attuale del Sistema Europeo della Vigilanza Finanziaria (ESFS) e dell'Unione Bancaria⁴⁰⁴.

L'ESFS è stato delineato dai regg. 1093, 1094 e 1095 del 24 novembre 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, istitutivi dell'Autorità bancaria europea (EBA)⁴⁰⁵, dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e dell'Autorità europea

⁴⁰¹ Sul funzionamento del metodo Lamfalussy, si vedano E. GALANTI, *op. cit.*, p. 132 ss.; P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, a cura di P. Bilancia e G.C.M. Rivolta, Milano, 2008, pp. 12-31; D. MUGGE, *op. cit.*, p. 60 s. Sul piano delle interazioni delle autorità indipendenti nazionali con le omologhe europee nel processo Lamfalussy si veda A. VALASTRO, *op. cit.*, p. 91 ss.

⁴⁰² Sul punto si veda C. BORTOLANI, *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee: verso una efficiente riforma?*, in *Dir. econ. ass.*, 2009, p. 1234 ss., e anche P. BILANCIA, *Autorità indipendenti nazionali e organismi europei nella regolamentazione dei mercati di settore*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, a cura di P. Bilancia, Milano, 2012, p. 3 s.; P. TROIANO, *Le competenze dell'European Securities and Markets Authority*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, a cura di P. Bilancia, Milano, 2012, p. 22.

⁴⁰³ Sulle fonti di instabilità portate in luce dalla crisi, si vedano R. MASERA, *op. cit.*, p. 1124 s. Sulle *regulatory failures*, in particolare, M. RISPOLI FARINA, *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza: Europa ed USA in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010, p. 1214 ss.

⁴⁰⁴ Con suggestiva immagine, l'articolazione della vigilanza a livello europeo è stata paragonata a un diamante da R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosière*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010, p. 1129; R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 74. È, invece, in cantiere l'istituzione della *Capital Markets Union*, delineata per la prima volta nel 1999 dalla Commissione europea nel *Financial Services Action Plan* e, nel corso degli anni, supportata da una serie di interventi di adattamento della normativa vigente all'obiettivo riferito. Sul punto, si veda P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico*, cit., p. 11 ss. Sull'evoluzione del processo, tuttora in corso, ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm.

⁴⁰⁵ Particolarmente importante è l'attribuzione di poteri di vigilanza ispettiva *inter pares* all'EBA, che risponde agli obiettivi dell'*horizontal accountability* delle autorità nazionali competenti e del rilievo delle *best practices* (R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 83).

delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), tutte dotate di personalità giuridica⁴⁰⁶. Esso comprende, inoltre, il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e le autorità nazionali⁴⁰⁷. L'approccio del legislatore comunitario, in risposta al Rapporto del Larosière, si è basato su due pilastri: la "promozione" dell'ex livello 3 del processo Lamfalussy, ovvero quello dei *network* di regolatori al rango istituzionale, e l'articolazione degli obiettivi della vigilanza in due aree, quella macroprudenziale – o di monitoraggio del rischio sistemico, del quale, tra l'altro, il regolamento istitutivo dell'ESRB non fornisce una definizione normativa⁴⁰⁸ – e quella microprudenziale, attinente alla resilienza delle singole entità vigilate⁴⁰⁹. Il primo è monitorato dall'ESRB, mentre il secondo è affidato alle cure delle autorità di settore, soluzione che consente di arginare il rischio che le autorità nazionali, in sede europea, si facciano portatrici di interessi locali⁴¹⁰. Le tre autorità europee formano, poi, un comitato congiunto⁴¹¹, privo di personalità giuridica, attraverso il quale interagiscono con l'ESRB.

L'ESRB è stato istituito dal reg. n. 1092 del 2010 ed è composto dai Presidenti delle tre ESA, dai Governatori delle banche centrali degli Stati membri, dal Presidente (che presiede di diritto anche l'ESRB) e dal vice-presidente della BCE e da un rappresentante della Commissione, oltre ad un rappresentante di alto livello dell'autorità europea del settore di competenza direttamente interessato e dal presidente del Comitato economico e sociale dell'Ue, questi ultimi sprovvisti di diritto di voto. L'ESRB raccoglie le informazioni rilevanti per l'esercizio della funzione di vigilanza macroprudenziale ed emana raccomandazioni specifiche per la prevenzione delle minacce alla stabilità complessiva del sistema finanziario, nei suoi tre comparti⁴¹². Dette raccomandazioni possono essere destinate alle autorità europee componenti il comitato e anche a quelle nazionali, che dovranno conformarvisi, a meno di

⁴⁰⁶ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 105.

⁴⁰⁷ L'indipendenza dell'ESRB è controbilanciata da doveri di rendicontazione (*accountability*) almeno annuale dinanzi al Parlamento e al Consiglio. R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 81.

⁴⁰⁸ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 111.

⁴⁰⁹ R. MASERA, *La crisi globale*, cit., p. 1130; P. BILANCIA, *Autorità indipendenti*, cit., p. 10; A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 813. L'autorità competente per il cd. *EU-wide stress test*, che verifica la resistenza delle istituzioni creditizie ai diversi tipi di *shock* è l'PEBA.

⁴¹⁰ Cfr. A. ANTONUCCI, *Art. 6*, cit., p. 49; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 546.

⁴¹¹ La riunione delle singole autorità europee di vigilanza in un comitato unico sembrerebbe confermare la tesi di A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 818, secondo il quale si starebbe imponendo un approccio unitario alla materia della regolamentazione dei mercati finanziari, che corrisponde perfettamente alla versatilità del riferimento al risparmio «in tutte le sue forme», contenuto nell'art. 47 cost.

⁴¹² R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 75.

chiarire le ragioni giustificative dell'inottemperanza (*comply or explain*)⁴¹³. Una serie di principi guida orienta l'interazione tra il livello microprudenziale-settoriale e quello macroprudenziale sistemico, ossia la continuità dell'intervento, la sussidiarietà verticale, la neutralità rispetto al livello nazionale, la completezza della vigilanza, estesa, così all'intero sistema finanziario e, infine, l'indipendenza e la responsabilità degli organismi competenti⁴¹⁴. L'indipendenza è garantita, in via di principio, dalla previsione, di cui all'art. 7, reg. n. 1092 del 2010, per la quale i rappresentanti delle autorità nazionali agiscono nell'interesse dell'Unione⁴¹⁵.

Dal punto di vista della produzione della normativa di settore, le autorità europee elaborano “standard tecnici di regolazione” (nelle materie in cui il Parlamento abbia delegato la Commissione⁴¹⁶) e “standard tecnici di attuazione”, fondati, rispettivamente sugli artt. 290 e 291 TFUE. Per i primi è previsto un processo di omologazione simile a quello descritto nel capitolo precedente in relazione all'attività dello IASB, con l'importante differenza del carattere, stavolta, ufficiale delle autorità europee di vigilanza. La natura giuridica di entrambe le categorie di *standards* è, tuttavia, decisamente atipica, in ragione dell'ibridazione tra il carattere quasi-legislativo delle attribuzioni delle autorità europee e quello tecnico dei contenuti delle stesse norme. Nella fase che precede la formale adozione degli *standards* da parte della Commissione, sembra non potersi dubitare dell'efficacia (seppure meramente) orientativa delle indicazioni così formulate, che, assieme ad altri strumenti, concorrono a stratificare le prassi di vigilanza⁴¹⁷. Oltre alla descritta attività di *standard-setting* prodromica all'adozione di regolamenti o decisioni formalmente adottati dalla Commissione⁴¹⁸, le autorità

⁴¹³ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 167.

⁴¹⁴ R. MASERA, *op. cit.*, pp. 1131-1133. La sussidiarietà verticale comporta l'attribuzione di funzioni e competenze all'autorità più vicina ai destinatari dell'intervento, anche in senso funzionale (E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 260).

⁴¹⁵ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 167, sottolinea che l'estensione oggettiva della garanzia di indipendenza è limitata alle competenze esercitate dai vertici delle autorità nazionali in seno alla struttura organizzativa delle autorità europee, dal momento che la vigilanza finanziaria non è prerogativa esclusiva dell'Unione europea, secondo il diritto primario. Questa impostazione sembrerebbe confermare l'ipotesi di chi legge nell'art. 98 cost., la consacrazione nel testo costituzionale della neutralità definitoria delle autorità amministrative indipendenti (V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 247).

⁴¹⁶ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 106.

⁴¹⁷ DELLA NEGRA F., *The effects of the ESMA's powers on domestic contract law*, in *Regulating and supervising European financial markets*, a cura di M. Andenas e G. Deipenbrock, New York City, 2016, p. 145 s.

⁴¹⁸ La Commissione può discostarsi dalle indicazioni contenute in detti standard solo in presenza di particolari ragioni, che poi saranno rendicontate al Parlamento e al Consiglio e previo ricorso ad una procedura decisionale aggravata, in base al considerando 23, reg. n. 1095 del 2010 (P. TROIANO, *op. cit.*, p. 25). Tuttavia, la circostanza che la risposta alla non-ottemperanza agli standard tecnici prodotti dalle autorità europee non sia accompagnata da alcuna previsione vincolante ha sollecitato l'elaborazione di soluzioni alternative da parte della dottrina, come il ricorso al principio del parallelismo nel

europee sono incaricate della vigilanza sull'attuazione della normativa così prodotta, e, allo scopo, possono indirizzare alle autorità nazionali atti di *soft law* a vocazione paralegislativa (indicazioni e raccomandazioni). Queste ultime sono tenute a conformarvisi, nel rispetto del principio di leale cooperazione, a meno di chiarire le ragioni ostative all'adattamento (*comply or explain*). Il meccanismo *comply or explain*, nei fatti, conferisce alle raccomandazioni un'efficacia vincolante molto più intensa di quella che lascerebbe intendere la denominazione formale, soprattutto alla luce del fatto che tutti i prodotti di *policy* adottati dalle autorità europee sono preceduti da ampie consultazioni, circostanza che senz'altro facilita la convergenza nella fase successiva, dell'applicazione del diritto europeo. Infine, di concerto con le autorità nazionali, le autorità europee compilano il *Single Rulebook*, vero e proprio strumento di convergenza delle *best practices*, che completa e chiarisce il dettato normativo⁴¹⁹. Al ricorrere di particolari ipotesi di violazione del diritto Ue esse sono, inoltre, dotate di poteri decisionali vincolanti nei confronti delle autorità nazionali, di poteri di decisione individuale nei confronti degli intermediari finanziari⁴²⁰ e svolgono compiti di mediazione e di intervento paragiurisdizionale⁴²¹ in caso di conflitto di attribuzioni tra autorità nazionali⁴²².

Il legislatore europeo ha dedicato particolare cura anche all'*accountability* delle autorità europee nei confronti degli organi di indirizzo politico dell'Unione, dal momento che i regolamenti istitutivi prevedono obblighi di rendicontazione periodica al Parlamento e al Consiglio, nonché obblighi procedurali a tutela della posizione dei gruppi di interesse colpiti dall'attività regolatoria⁴²³. Il coinvolgimento del livello nazionale è, poi, garantito dalla struttura organizzativa delle autorità europee, del cui Board of Supervisors fanno parte gli organi di vertice delle autorità nazionali, accanto ai rappresentanti (non votanti) dell'ESRB, della BCE e della Commissione⁴²⁴.

riconoscimento alle autorità nazionali di poteri di attuazione analoghi a quelli ad esse conferiti dalla normativa interna. A riguardo, R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 85, suggerisce la valorizzazione dell'art. 78, reg. n. 1092 del 2010, che prevede che gli Stati membri adottino le opportune disposizioni per rendere efficace l'attuazione del regolamento stesso del credito.

⁴¹⁹ P. BILANCIA, *Autorità indipendenti nazionali*, cit., p. 13; R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 87; A. ANTONUCCI, *Art. 6*, cit., p. 50.

⁴²⁰ P. TROIANO, *op. cit.*, p. 22, e M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 108.

⁴²¹ P. TROIANO, *op. cit.*, p. 27 s.

⁴²² P. BILANCIA, *Autorità indipendenti nazionali*, cit., p. 12.

⁴²³ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 112 s.

⁴²⁴ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 165. A tale riguardo, si consideri il meccanismo di controllo sull'operato della BCE, in qualità di banca centrale e non di *supervisor*, da parte delle istituzioni principali dell'Ue: ai sensi dell'art. 284, par. 3, TFUE, la BCE

4.1. (Segue) *L'Unione Bancaria*

L'Unione Bancaria prevede un meccanismo di vigilanza unico (SSM) e un quadro di riferimento unitario sia per la gestione delle crisi bancarie che degli schemi di garanzia dei depositi⁴²⁵.

La costituzione dell'Unione Bancaria è avvenuta in attuazione della norma di cui all'art. 127, comma 6, TFUE, alla stregua della quale, mediante una procedura legislativa speciale – che prevede una delibera del Consiglio all'unanimità previa consultazione del Parlamento e della BCE – la BCE può essere investita di compiti di vigilanza specifici, inerenti la vigilanza prudenziale delle istituzioni finanziarie (escluse le imprese di assicurazione). Il reg. 1024 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 ottobre 2013 ha poi specificato la latitudine dei compiti di vigilanza, ribaltando la cd. dottrina Meroni, per la quale il diritto dei Trattati osta all'attribuzione di ampia discrezionalità ad organismi non previsti dal diritto primario⁴²⁶. In virtù dell'SSM, alla BCE è affidata la vigilanza delle istituzioni significative dei soli Paesi dell'Eurozona, mentre alle autorità nazionali competenti resta affidata la vigilanza sulle banche di rilievo più contenuto⁴²⁷.

4.2. *L'intervento sull'autonomia privata (II)*

Lo strumentario a disposizione delle autorità di vigilanza finanziaria europee, esposto nelle pagine che precedono per sommi capi, suggerisce che l'interazione con l'autonomia privata e, in particolare con l'autonomia contrattuale, possa realizzarsi sotto diverse forme. Anche se la

«trasmette al Parlamento, al Consiglio, alla Commissione e al Consiglio Europeo una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso»; l'art. 15 del Protocollo sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Protocollo allegato al TFUE) impone alla BCE di compilare e pubblicare rapporti sulle attività del SEBC almeno ogni tre mesi, di pubblicare un rendiconto finanziario consolidato del SEBC ogni settimana.

⁴²⁵ Su questi ultimi due aspetti, si vedano A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 815; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 549 s. Sul *reshaping* delle competenze dell'EBA, si consiglia la lettura di E. FERRAN, *The Existential Search of the European Banking Authority*, in *European Business Organization Law Review*, 2016, p. 285 ss. In particolare, l'autrice individua nella funzione di coordinamento e di facilitazione, svolta dall'EBA attraverso una peculiare composizione dell'organo decisionale, la ragion d'essere dell'autorità di regolazione europea per il comparto creditizio dopo le riforme che hanno fatto séguito alla crisi finanziaria.

⁴²⁶ Corte just., 13 giugno 1958, C-9/56, Meroni & Co. Industrie Metallurgiche spa c. High Authority of the European Coal and Steel Community, in *International Law Report*, 1958, pp. 369 ss. In dottrina, si vedano, *ex multis*, N. MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences. Part 1: rule making*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, pp. 73 ss.; M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 2013, p. 13; H. MARJOSOLA, *Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach*, in *European Law Review*, 2014, p. 354.

⁴²⁷ A. SCIARRONE ALDIBRANDI, *op. cit.*, p. 814.

dottrina, nel distinguere tra misure di carattere generale e astratto e misure di carattere concreto e particolare, fa leva sull'indicazione formale del veicolo giuridico adoperato⁴²⁸ sembra più opportuno, nella prospettiva dell'eteroregolamentazione adottata sin dalle prime pagine di questo lavoro, distinguere, piuttosto, in ragione del risultato sostanziale della (etero) regolamentazione di un'intera categoria di rapporti. Dunque, le forme che detta interazione può assumere si riducono a tre principali: regolamentazione generale, attraverso atti dotati formalmente o sostanzialmente di efficacia normativa (regolamenti, direttive, atti di implementazione della legislazione-quadro, raccomandazioni, linee guida e prassi); implementazione delle raccomandazioni e delle decisioni ad esse indirizzate, da parte delle autorità nazionali; decisioni individuali, che operano nei confronti di singoli operatori di mercato⁴²⁹.

Anche ai fini di questo studio, la prima formula è assorbita dai poteri di conformazione del regolamento contrattuale da parte delle autorità competenti per il livello nazionale, tramite normazione secondaria (*infra* § 3.1). A tale riguardo, può costituire un ottimo esempio quanto disposto dagli artt. 37, par. 1, e 43, par. 1, dir. 14/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (*Bank Recovery and Resolution Directive*, “BRRD”), che impone agli Stati membri di dotare le autorità di vigilanza competenti dei poteri necessari per l'applicazione degli strumenti di risoluzione e, tra questi, in particolare, del *bail-in*, che realizza la svalutazione/conversione in azioni di strumenti ibridi o di altre passività ammissibili, in presenza delle condizioni richieste dalla clausola di svalutazione/conversione⁴³⁰.

⁴²⁸ F. MÖSLEIN, *Third Parties in the European Banking Union: Regulatory and Supervisory Effects on private Law Relationships Between Banks and their Clients or Creditors*, in *European Business Organization Law Review*, 2015, p. 559.

⁴²⁹ I poteri di decisione individuale sono, peraltro, sussidiari e, pertanto, vincolati al ricorrere di determinati fattori: l'inottemperanza dell'autorità nazionale al parere emanato dalla Commissione su raccomandazione dell'ESMA oppure alla decisione adottata dall'ESMA stessa nei confronti dell'autorità nazionale – in particolare, nei casi in cui la situazione di specie richieda l'adozione di misure urgenti, come rilevata dal Consiglio – e anche nel corso della procedura di mediazione, di cui all'art. 19, reg. 1095 del 2010. Infine, i requisiti imposti devono essere prescritti da una norma direttamente applicabile (regolamenti o decisioni) nei confronti degli operatori finanziari e non devono incidere sul bilancio dello Stato membro interessato. Sull'ammissibilità dell'esercizio del potere in parola, si vedano Corte di Giustizia dell'Unione europea, 22 gennaio 2014, C-270/14, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 648 ss., con nota di M. RULLI, *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*.

⁴³⁰ Si veda l'art. 44, dir. BRRD. Sul punto, in dottrina, A. LOLLI, *La crisi delle banche ed i possibili rimedi tra patrimonio di vigilanza e regole di trasparenza*, in *Contr. impr.*, 2016, pp. 158 ss. Sulla subordinazione volontaria nel contesto del nuovo diritto delle società si veda, da ultimo, V. CANALINI, *I c.d. “mini-bond” e le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 2, p. 387 ss. I titoli convertibili (CoCos: *Contingent Convertibles*) costituiscono, secondo un indirizzo particolarmente influente della dottrina, un'alternativa allettante alla conversione autoritativa delle passività “*bail-inable*”, posto che rispondono allo stesso obiettivo di ricapitalizzare la banca in dissesto, mediante un'operazione contabile

Particolarmente interessante è la qualificazione giuridica della clausola in parola⁴³¹, che prevede la conversione (delle obbligazioni in azioni), oppure la svalutazione (del valore nominale delle obbligazioni) in conseguenza dell'esercizio dei poteri di vigilanza attribuiti alle cdd. autorità di risoluzione, secondo la lettera della direttiva: per effetto, la posizione degli azionisti, in sede di liquidazione della banca, finisce per assimilarsi a quella dei titolari di obbligazioni subordinate⁴³². Il patrimonio di vigilanza – anzi, la sua conservazione – è la materia sulla quale incide l'operazione di conversione/svalutazione, ed è costituito dall'insieme delle attività dell'ente creditizio idonee al soddisfacimento dei requisiti patrimoniali minimi, individuati secondo il pacchetto normativo CRD-CRR IV; la sua funzione principale consiste nel comportarsi da “cuscinetto”, che assorba le perdite in caso di shock, distribuendole tra obbligazionisti, creditori e, oltre una certa soglia, depositanti⁴³³; gli strumenti ibridi, in particolare, rientrano nel cd. *Tier II capital*, secondo la successione definita dai regolamenti in materia prudenziale, in attuazione degli Accordi di Basilea.

Posto che la presenza di clausole che dispongono la conversione/svalutazione del titolo accomuna gli strumenti ibridi (o convertibili) ai cdd. *bail-inable instruments*, la cui conversione è frutto dell'esercizio di poteri autoritativi, sarà l'autenticità dell'atto di autonomia a determinare la qualificazione della natura giuridica della conversione/svalutazione⁴³⁴: nel caso degli strumenti convertibili che siano frutto dell'autonoma volontà delle parti, essa può

che non pregiudichi i creditori in misura maggiore di quanto atteso all'esito di una procedura ordinaria di insolvenza (cd. *no-creditor-worse-off principle*, sancito all'art. 74, comma 2, dir. BRRD). Le “condizioni richieste” per la conversione di uno strumento ibrido normalmente possono consistere in variazioni del prezzo delle azioni della banca sul mercato, in dichiarazioni ufficiali provenienti dalle autorità di vigilanza, in caso di crisi sistemica, a fronte di irregolarità commesse dalla banca stessa. In entrambi i casi, si discorre di *market triggers*, che, come è evidente, realizzano l'obiettivo di adeguare il contratto ad una sopravvenuta situazione fattuale sulla base di indicatori obiettivi ed esterni. Un ulteriore criterio di conversione può essere il *Core Tier I ratio*, ossia il rapporto tra capitale di base di una banca e passività ponderate per il rischio. Per un esame dell'affidabilità di questo tipo di indicatori, si veda R.L. McDONALD, *Contingent capital with a dual price trigger*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, p. 230 ss. Sui vantaggi attesi dall'opzione per S. GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins*, *LSE Financial Markets Group Paper Series – Special Paper 205*, Londra, 2012, pp. 14-15.

⁴³¹ Il riferimento è alla prima delle categorie indicate da D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 751: «clausole che contribuiscono alla formazione del patrimonio di vigilanza [...] e quelle, invece, che non entrano in tale aggregato».

⁴³² D. VATTERMOLI, *op. cit.*, p. 770. Sul problema della compatibilità dell'operazione con la tutela del risparmio, costituzionalmente garantita, nonché con per un'esame critico della “correttezza” della pratica del *bail-in* nella sfera del risparmiatore, si veda R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 295 ss.

⁴³³ S. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato “chiuso” alla regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 410.

⁴³⁴ S. GLEESON, *op. cit.*, pp. 14-15, confronta i cdd. CoCo bond al *bail-in*.

oscillare tra quella di condizione risolutiva del credito del cliente⁴³⁵ e quella di diritto potestativo d'opzione nascente da contratto, indivisibile, dal punto di vista causale, dal titolo al quale si riferisce⁴³⁶. Nel caso dei cdd. *bail-inable instruments*, invece, sembrerebbe trattarsi sempre di condizione (legale) risolutiva ovvero sospensiva, a seconda della direzione del rapporto di credito considerata. Infatti, l'evento futuro e incerto dell'esercizio del potere previsto dalla legge⁴³⁷ influenza aspetti quantitativi e/o qualitativi del contratto, ma non «pregiudica la produzione di effetti cdd. preliminari»⁴³⁸, in assenza, per definizione, di un privato beneficiario della conversione: esiste, piuttosto, un interesse generale alla stabilità sistemica. Nell'ipotesi specifica alla quale fa riferimento l'art. 55, par. 1, dir. BRRD, «Gli Stati membri impongono agli enti e alle entità di cui all'articolo 1, comma 1, lett. b), c) e d), di includere una clausola contrattuale mediante la quale il creditore o la parte dell'accordo che crea la passività riconosce che ad essa si possono applicare la svalutazione, la conversione e i poteri di modifica della scadenza dei titoli di debito o di variare i pagamenti degli interessi e accetta di essere vincolato da qualsiasi svalutazione del capitale o dell'importo ancora non corrisposto, conversione o cancellazione effettuate da un'autorità di risoluzione mediante l'esercizio di detti poteri [...]»⁴³⁹, mentre, secondo il successivo comma 2, «Il fatto che un ente o un'entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), non includa nelle disposizioni contrattuali che disciplinano una passività pertinente una clausola a norma del paragrafo 1 non osta a che l'autorità di risoluzione eserciti i poteri di svalutazione e di conversione rispetto a tale passività». In questo contesto, ai sensi del comma 3 dello stesso articolo, «L'EBA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione al fine di determinare

⁴³⁵ Come riporta D. VATTERMOLI, *op. cit.*, p. 776.

⁴³⁶ V. BRUDNEY e W.W. BRATTON, *Corporate finance*, 4^a ed., 1993, p. 406; G.W. DENT, *The role of convertible securities in corporate finance*, in *The Journal of Corporation Law*, 1996, p. 243; F. DI GIROLAMO, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1120.

⁴³⁷ La soluzione proposta poggia, per tutte, sulle definizioni elaborate da F. CARRESI, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, XXI, t. 1, cit., p. 260 s., e R. SACCO, *Interpretazione del contratto*, cit., p. 138, che, in particolare evidenzia come «l'edificazione di questa categoria [...] permette di scindere mentalmente la fattispecie negoziale in senso stretto, indentificata nella sola attività delle parti, e le ulteriori condizioni legali»; COSTANZA M., *La condizione e gli altri elementi accidentali*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, p. 997; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. II, 3^a ed., Padova, 2014, p. 310; P. PERLINGIERI e G. BISCONTINI, *Efficacia dei contratti*, in P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, 7^a ed., Napoli, 2014, p. 620, che precisano «In tali ipotesi il contratto esiste, ma non produce la piena efficacia in quanto la legge prevede che questa non possa prescindere da atti di controllo posti in essere da autorità tutorie [...] o dal verificarsi di fatti che possono anche non dipendere dalla volontà umana».

⁴³⁸ P. PERLINGIERI e G. BISCONTINI, *op. cit.*, p. 620.

⁴³⁹ Sul punto, F. MÖSLEIN, *op. cit.*, p. 561 ss.

ulteriormente l'elenco delle passività alle quali si applica l'esenzione di cui al paragrafo 1 e il contenuto della clausola imposta da tale paragrafo, tenendo conto dei diversi modelli di business delle banche». In definitiva, l'autonomia delle parti che inseriscano la clausola di conversione/svalutazione nel contratto è soltanto apparente. Infatti, la fonte dell'integrazione è il diritto europeo vincolante, ragion per cui ricorre lo schema dell'integrazione legale, nei termini chiariti nel primo capitolo di questo lavoro. In aggiunta, il rimedio previsto a fronte dell'eventuale mancanza della clausola in parola consiste nell'esercizio di poteri di vigilanza da parte delle autorità competenti ai vari livelli – e, per il caso che qui interessa, dell'EBA, che interviene direttamente sul contratto attraverso standard tecnici di regolazione, che saranno poi omologati dalla Commissione sotto forma di regolamenti.

La seconda modalità attraverso la quale si esprime l'interazione dei poteri di vigilanza delle autorità europee con l'autonomia privata solleva problematiche analoghe a quelle discusse in sede di analisi degli effetti esterni delle decisioni rese all'esito di procedimenti dall'efficacia formalmente individuale (*infra* § 3.2). La dottrina ha evidenziato come, nonostante all'EBA e all'ESMA sia riconosciuto un potere meramente sostitutivo rispetto a quello attribuito in via principale alle autorità nazionali, esse possano conformare l'autonomia degli operatori economici a prescindere dalla emanazione di decisioni vincolanti. Alle cdd. segnalazioni (*warnings*), di cui agli artt. 9, parr. 3, regg. n. 1093 e 1095 del 2010 – emanate qualora determinati tipi di attività finanziaria possano minacciare la stabilità e l'integrità del mercato (artt. 9, parr. 5, regg. n. 1093 e 1095 del 2010)⁴⁴⁰ – infatti, si tende a riconoscere non soltanto efficacia persuasiva, ma anche efficacia “di precedente”, nel senso che *«the more detailed and specific the warning, the lower the likelihood that a product intervention measure will infringe the expectations*

⁴⁴⁰ L'espressione è di F. DELLA NEGRA, *op. cit.*, p. 149. Lo stesso autore, *Id.*, pp. 142-149, sottolinea, inoltre, che le misure in parola possono essere intraprese sia prima che dopo la conclusione del relativo contratto di finanziamento. Nel primo caso, la misura è legittima se e soltanto se l'interesse pubblico alla stabilità dei mercati finanziari prevale, nel caso concreto, sulla libertà d'iniziativa economica, dal momento che la sua eventuale applicazione determina l'illegalità del contratto e, potenzialmente, lo scioglimento del rapporto. In tale direzione, le segnalazioni di cui agli artt. 9, regg. n. 1093 e 1095 del 2010, possono preparare il terreno all'applicazione della misura vincolante. Discutibile è, invece, l'argomento per il quale «The fact that the ESMA has not used its direct supervisory powers yet, does not indicate that its supervisory action is not effective or efficient but it shows that the ESMA has taken into a particular account the risk that its measures [...] could adversely affect the conduct of market's participants». In effetti, sembra difficilmente conciliabile con la stessa ragion d'essere delle autorità indipendenti il “timore” di esercitare i poteri di vigilanza. Potrebbe essere più saggio sostenere, invece, che non si siano ancora verificati gli estremi che giustificano l'intervento diretto delle autorità europee sull'operato delle autorità nazionali.

of the market participants»: in altre parole, un eventuale inversione di rotta potrebbe ledere il legittimo affidamento degli operatori economici e l'ordinato sviluppo del mercato.

In via piú generale, il problema degli effetti esterni (cd. *third party effects*) dei provvedimenti individuali o generali adottati dalle autorità di vigilanza europee – in particolare, EBA, ESMA e BCE⁴⁴¹ – è stato affrontato congiuntamente a quello, piú specifico, della loro efficacia orizzontale, che, a sua volta richiede di verificare preliminarmente che la norma attributiva del potere sia idonea a produrre effetti diretti⁴⁴². La differenza tra efficacia esterna ed efficacia orizzontale risiede nell'elemento soggettivo del rapporto preso in considerazione: nel primo caso (*third party effects*), rientra non soltanto il rapporto che si instaura tra vigilante e vigilato che non sia destinatario diretto del provvedimento *de quo*, ma anche quello che si instaura tra privati piú o meno formalmente estranei al rapporto di vigilanza, che, ciononostante, ne subiscano gli effetti⁴⁴³. Perciò l'efficacia orizzontale costituisce un aspetto specifico dell'efficacia esterna, che, come premesso, non può prescindere dal riscontro, nella norma attributiva dei poteri di intervento, dell'idoneità a produrre effetti diretti e, nella prospettiva dei rimedi esistenti, dei caratteri del *direct and individual concern*, secondo il dettato dell'art. 263 TFUE. È evidente come sia piú agevole, da un punto di vista concettuale, la costruzione dell'efficacia orizzontale degli atti che costituiscono espressione di vigilanza regolamentare, che, come il *single rulebook*, appaiono saldamente ancorati alla delega legislativa contenuta nelle diverse fonti europee. Invece, nonostante, come si è detto, le decisioni e i provvedimenti individuali in genere possano incidere anche sulla situazione sostanziale dei terzi, dal momento che in esse difettano, per definizione, i caratteri propriamente normativi di generalità ed astrattezza, non potrà che escludersi una loro efficacia orizzontale, idonea a fondare le pretese in giudizio di un privato nei confronti di un *paries*⁴⁴⁴. Come si avrà modo di chiarire nel capitolo che segue, in particolare, al § 2, parte finale, l'assenza di effetti orizzontali non impedisce l'azione risarcitoria del terzo danneggiato nei confronti dell'autorità di vigilanza autrice dell'azione o dell'omissione a monte dell'illecito. Ciò precisato, e soprattutto alla luce del fatto che le decisioni – come anche le pronunce della Commissione di ricorso

⁴⁴¹ Cfr. S. GRUNDMANN, *The Banking Union Translated into (Private Law) Duties: Infrastructure and Rulebook*, in *European Business Organization Law Review*, 2015, pp. 365 e 376, e F. MÖSLEIN, *op. cit.*, p. 564 ss.

⁴⁴² S. GRUNDMANN, *op. cit.*, p. 368 s., suggerisce di indagare preliminarmente la natura pubblicistica ovvero privatistica delle norme contenute nella legislazione europea disciplinante il Meccanismo Unico di Supervisione (SSM).

⁴⁴³ La classificazione è di F. MÖSLEIN, *op. cit.*, pp. 548-550.

⁴⁴⁴ F. MÖSLEIN, *op. cit.*, pp. 568-570.

congiunto, che è l'organo che si pronuncia sull'impugnazione delle decisioni delle autorità di vigilanza europee – sono rese pubbliche, non può affatto escludersi una spontanea convergenza degli operatori del mercato verso un precedente ritenuto “vincolante” (anche se solo per ragioni di opportunità), analogamente a quanto accade a livello nazionale.

4.3. *Il coordinamento con il livello istituzionale interno*

Come si è accennato nelle pagine che precedono, le autorità europee partecipano non soltanto al processo di rilievo e di promozione delle *best practices*, ma, attraverso l’emanazione di standard tecnici, orientano l’attività legislativa (delegata) della Commissione e, dunque, il processo di allineamento delle discipline nazionali all’indirizzo europeo⁴⁴⁵.

L’articolazione delle competenze tra autorità europee e autorità nazionali rispetta il principio di attribuzione e, in caso di competenze concorrenti, quelli di sussidiarietà verticale e di leale collaborazione⁴⁴⁶. Al principio di sussidiarietà corrisponde l’attribuzione di poteri sostitutivi alle autorità europee, in caso di inerzia delle autorità nazionali, previsto all’art. 18 dei regg. 1093, 1094 e 1095 del 2010⁴⁴⁷. Anche questi poteri, tuttavia, incontrano un limite nel caso in cui il Consiglio giustifichi l’eventuale inottemperanza perché collegata all’esercizio delle competenze di bilancio degli Stati membri (art. 38, reg. n. 1093 del 2010).

La normativa di settore nazionale, tanto per il comparto creditizio, quanto per quello mobiliare, stabilisce che le autorità competenti si conformino alle raccomandazioni ad esse indirizzate dalle autorità europee, ai sensi degli artt. 6 t.u.b. e 2 t.u.f. Evidentemente, si è in presenza di un obbligo di risultato, al quale corrispondono ampi margini di discrezionalità delle autorità nazionali, quanto alle modalità attuative⁴⁴⁸. L’art. 15, comma 2, l. 15 dicembre 2011, n. 217 (legge comunitaria 2010), inoltre, dispone che queste ultime rimuovano ogni ostacolo alla trasmissione di informazioni al livello europeo, nel rispetto degli obblighi di comunicazione⁴⁴⁹. L’art. 15, comma 3, l. n. 217 del 2011 inserisce tra le fonti di delimitazione

⁴⁴⁵ P. BILANCIA, *Autorità indipendenti*, cit., p. 15.

⁴⁴⁶ R. D’AMBROSIO, *Gli effetti dell’istituzione dell’European Banking Authority*, cit., p. 73, 80, 86.

⁴⁴⁷ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 167; M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 109. Sulla dimensione gerarchica, specifica dell’esercizio di poteri sostitutivi, rispetto al principio di sussidiarietà verticale, si veda G. SCACCIA, *op. cit.*, p. 60.

⁴⁴⁸ R. D’AMBROSIO, *Gli effetti dell’istituzione dell’European Banking Authority*, cit., p. 88.

⁴⁴⁹ A. ANTONUCCI, *Art. 6*, cit., p. 52.

del potere di normazione secondaria delle autorità creditizie «la convergenza degli strumenti e delle prassi di vigilanza in ambito europeo»⁴⁵⁰.

In Italia, ogni autorità di settore europea ha un proprio omologo, ad eccezione dell'ESRB – che sembrerebbe, tuttavia, trovare nella Banca d'Italia il proprio interlocutore principale⁴⁵¹ – e del CICR. Com'è stato giustamente osservato⁴⁵², l'integrazione del livello nazionale in quello europeo esclude, nel settore creditizio, la compatibilità delle attribuzioni del CICR in relazione alle attività ammesse al mutuo riconoscimento, *ex art.1, comma1, lett. f), t.u.b.* con il regime delineato dal regolamento n. 1093 del 2010, poiché l'ambiguità che caratterizza la natura dei poteri di quest'ultimo si scontra con la proclamata indipendenza dell'EBA.

Infine, l'art. 21, par. 4, regg. n. 1093, 1094 e 1095 del 2010, attribuisce, per i rispettivi settori di competenza, all'EBA, all'EIOPA e all'ESMA il ruolo di mediatori in caso di conflitti sorti tra autorità nazionali in relazione alla vigilanza sui gruppi attivi su scala transfrontaliera.

5. *Il livello globale*

L'interdipendenza dei singoli mercati finanziari nazionali, sul piano economico, trasmette caratteristiche del tutto peculiari alla struttura della *governance* di settore⁴⁵³. Essa comprende un livello istituzionale statale integrato in quello europeo e un livello ancora più esterno, nel quale l'attività di coordinamento è condotta da entità informali – vale a dire, non formalizzate in organizzazioni internazionali, né istituzionalizzate in seno alle formazioni sovranazionali nell'ambito delle quali sono destinate ad operare⁴⁵⁴. Con tali espressioni ci si riferisce, in particolare, al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, all'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) per il settore mobiliare, al Financial Stability Board (FSB) e al Fondo Monetario Internazionale (IMF). Coerentemente ai tre livelli della regolazione, appena illustrati, il ruolo delle autorità di vigilanza è stato qualificato in termini di «tri-

⁴⁵⁰ *Id.*, p. 52.

⁴⁵¹ R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 88 s., e A. ANTONUCCI, *Art. 6*, cit., p. 52. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 559, sottolinea come, per effetto dell'istituzione del SSM, la Banca d'Italia abbia perso un altro importante tassello del suo ruolo, al livello nazionale.

⁴⁵² R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., p. 93.

⁴⁵³ Testualmente, «the overarching argument for supranational expert governance has been that it is a necessary corollary of cross-border market integration» (D. MUGGE, *op. cit.*, p. 66).

⁴⁵⁴ Secondo P. DE CARLI, *op. cit.*, p. 1176 s., la globalizzazione delle regole è diritto speciale e, in quanto tale, influenza tanto il livello interno, quanto quello comunitario.

appartenenza»⁴⁵⁵, poiché esse sono contemporaneamente inquadrare all'interno dei due anelli istituzionali (nazionale ed europeo) e di quello informale globale. Il sistema delle fonti è altrettanto complesso, dal momento che gli atti tipici dotati di efficacia normativa di rango legislativo oppure sublegislativo, che sono prodotti al livello nazionale ed europeo, concorrono con i documenti di *soft law*, dall'efficacia atipica, prodotti sia dalle singole autorità di vigilanza sui mercati finanziari, che dagli organi di indirizzo politico europei ed internazionali sotto forma di standard e/o impegni volontari⁴⁵⁶. Proprio questi ultimi costituiscono il canale privilegiato per la trasmissione delle *best practices* di settore a tutte le articolazioni della rete. Due sono le ragioni principali alla base del successo del fenomeno. La prima consiste nel difficile rapporto che si instaura tra la dimensione territoriale ed esclusiva della sovranità e la dimensione globale e composita dei mercati finanziari. La seconda consiste, invece, nella rapidità dell'evoluzione tecnica degli strumenti finanziari e dei mezzi di comunicazione, si pensi, ad esempio, al *trading* ad alta frequenza⁴⁵⁷.

Costituiscono tratti caratteristici del modello non soltanto l'aspirazione all'elaborazione di principi comuni che finiranno per tradursi, con i modi e i tempi dei singoli contesti nazionali, in regole uniformi, ma anche la mancanza di meccanismi appaganti di rendicontazione (*accountability*) nei confronti dei soggetti destinatari della regolamentazione⁴⁵⁸. Al riguardo, la

⁴⁵⁵ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 31 s. In un'epoca precedente, nella quale la dimensione nazionale era chiamata a confrontarsi solo con il più esteso orizzonte comunitario, P. BILANCIA, *Riflessi*, cit., p. 277, aveva caratterizzato in termini di "cerniera" il ruolo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari.

⁴⁵⁶ E. MONACI, *op. cit.*, p. 11.

⁴⁵⁷ Da un punto di vista economico, la preferibilità di una forma organizzativa informale risulta essere inversamente proporzionale alle caratteristiche di flessibilità e speditezza dei processi di produzione normativa nazionali di un certo Stato e dalla propensione alla collaborazione internazionale nel settore specifico, nonché, assumendo che lo stesso Stato sia razionale e tenda a massimizzare la propria utilità, dai costi di transazione legati ad un eventuale accordo internazionale "formale". Su questi aspetti, si veda S. VOIGHT, *The economics of informal international law: an empirical assessment*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, p. 84 ss. Sull'*high frequency trading*, si vedano R.S. KARMEL, *IOSCO's response to the financial crisis*, in *Journal of Corporate Law*, 2012, pp. 883-900; L.L. DALLAS, *Short-termism, the financial crisis, and corporate governance*, in *University of San Diego school of Law Legal studies research paper series No. 12*, 2012, pp. 296-301; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 994-1006; F. PASQUALE, *Law's acceleration of finance: redefining the problem of high-frequency trading*, in *Cardozo law review*, 2015, pp. 2089-2102; S. DOLGOPOLOV, *Regulating merchants of liquidity: market making from crowded floors to high-frequency trading*, in *University of Pennsylvania Journal of business law*, 2016, pp. 693-707; Y. YADAV, *The failure of liability in modern markets*, in *Virginia law review*, 2016, pp. 1063-1073.

⁴⁵⁸ La dottrina ha esaminato il problema del deficit di responsabilità di tali reti di fronte a una compagine eterogenea di soggetti e, cioè: coloro che riconoscono l'autorità di fatto degli *standard setters*; coloro che ne sono direttamente colpiti; gli organi di indirizzo politico, titolari, invece, di legittimazione democratica nel contesto nazionale. Sono state individuate due possibili accezioni di detta "responsabilità" (cd. *accountability*), valevoli anche rispetto alle autorità indipendenti, all'interno dello Stato: secondo un primo orientamento, si tratterebbe di vera e propria responsabilità politica derivante dall'esercizio

dottrina ha evidenziato l'insufficienza delle tecniche normalmente adoperate per porre rimedio al cortocircuito del controllo democratico sull'attività di produzione normativa⁴⁵⁹. Il progressivo allargamento della *membership* delle reti, inoltre, non risolve il problema della carenza di legittimazione democratica, poiché queste, in ogni caso, producono, dall'esterno, le linee guida alle quali finisce per conformarsi la legislazione nazionale. La formalizzazione delle procedure di elaborazione degli *standard*, infine, neppure è un'alternativa praticabile, perché comporterebbe l'appesantimento del processo decisionale, così frustrando le ragioni politiche ed economiche alla base del ricorso al modello dei *network* e agli strumenti di *soft law*. Residua la possibilità di attuare forme di controllo *ex post*, attraverso il sindacato parlamentare sull'attività dei regolatori nazionali nei rispettivi ordinamenti, ovvero tramite il controllo di legittimità degli atti dotati di efficacia generale, da parte del giudice amministrativo. Quest'ultima operazione si presenta particolarmente insidiosa in presenza di "deleghe in bianco", a fronte della discrezionalità tecnica esercitata dalle autorità⁴⁶⁰. Nel tentativo di fornire una soluzione soddisfacente a detti inconvenienti, autorevole dottrina ha tentato un recupero di legittimità sostanziale *in extremis*, suggerendo di improntare il sindacato di legittimità degli atti di normazione secondaria alla verifica del soddisfacimento dei principi di sussidiarietà istituzionale, in chiave funzionale, e di democraticità procedimentale, ossia "postuma"⁴⁶¹. Non convince pienamente, tuttavia, il ricorso sistematico alla sussidiarietà per giustificare la compatibilità con l'ordinamento giuridico dei numerosi ordinamenti sezionali,

sostanziale della potestà normativa. Secondo una seconda visione, più restrittiva, *accountability* dovrebbe, tradursi in "rendicontazione", intesa come attività di chiarimento *ex post* delle ragioni alla base dell'adozione di determinati atti di indirizzo. Sul punto, J. PAUWELYN, *Informal international lawmaking*, cit., p. 23 s. Quanto alle autorità indipendenti, A. VALASTRO, *op. cit.*, p. 56, sottolinea come la relazione annuale, nella quale le singole autorità espongono i risultati della propria attività complessiva al Parlamento abbia carattere «poco più che rituale». *Contra*, nel senso di una sempre crescente importanza, almeno dal punto di vista dell'indirizzo "politico" suggerito al Parlamento, G. GRASSO, *op. cit.*, pp. 39 ss. Sulla natura postuma dell'*accountability* nel caso delle autorità indipendenti, si veda N. LONGOBARDI, *op. cit.*, p. 27. Esprime perplessità intorno all'assenza di responsabilità politica di autorità investite di potestà normativa M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 496.

⁴⁵⁹ Sul punto, M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 30 s.

⁴⁶⁰ In punto di tecnica legislativa, il ricorso alle deleghe in bianco è stato accostato al più generale fenomeno della crisi del principio di legalità, per il quale «l'amministrazione [...] integra gli spazi lasciati in bianco dalla norma di legge» (F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 483). Si consideri, ad esempio, la norma di cui all'art. 100, comma 2, t.u.f., alla stregua della quale «da Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni di cui al presente capo [Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita, *ndb*] non si applicano in tutto o in parte». Anche la delimitazione dei poteri delle autorità indipendenti tramite l'utilizzo di clausole generali può implicare l'esercizio – formalmente legittimo – di margini piuttosto estesi di discrezionalità: un fenomeno del genere può osservarsi, ad esempio, nel sistema di *enforcement* amministrativo della disciplina consumeristica in materia di pratiche commerciali scorrette (P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 348).

⁴⁶¹ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata*, cit., p. 268.

nei quali si articolerebbe l'insieme delle norme prodotte dalle autorità indipendenti⁴⁶². Soprattutto, non convince la proposta sinergia tra pluralità degli ordinamenti giuridici e sussidiarietà, che è il cardine del policentrismo organizzativo costituzionale, tralasciando anche la circostanza che lo stesso principio a volte non basta a giustificare l'attività delle autorità indipendenti, ufficiali o informali, sul piano del sistema delle fonti statali.

Rispetto all'attività di pianificazione che si svolge presso gli organismi internazionali e i comitati informali, che vede comunque rappresentati gli Stati, gli *standard setters* privati meritano un discorso a parte. L'autorità di fatto di cui godono alcuni operatori finanziari sul mercato conferisce ai contratti dei quali sono parte e ai pareri espressi *incidenter tantum* una vincolatività che presenta caratteri di generalità a metà strada tra la dimensione regolamentare di tipo contrattuale e quella normativa. Il fenomeno è addirittura istituzionalizzato, qualora nelle fonti del diritto sia espressamente previsto un rinvio alla – o, meglio, ai risultati della – attività svolta da tali operatori per finalità dichiaratamente commerciali. In questa prospettiva, alcuni sottoparagrafi di questa sezione saranno dedicati all'approfondimento dell'attività di *standard-setting* privato condotta dalle agenzie di *rating*.

La scala globale delle transazioni finanziarie necessariamente impone l'interazione e la convergenza dell'attività di vigilanza delle autorità competenti nei singoli contesti nazionali. Dal momento che l'implementazione delle norme tecniche di regolazione del settore finanziario è mediata dalla normazione secondaria e che l'adozione del modello delle amministrazioni indipendenti presuppone da essa l'espunzione dell'esercizio di poteri di indirizzo politico, è necessario, prestare attenzione alle sedi alle quali è demandata la fissazione degli orientamenti di fondo, che si pone accanto – se non in una fase prodromica – all'attività degli attori istituzionali. Una prospettiva del genere ripropone le sovrapposizioni di competenze – *rectius*, le incongruenze – che le tecniche in esame producono alla luce dell'impianto assiologico dell'ordinamento costituzionale: sono, infatti, le medesime autorità a prendere parte al processo di *standard-setting*, all'implementazione di detti standard e, infine, alla vigilanza, anche in chiave sanzionatoria, sulla loro applicazione da parte degli operatori del mercato⁴⁶³.

⁴⁶² *Id.*, pp. 266 e 268.

⁴⁶³ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 8.

Nella pratica, il processo di *rule-making* globale può scomporsi in tre segmenti, peraltro non sempre nettamente distinguibili l'uno dall'altro⁴⁶⁴: l'indirizzo politico sotteso alla regolazione è individuato dal G20, il FSB dettaglia i principi così prodotti e coordina l'attività delle reti di regolatori, mentre questi ultimi e gli *standard setter* privati producono gli standard veri e propri. Al livello nazionale essi possono essere implementati o direttamente per via amministrativa – qualora gli atti di *soft law* svolgano una funzione paralegislativa o interpretativa – oppure attraverso un formale recepimento nella legge ordinaria, sotto forma di omologazione oppure di rielaborazione.

È possibile, nell'esame dell'architettura internazionale della *governance* in materia finanziaria, classificare i protagonisti in ragione di una pluralità di criteri ordinanti. Se si valorizza il requisito della personalità giuridica di diritto internazionale pubblico, si distinguono i *forum*, i *network* informali e gli *standard setters* privati dalle organizzazioni intergovernative; se si pone l'accento, invece, sulla natura delle attribuzioni dei soggetti componenti tali organismi, si distinguono quelli dotati di poteri di impulso politico dai tecnocrati, immersi nelle dinamiche del mercato rilevante. Comunque si intenda sistemare il contributo dei numerosi attori investiti, più o meno formalmente, di potestà regolamentari a livello globale, non deve perdersi di vista il dato fondamentale dell'efficacia atipica degli atti e dei documenti così prodotti. Per motivi di coerenza espositiva sarà, dunque, più utile continuare ad assecondare un moto ascendente, che dai regolatori (e dalle fonti) nazionali conduce alle forme del loro coordinamento settoriale e politico globale e metta in luce le reciproche interazioni. Per ragioni di ordine espositivo, le pagine che seguono saranno dedicate ai protagonisti dei singoli segmenti di cui si compone il processo di *rule-making* globale: individuazione e *endorsement* delle politiche di medio-lungo periodo (G20 e *standard enforcers*), traduzione dei principi generali in *standard* e ulteriore sviluppo degli *standard* così elaborati (BCBS, IOSCO e FSB).

5.1. L'indirizzo politico globale e gli *standard enforcers*

La convergenza delle tecniche di regolazione dei mercati finanziari è per natura interesse comune degli Stati. Per la tenuta del sistema è, inoltre, indispensabile che l'attività delle autorità competenti come parti del *network* sia compatibile con l'impianto legislativo vigente a

⁴⁶⁴ A questo aspetto si riferisce A. VALASTRO, *op. cit.*, p. 34, laddove evidenzia che l'alternativa tecnocratica alla politica finisce per essere «potere tra i poteri», esercitando essa stessa un'influenza politica sulla concreta determinazione degli interessi oggetto di intervento regolatorio. Sul processo di *rule-making* globale, si veda M. DE BELLIS, *op. cit.*, pp. 130, 384.

livello nazionale. Il compito di attenuare il visibile contrasto tra un'implementazione diretta degli *standard* formulati dalle reti informali dei regolatori e il principio di legalità spetta ai *forum*, nei quali avviene la definizione dell'indirizzo politico della regolazione dei mercati finanziari. Il processo non è esente da criticità, ma, per com'è congegnato, consente, con gli stessi strumenti informali di *soft law*, l'avallo politico dei principi che ispireranno la produzione di fonti ufficiali di regolamentazione.

Il G7 è alla base della costituzione del G20 e del Financial Stability Forum (predecessore del FSB). In seguito alla dichiarazione di Washington 2008, il G20 non è più conferenza dei Ministri delle finanze dei membri del G8 e delle economie emergenti, ma è momento di aggregazione dei Capi di Stato e di Governo degli stessi Paesi. A partire dalla dichiarazione di Pittsburgh 2009, il G20 si è autoproclamato *forum* privilegiato per la cooperazione internazionale in materia economica e, sulla base di tale investitura, ha cominciato a indirizzare agli *standard setters* – e ai suoi stessi componenti, sotto forma di impegni – una serie di raccomandazioni di ampio respiro, allo scopo di porre rimedio ai malfunzionamenti di mercato considerati alla base dell'ultima grande crisi finanziaria.

Nonostante le aspirazioni politiche del G20 e la vocazione universale della sua composizione, l'efficacia delle sue raccomandazioni è discutibile, così come lo è l'impatto sull'aggiornamento del panorama normativo in materia finanziaria e sul contenimento della discrezionalità dei tecnocrati. In primo luogo, è necessario ricordare ancora una volta che il coordinamento nelle sedi informali avviene quando un accordo internazionale di tipo tradizionale non sia raggiungibile: è, dunque, inevitabile che le dichiarazioni del G20 siano piuttosto fumose, perché tendono alla formazione di un livello minimo di consenso su principi generali, a creare una base per la cooperazione. In secondo luogo, il settore finanziario “parla” un linguaggio esoterico, ragion per cui soltanto una formulazione letterale dettagliata dei documenti di *policy* potrà essere credibile e prontamente implementabile da parte delle autorità di vigilanza e degli operatori di mercato. È evidente che il livello di dettaglio riferito non può attendersi da entità di natura politica che, necessariamente, difettano del livello di *expertise* richiesta. L’“astigmatismo” del G20 è, quindi, compensato dal successivo intervento degli *standard setters*. È, comunque, dubbia l'opportunità, nella prassi di questi ultimi, di fare proprie le missioni individuate da un organismo la cui funzione è, seppur vagamente, riconducibile all'indirizzo politico. L'indipendenza da condizionamenti di natura

politica, che caratterizza la regolazione economica a tutti i livelli, infatti, potrebbe essere compromessa nella fase apicale della produzione delle fonti di disciplina.

Resta da chiarire il ruolo svolto dalle organizzazioni internazionali e, segnatamente, dal Fondo Monetario Internazionale (IMF) e dalla Banca Mondiale (WB), anche note come le istituzioni di Bretton Woods⁴⁶⁵. Queste organizzazioni, che raggruppano rappresentanti di numerosi Stati del mondo, sono ritenute da alcuni come tendenzialmente legittimate, da un punto di vista politico⁴⁶⁶, anche se, nonostante l'ottimismo del FSB, il loro contributo come *standard setters* è piuttosto marginale rispetto al settore creditizio e mobiliare, riguardando, principalmente, la finanza pubblica, sia nella prospettiva della vigilanza (bilaterale, multilaterale e regionale)⁴⁶⁷ che in quella della concessione condizionale di assistenza finanziaria. In questi termini, l'IMF può "suggerire" allo Stato candidato all'assistenza finanziaria l'implementazione degli *standard*, considerati funzionali alla ristrutturazione economica e, di conseguenza, alla buona riuscita dell'operazione di finanziamento⁴⁶⁸. Più rilevante è l'attività dell'IMF in veste di *standard enforcer* – nella misura in cui la mancata implementazione comporta la conseguenza negativa del rifiuto dello sblocco delle risorse del Fondo – e quella di cooperazione con la WB in sede di monitoraggio della stabilità finanziaria globale, nell'ambito del Financial Stability Assessment Programme (FSAP), che si specifica nel Financial System Stability Assessment (FSSA) e nel Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)⁴⁶⁹.

5.2. *I supervisory networks e gli standard setters*

Premesso che l'istituzione dell'ESFS non ha ancora condotto a una completa integrazione del livello istituzionale nazionale in quello europeo – come provano il potere rappresentativo monco dell'ESMA in seno all'IOSCO (in veste di mero *associate member*⁴⁷⁰) e la duplicazione, invece, osservabile in seno al Comitato di Basilea (al quale partecipano sia la BCE, come autorità competente per le istituzioni significative nel quadro del SSM, che la Banca d'Italia,

⁴⁶⁵ R.M. LASTRA, *International financial and monetary law*, 2a ed., Oxford, 2015, p. 414 s.

⁴⁶⁶ D. MUGGE, *op. cit.*, p. 68.

⁴⁶⁷ R.M. LASTRA, *op. cit.*, pp. 456-463.

⁴⁶⁸ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 101.

⁴⁶⁹ R.M. LASTRA, *op. cit.*, p. 461 s.

⁴⁷⁰ www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=2.

come autorità nazionale competente per le «*less significant*»⁴⁷¹) – alla base della convergenza spontanea verso forme di cooperazione informale tra autorità tecniche si pone, ancora una volta, la necessità di una regolazione adeguata al livello di sofisticazione del settore finanziario. La negoziazione tra i rappresentanti si svolgerà sempre sul terreno delle tecniche di vigilanza, salvo che non vengano in rilievo valori primari, nel qual caso sarà ovviamente legittimo attendersi contaminazioni politiche e tempi di lavoro più lunghi⁴⁷². La regolazione attraverso *standard* non vincolanti, elaborati da organismi composti da esperti è perciò normalmente presentata come più spedita, più economica e più efficace nel tenere il ritmo di un'area di mercato soggetta a rapida evoluzione.

In questo sistema di *governance* fortemente ibridata, informale e transnazionale, risulta di particolare interesse, per l'influenza spiegata sulla regolamentazione di dettaglio, l'attività del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e della IOSCO (quanto al settore mobiliare), e quella di organismi internazionali quali il FSB e il FMI, del quale si è già detto. Nelle pagine che seguono, si tenterà di fornire una visione di insieme della composizione e delle competenze degli organismi appena elencati, insieme alle tecniche di regolamentazione e di coordinamento, tramite rinvio.

Il Comitato di Basilea nasce nella metà degli anni '70, in risposta alla crisi dell'Herstatt-Bank, che per prima aveva messo in luce il problema che la simultaneità delle transazioni su scala globale pone in presenza dei diversi fusi orari⁴⁷³. Esso ha dapprima riunito i rappresentanti delle banche centrali dei Paesi a economia avanzata, appartenenti al G10, e, successivamente, esteso la partecipazione ad alcune economie emergenti attraverso un astuto sistema di conferenze internazionali e accordi di cooperazione. Per effetto, l'ambito decisionale del Comitato – limitato, da un punto di vista oggettivo, alla definizione dei requisiti patrimoniali delle banche e del coordinamento delle pratiche in materia di

⁴⁷¹ www.bis.org/about/member_cb.htm?m=1%7C2%7C601. Le istituzioni considerate significative nel quadro del Meccanismo Unico di Vigilanza sono elencate sulla pagina web (periodicamente aggiornata): www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/list_of_supervised_entities_201701.en.pdf?fa67031bce20d0ce07da37a4c0685435.

⁴⁷² M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 14.

⁴⁷³ BCBS, *A brief history of Basel Committee*, 2015, www.bis.org/bcbs/history.htm.

conglomerati finanziari e, dal punto di vista soggettivo, ai membri del “club” – comprende, per l’indiscutibile autorevolezza dei componenti, anche anche gli Stati non rappresentati⁴⁷⁴.

La IOSCO, definita come «il regolatore mondiale per il settore mobiliare»⁴⁷⁵ è coeva al Comitato di Basilea, ma, a differenza di questo, opera formalmente come associazione *no profit* di diritto privato riconosciuta dal Parlamento dello Stato del Québec, della quale il funzionamento e il mandato sono chiariti nello statuto, contentente *by laws*. La cooperazione tra tutte le autorità nazionali di regolazione, che ne costituiscono i membri, costituisce il perno della sua missione. Dal punto di vista strutturale, la IOSCO si articola in numerosi comitati a partecipazione ristretta, le cui modalità operative sono ritenute opache almeno quanto quelle adottate dal Comitato di Basilea⁴⁷⁶. I comitati sono costituiti sulla base di criteri geografici oppure tecnici.

La necessità di coordinamento politico dei *network*, nel segno della crescente consapevolezza dell’interconnessione tra i mercati finanziari, ha giustificato – oltre all’adozione di meccanismi di partecipazione bilaterale nella fase di elaborazione degli *standard* che incidono su più di un comparto del settore finanziario – dapprima l’istituzione del *Joint committee* delle autorità di vigilanza operanti nei settori creditizio, mobiliare e assicurativo in seno alla Banca per i regolamenti internazionali (BIS) e, nel tempo, alla ristrutturazione del FSF in FSB, che oggi raccorda i lavori delle organizzazioni internazionali – come la Banca Mondiale (WB), l’IMF e l’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD) – dei *network* – BCBS, IOSCO e International Association of Insurance Supervisors – e degli *standard setters* privati riconosciuti ai lavori della BCE e della Banca per i Regolamenti Internazionali (BIS) e a quelli delle autorità nazionali (Paesi del G20) competenti in ambito finanziario (banche centrali, Ministri delle finanze e autorità indipendenti di settore). Attualmente, oltre ad esercitare poteri propulsivi rispetto all’attività di regolamentazione svolta da tutti gli organismi che ne fanno parte, il FSB è anche investito di autonomi poteri di *soft law-making* e di *moral suasion*, che si esprimono nell’emanazione di rapporti semestrali sullo

⁴⁷⁴ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 18 ss., avverte come la composizione e le regole di funzionamento dei sotto-gruppi, ai quali risulta in concreto affidata l’attività di produzione degli standard, sia ancora fortemente deformalizzata e caratterizzata da segretezza.

⁴⁷⁵ Discute la definizione appena fornita L. CASINI, *Domestic public authorities within global networks*, in Aa. Vv., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012, p. 406, preferendo costruire la IOSCO come ramo di una governance multilivello.

⁴⁷⁶ M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012, p. 27.

stato dei mercati, di *peer reviews*, e di controllo sull'operato del Comitato di Basilea, della IOSCO e dello IASB⁴⁷⁷.

6. *I regolatori privati e l'eteroregolamentazione riflessa dei contratti tra pares*

Anche organismi formalmente privati concorrono alla regolamentazione del mercato in virtù della loro autorità di fatto, che, sotto forma di *moral suasion*, può assumere la sostanza di fonte di regolamentazione del rapporto tra soggetti terzi. La particolarità di tale modalità di conformazione dell'autonomia privata, che abbiamo definito “eteroregolamentazione riflessa” del contratto sta in ciò, che i “regolatori” sono al contempo i destinatari e i produttori delle fonti di disciplina del settore nel quale operano. Per effetto della globalizzazione dei mercati, prassi e incentivi di tipo economico si combinano (o si scontrano?) con l'obiettivo di instaurare un ordine giuridico appropriato. Da questo punto di vista, gli operatori finanziari sono esposti a una regolazione indipendente non soltanto per definizione, ma anche – e pericolosamente – per vocazione⁴⁷⁸. Com'è facile aspettarsi, l'efficacia gli *standard* privati sarà atipica per due ragioni principali, che dipendono dalla forma che assume l'attività commerciale svolta dagli autori di dette “fonti”. In primo luogo, infatti, potrà trattarsi di vere e proprie raccolte di prassi (eventualmente ratificate dagli organi di indirizzo politico nazionali o regionali), come l'esperienza dello IASB/IFRS insegna⁴⁷⁹, ovvero di clausole di uso comune, che possono essere ulteriormente analizzate, a seconda dell'estensione applicativa, nella prospettiva delle condizioni generali di contratto *ex artt.* 1341-1342 c.c. oppure in quella degli usi contrattuali *ex art.* 1340 c.c. o, addirittura, in quella degli usi normativi, in presenza di una lacuna contrattuale o di un vero e proprio rinvio regolamentare. A tale singolare riguardo sarà esaminata, in particolare, l'attività delle agenzie

⁴⁷⁷ *Id.*, pp. 75-76, 81, 85. L'autrice fa notare, inoltre, che non tutti gli Stati rappresentati dispongano dello stesso numero di seggi in seno all'Assemblea plenaria, che è l'organo decisionale del FSB: a tale scopo sono determinanti la dimensione dell'economia e del settore finanziario nazionali, oltre alla stabilità finanziaria.

⁴⁷⁸ P. DE CARLI, *op. cit.*, p. 1177.

⁴⁷⁹ Vale la pena ricordare che, prima ancora di essere omologate dal legislatore europeo, la dottrina amministrativista italiana aveva indagato sulla natura delle norme tecniche. Nonostante gli orientamenti principali spaziassero dall'ambito più ristretto degli usi a quello più esteso di vera e propria fonte normativa, nel quadro di un ordinamento sezionale, oggi non soltanto il complesso delle attività dello IASB è riguardato come esercizio privato di pubbliche funzioni, ma la stessa omologazione successiva prova l'ascrivibilità di esse a una singolare forma di partenariato pubblico-privato. Si veda M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 67.

di *rating*, che godono – ancora oggi – di una posizione privilegiata sui mercati finanziari. Esse sono, a un tempo:

- investite di funzioni regolatorie ufficiali, in forza dei rinvii contenuti nella legge e nei regolamenti europei;

- *standard setters* privati, in grado di condizionare il comportamento di una serie indefinita di soggetti, attraverso gli *outlooks*;

- produttrici di elementi che concorrono a integrare il contenuto dei contratti finanziari.

In tutti questi casi, sarà possibile discutere della natura di fonti atipiche di disciplina del contratto, poiché il fenomeno di *moral suasion* – che discende dall'autorevolezza delle agenzie – e il comportamento gregario (*herd behaviour*) tra gli operatori finanziari conferiscono a tutte queste attività un'efficacia che travalica l'ambito soggettivo del rapporto entro il quale si svolgono.

L'esempio fornito può considerarsi come la forma più estrema di regolazione indipendente, dal momento che esso è estraneo ad ogni forma di riconduzione a – o di omologazione da parte dei – pubblici poteri. Perciò, dunque, l'attività di *standard-setting* dello IASB-IFRS non rientra nella categoria, stante il processo di recepimento descritto nel capitolo che precede.

Come si è anticipato, e come si avrà modo di approfondire nelle pagine che seguono, la promozione di alcuni privati, o, come in questo caso, di particolari rami d'industria, al ruolo di regolatori risiede nel potere di fatto che gli operatori di settore attribuiscono ad alcuni *pares*, la cui competenza tecnica è considerata garanzia di *good practice* e di credibilità. Sul piano economico, invece, la struttura oligopolistica del mercato può condurre alla promozione di una determinata industria ad autorità di fatto.

In linea generale, gli operatori privati possono realizzare due funzioni fondamentali: essi possono, come l'International Organization for Standardization (ISO), elaborare norme tecniche in determinate aree merceologiche, oppure svolgere un'ulteriore e successiva attività di monitoraggio sul rispetto delle regole di comportamento incorporate all'interno dei codici di condotta, da parte dei soggetti aderenti⁴⁸⁰. Altre volte, però, è la loro posizione nel sistema giuridico-economico ad assegnare all'attività commerciale da essi svolta una vocazione generale, dalla quale scaturisce un problema radicale di legittimazione democratica: degno di

⁴⁸⁰ *Id.*, p. 35.

nota è il doppio ordine di perplessità che produce il rinvio da parte della IOSCO, già, di per sé organismo informale, agli *standard* contabili elaborati dallo IASB, che seppure interessato da un articolato processo di articolazione organizzativa e procedurale, non convince chi sostiene la necessità di un maggior coinvolgimento degli organi di indirizzo politico dei singoli Stati. L'applicazione delle coordinate tecniche, così elaborate, all'interno degli ordinamenti nazionali non deriva esclusivamente dalla spontanea adesione degli operatori economici alla prassi, ma può costituire anche l'esito di un processo di trasformazione delle stesse in vere e proprie norme giuridiche, da parte del legislatore. In tal senso, il recepimento in sede europea degli standard contabili si atteggia non soltanto a vero e proprio controllo successivo, ma anche a processo di "ratifica" di atti atipici, per il quale si finisce per accordare ad essi lo statuto normativo che ne corrisponde all'efficacia di fatto. Se le forme in cui si realizza possono, tutto sommato, considerarsi adeguate al livello tecnico delle norme in oggetto, è possibile dubitare dell'adeguatezza sostanziale dell'omologazione a innestare il requisito della legittimazione democratica in una procedura decisamente tecnocratica.

6.1. *Le agenzie di rating e il contratto*

Sul versante opposto rispetto al fenomeno di traduzione degli *standard* contabili IASB in regolamenti dell'Ue, ma nel quadro dello stesso problema dell'immedesimazione dei destinatari negli autori della regolazione economica, si situa l'efficacia "extracontrattuale" dell'attività commerciale delle agenzie di *rating*, i cui profili pubblicistici svelano un'ulteriore sfaccettatura della riconosciuta funzione istituzionale svolta dal diritto dei privati⁴⁸¹.

Le agenzie di *rating* sono imprese private, la cui attività principale consiste nella formulazione di pareri sulla solvibilità di un dato emittente (ovvero sulla profittabilità di un dato strumento finanziario). La loro *raison d'être* è da ricercarsi nell'asimmetria informativa che caratterizza i contratti finanziari e nella convenienza economica della delega a un terzo esperto dell'attività di monitoraggio sul complesso dei fattori che incidono sull'affidabilità di un determinato debitore⁴⁸². Il grande successo delle agenzie di *rating* deriva da una combinazione di fattori economici, giuridici, ma anche comportamentali, sia nella prospettiva di emittenti, che in quella degli investitori. Infatti, al *proprium* dell'attività svolta e, dunque, al

⁴⁸¹ P. LAZZARA, *op. cit.*, p. 1

⁴⁸² T.J. IV FITZPATRICK e C. SAGERS, *Faith-based financial regulation: a primer on oversight of credit rating organisations*, in *Administrative Law Review*, 2009, p. 581 s.

risparmio atteso dalla clientela⁴⁸³, si somma la (perdurante) struttura oligopolistica del mercato – nella quale la reputazione, da un lato, e il formale riconoscimento ad alcune agenzie iscritte in appositi albi tenuti dalle autorità di vigilanza competenti, dall’altro, agiscono come barriere principali all’ingresso di nuove imprese, presidiando lo strapotere delle cdd. *big three* (le autorevolissime Standard and Poor’s, Moody’s e Fitch)⁴⁸⁴ – e la versatilità del *rating*, che si presta all’un utilizzo sia per finalità regolatorie⁴⁸⁵, che per finalità commerciali, permette agli agenti economici di ottenere un duplice effetto con la minima spesa. Il ruolo informativo svolto dalle agenzie tende a realizzare anche una funzione *lato sensu* pubblica, ossia l’educazione finanziaria dell’investitore, che, acquistando «informazione derivata»⁴⁸⁶, raggiunge un miglior grado di consapevolezza rispetto al rischio che comporta l’operazione di suo interesse: detto profilo può suggerire l’inquadramento dell’attività del *rating* del credito tra le forme in cui si realizza la sussidiarietà orizzontale⁴⁸⁷, profilo che ricalca perfettamente la struttura policentrica della *governance* finanziaria sopra esposta. Infine, il fatto che i punteggi siano espressi in modo estremamente intuitivo permette la trasmissione immediata

⁴⁸³ Tale circostanza è particolarmente evidente nell’ambito del cd. *issuer pays model* (alternativo all’ *investor pays model*) secondo il quale è l’emittente a farsi carico dei costi del *rating*. Il modello si è affermato nel corso degli anni ’70 del secolo scorso è tra gli elementi che, secondo la dottrina, concorrono alla caratterizzazione del *credit rating* in termini di bene pubblico. Sul punto, si vedano D. KERWER, *Standardising as governance: the case of credit rating agencies*, in *Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter*, 2001, p. 9, www.coll.mpg.de/pdf_dat/2001_03online.pdf; C.M. BRUNER, *States, markets and gatekeepers: public-private regulatory regimes in an era of economic globalization*, in *Michigan Journal of International Law*, 2008, p. 135; M. SCHLICKENMAIER, *Basel III and credit risk measurement: variations among G20 countries*, in *San Diego International Law Journal*, 2012, p. 208; F. AMTENBRICK e K. HEINE, *Regulating credit rating agencies in the European Union - lessons from behavioural science*, in *The Dovenschmidt Quarterly*, 2013, n. 1, p. 3; A. HORSCH e J. KLEINOW, *Regulation of credit rating companies: an economic point of view II*, in *European Business Law Journal*, 2014, p. 262; G. FERRI e A. MORONE, *The effect of credit rating agencies on herd behaviour*, in *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 2014, p. 108.

⁴⁸⁴ E. MCCLINTOCK EKINS e M.A. CALABRIA, *Regulation, market structure, and role of the credit rating agencies*, in *Policy Analysis*, 2012, p. 6; F. AMTENBRINK e K. HEINE, *op. cit.*, p. 2. Sulla struttura oligopolistica del mercato del *rating*, si vedano i recenti US SEC, *Annual Report on Nationally Recognised Statistic Rating Organisations – as required by section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, 2014, pp. 10-11 www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf; Commissione Europea, *Study on the state of the credit rating market – Final report*, MARKT/2014/257/F4/ST/OP, 2016, p. 67, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/160101-study_en.pdf.

⁴⁸⁵ In particolare, l’Accordo di Basilea III permette alle autorità nazionali di utilizzare (anche) *unsolicited ratings* per finalità regolatorie – in questo caso, è evidente che per l’ente valutato il risparmio è massimo – a patto che la qualità dei giudizi non sia inferiore a quella dei tradizionali (e tradizionalmente usati) *solicited ratings* (BCBS, *Basilea III: Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010, www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf, p. 59).

⁴⁸⁶ A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e “certezze private”. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, 2010, p. 73.

⁴⁸⁷ Si veda D. SICLARI, *Tutela del risparmio*, cit., p. 86 s.; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 577.

dell'informazione relativa all'affidabilità della controparte e la comparazione tra diversi strumenti, orientandone, in questo modo, la domanda⁴⁸⁸.

Il contributo dell'industria del *rating*, almeno in principio, alla trasparenza dei mercati ha suggerito alla dottrina di accostare il risultato dell'attività di monitoraggio, che nasce commerciale, alle diverse modalità attraverso le quali si realizza la vigilanza (specie, inibitoria). Inoltre, la riconosciuta competenza tecnica e l'obiettività del giudizio ricordano da vicino l'*appeal* delle autorità amministrative indipendenti. Secondo questa impostazione, le agenzie sono *private gatekeepers*, "guardiani", categoria alla quale si suole ricondurre anche le società di revisione e, talvolta, anche i clienti e gli operatori concorrenti⁴⁸⁹. La contiguità tra la funzione di monitoraggio svolta dalle autorità di vigilanza e con quella svolta sotto forma di *private business* dalle agenzie di *rating* è ulteriormente corroborata da un fattore obiettivo di non poco conto. Nel Quadro Europeo di Valutazione del Merito del Credito (*European Credit Assessment Framework*), tra le diverse alternative ammesse in relazione alla certificazione dell'eligibilità delle garanzie finanziarie utilizzate nel corso di operazioni di politica monetaria – *rating* esterni (ECAI e *Third-party provider rating*) e al *rating* interno – figura anche il cd. Sistema per la valutazione della qualità dei crediti della Banca d'Italia⁴⁹⁰. La messa a punto dello strumento in esame non costituisce una peculiarità dell'esperienza italiana, dato che già nove banche centrali nazionali hanno sviluppato il proprio sistema di valutazione e ottenuto l'approvazione da parte dell'Eurosistema, che ne supervisiona il funzionamento. Nonostante sia estremamente limitato nello scopo – in quanto il sistema per la valutazione della qualità dei crediti non è utilizzabile dalle società finanziarie operanti sul mercato, ma solo ai fini delle operazioni di politica monetaria avviate, a livello centrale, dall'Eurosistema – esso risponde alla medesima funzione svolta dai *rating* privati, ossia quella di fornire una valutazione attendibile della qualità degli strumenti utilizzati a garanzia delle operazioni finanziarie. Dunque, la convergenza del Sistema (centralizzato) per la valutazione della qualità dei crediti intorno alla *ratio* del *rating* e la natura propriamente istituzionale degli sviluppatori di detto

⁴⁸⁸ KERWER, *op. cit.*, p. 12; C.M. BRUNER, *op. cit.*, p. 165 s.

⁴⁸⁹ U. MATTEI, *La tutela dell'investitore come strumento del capitalismo finanziario. Su alcuni modelli transnazionali di riferimento*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010, p. 217. Cfr. J. COFFEE, *Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reform*, in *Boston University Law Review*, 2004, pp. 308 ss., e E. MONACI, *op. cit.*, p. 14.

⁴⁹⁰ Banca d'Italia, *Il sistema per la valutazione della qualità dei crediti della Banca d'Italia*, in <www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/gestione-garanzie/qualita-crediti/sistema_valutazione_qualita_crediti_BI.pdf>.

sistema depone a tutto favore di una sistematica che, sulla base del concreto assetto del monitoraggio sui mercati e della *vis* creativa dell'attività sussidiaria dei privati, non distingue la sostanza degli effetti prodotti dal monitoraggio pubblico da quelli del *private gatekeeping*. Anzi, a onor del vero, il *rating* privato ha non soltanto un ambito applicativo più esteso, ma è anche maggiormente utilizzato. Di qui il problema dell'affidamento passivo (*mechanistic reliance*). È necessario prendere atto della circostanza che il *rating* è uno strumento di regolamentazione dei mercati finanziari e, in quanto tale, deve essere analizzato in questa sede.

Alla luce di queste premesse, sono tre le modalità principali attraverso le quali le agenzie di *rating* possono intervenire sull'autonomia privata.

Da un lato, le fonti tipiche – t.u.f., t.u.b. e regolamenti europei – talvolta rinviano ai giudizi di *rating* per determinare il rischio nel quale incorrono gli operatori e, di conseguenza, la disciplina ad essi applicabile (cd. utilizzo del *rating* per finalità di regolazione). In tale ipotesi, la dottrina ha suggerito che l'attività delle agenzie possa proiettarsi non soltanto nella direzione del singolo ente valutato, ma anche del mercato, trattandosi di *unsolicited ratings*: questo fattore confermerebbe la convenienza, dal punto di vista economico, nonché la versatilità del giudizio di *rating*, che permette il conseguimento di obiettivi regolamentari e contrattuali allo stesso tempo⁴⁹¹.

Dall'altro, come risultato della diffusione nella legislazione e nella prassi di settore del ricorso al *rating* per obiettivi sia di interesse pubblicistico che di natura commerciale, esso può atteggiarsi come vera e propria attività di *standard-setting*. Secondo questo modello, i suggerimenti forniti alla clientela per ottenere un determinato punteggio o per non subire un *downgrade* condizionano il comportamento anche dei terzi estranei al contratto che siano interessati al raggiungimento dei medesimi obiettivi: come suggerisce l'impostazione del problema, la costruzione del regime di responsabilità applicabile in questo ultimo caso può oscillare tra la tutela che deriva dalla teoria del contatto sociale e quella aquiliana⁴⁹².

Infine, in ambito contrattuale, è molto diffusa la previsione di clausole che integrano il contenuto ovvero condizionano l'efficacia successiva del contratto al mantenimento di un determinato punteggio, dette *rating triggers*. Questa tecnica valorizza al massimo la funzione di

⁴⁹¹ M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 262 s.

⁴⁹² Cfr. F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, pp. 1454-1460; F. VENOSTA, *Prestazioni non dovute, "contatto sociale" e doveri di protezione "autonomi"*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, p. 135, e Trib. Roma, 7 febbraio 2014, in *Danno e resp.*, 2015, p. 837, con nota di A. MAIETTA, *La responsabilità delle società di rating*.

monitoraggio delegato svolta dalle agenzie di *rating*, in quanto non soltanto fornisce al creditore un segnale di allerta in caso di deterioramento della sua pretesa: se il deterioramento del punteggio è qualificato come inadempimento specifico (*event of default*), il suo verificarsi può causare, a catena, lo scioglimento dei rapporti instaurati tra lo stesso debitore colpito e terze parti, qualora in questi ultimi contratti siano state inserite clausole di *cross-default*, ossia di insolvenza incrociata⁴⁹³.

Prima di analizzare questi tre aspetti, è necessario chiarire le ragioni della diffidenza che suscita l'affidamento a questa forma di *governance* privata della *ratio* ispiratrice della riforma della sua regolamentazione, che trova origine nell'attività di indirizzo politico del G20 e in quella di *standard-setting* dell'IOSCO e del FSB.

All'industria del *rating* è stato attribuito un ruolo importante nella crisi finanziaria degli anni 2007-2008, dovuto *in primis* all'inidoneità delle metodologie adoperate in relazione ai prodotti strutturati e ai conflitti di interesse scaturiti dal coinvolgimento delle agenzie nella fase di "confezionamento" di tali prodotti, durante la prestazione dei cdd. servizi ancillari⁴⁹⁴. In secondo luogo, gli improvvisi *downgrades* hanno causato variazioni imprevedute e significative della composizione del portafoglio degli investitori, effetto amplificato dalla presenza di *rating triggers* e clausole di *cross default* nei contratti finanziari⁴⁹⁵. A ciò si aggiunga che le agenzie sono accusate di essere al contempo causa ed oggetto di comportamenti gregari: da un lato, infatti, la dottrina ha applicato i risultati raggiunti dall'economia e dalla finanza comportamentale – e segnatamente, le teorie della razionalità limitata, l'*offloading effect*, il *lulling effect* – alla fiducia incondizionata che gli operatori dei mercati finanziari hanno dimostrato di riporre nel *rating*⁴⁹⁶; dall'altro lato, è stato osservato che durante la crisi i giudizi delle *big three* hanno

⁴⁹³ Sulle clausole di *cross default*, si veda, per tutti, L.C. BUCHEIT, *How to negotiate cross-default clauses*, in *International Finance Law Review*, 1993, n. 12, p. 27 ss.

⁴⁹⁴ Si vedano L. WHITE, *The credit rating agencies: understanding their central role in the subprime debacle of 2007-2008* – *Working papers 09-06 New York University Leonard N. Stern School of Business Department of Economics*, 2009, p. 11, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434483; J.D. AMATO e C.H. FURFINE, *Are credit ratings procyclical?* – *BIS Working papers No. 129*, 2003, pp. 2644-2646, www.bis.org/publ/work129.pdf; T.J. IV FITZPATRICK e C. SAGERS, *op. cit.*, p. 50; C.M. BRUNER, *op. cit.*, p.145. Nello spazio giuridico europeo, il regolamento n. 1060 del 2009 (CRA) ha introdotto norme specifiche volte alla prevenzione, attraverso accorgimenti di tipo organizzativo e informativo, di conflitti di interesse.

⁴⁹⁵ R. VAN DE CALSEJIDE, *Quis custodiet ipsos custodes? The regulation of sovereign ratings by Regulation 462/2013*, in *International Trade and Law Regulation*, 2014, pp. 13, 17.

⁴⁹⁶ P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 15, inserisce la razionalità limitata tra i fallimenti del mercato che, in quanto tali, giustificano la regolazione. In una diversa prospettiva, che tende, invece, a favorire l'autoregolazione, F. AMTENBRINK e K. HEINE, *op. cit.*, p. 5; O. JUURIKALA, *The behavioural paradox: why investor irrationality calls for lighter and simpler financial regulation*, in *Fordham Journal*

presentato un allineamento sospetto, che, se dai piú ottimisti è associato alla mera adozione di metodologie analoghe, da buona parte degli studiosi è stato letto come una tecnica di distribuzione del costo reputazionale di *rating* inaccurati⁴⁹⁷.

Con queste premesse, la scala globale della crisi ha sollecitato una stagione di riforme nella legislazione di settore. È l'IOSCO a portare in auge la materia, pubblicando, prima del collasso, i *Principles for the activities of credit rating agencies* e, a stretto giro, il piú dettagliato *Code of conduct fundamentals*, entrambi orientati a garantire trasparenza, indipendenza e accuratezza del *rating*⁴⁹⁸. È sempre la IOSCO a inaugurare i lavori del G20 e del FSB, con il *Report on the role of credit rating agencies in structured finance markets*.

Nel mese di maggio 2009, il G20 si riunisce a Washington per discutere sullo stato dei mercati finanziari e, con l'occasione, identifica cinque principi fondamentali sui quali deve basarsi la regolazione a venire, prevedendo che, rispetto alle agenzie di *rating*, essa si incentri sulla prescrizione di requisiti di trasparenza e di affidabilità nel breve termine e sulla previsione di una sorveglianza piú attenta nel medio termine⁴⁹⁹. Particolarmente importante, però, alla luce del ruolo propulsivo che ha assunto rispetto alla legislazione di settore europea, è la sfida lanciata dal FSB nel 2010.

Nei *Principles for reducing reliance on CRA ratings* (lett. Principi per ridurre la dipendenza dai *rating*), il *Board* propone ai propri membri di ridimensionare l'affidamento che gli operatori economici ripongono su detti giudizi, attraverso l'identificazione di alternative idonee a prenderne il posto tanto nella regolazione, quanto nella prassi contrattuale. In un primo momento, non viene fissato un termine finale per l'implementazione delle riforme prescritte: semplicemente, il *Board* riferisce i progressi dei vari Stati al G20, sottolineando, però, che l'obiettivo è ancora lontano⁵⁰⁰. In seguito, nel 2012, il FSB redige una "tabella di marcia" allo scopo di scandire e accelerare il processo di implementazione, che avrebbe dovuto, in ogni

of *Corporate and Finance Law*, 2012, pp. 33, 40-44, 50; J.B. ENGELMANN et Alii, *Expert financial advice neurobiologically "offloads" financial decision-making under risk*, in *PLOS ONE*, 2009, p. 10

⁴⁹⁷ Cf. T.J. IV FITZPATRICK e C. SAGERS, *op. cit.*, p. 590; S. LUGO, A. CROCE e R. FAFF, *Herding behaviour and rating convergence among credit rating agencies: evidence from the subprime crisis*, in *Review of Finance*, 2015, pp. 1719, 1730-1731, e Commissione Europea, *Study on the state of the credit rating market*, cit., p. 8.

⁴⁹⁸ R.S. KARMEL, *op. cit.*, pp. 175 ss.

⁴⁹⁹ G20, *Declaration on strengthening the financial system*, 2 aprile 2009, www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf.

⁵⁰⁰ FSB, *Overview of progress in the implementation of the G20 Recommendations for strengthening financial stability – Report of the Financial Stability Board to the G20 Leaders*, 4 novembre 2011, p. 27, www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104.pdf?page_moved=1.

caso, esaurirsi entro il 2015⁵⁰¹. La Commissione europea risponde con un piano di azione che investe sia il livello legislativo, che quello del *design* istituzionale, individuando nel 2020 il nuovo termine conclusivo del processo⁵⁰². Di conseguenza, il legislatore europeo emana il reg. CRA III, che sottopone le agenzie di *rating* a una disciplina diretta e dettagliata. Nel dicembre 2015 la Commissione pubblica, infine, lo *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings* che descrive uno stato dell'arte nel quale, appunto, i giudizi delle agenzie di *rating* sono (e verosimilmente saranno) ancora al cuore dei mercati finanziari, sia sotto forma di strumenti di regolazione ufficiale, attraverso il rinvio che ad essi opera la legislazione vigente⁵⁰³, che sotto forma di strumenti di regolazione *extra ordinem*, cioè attraverso l'attività di *standard-setting* privato e i *rating triggers*.

6.1.1. La dimensione regolatoria del rating

Le modalità attraverso le quali le agenzie di *rating*, nonostante la natura privatistica, possono alterare il dispiegarsi della libertà contrattuale sui mercati finanziari sono classificabili in ordine di decrescente generalità: dalla delega ufficiale di funzioni regolatorie, all'efficacia "esterna" degli *outlook* e delle relazioni di accompagnamento al giudizio di *rating*, fino all'inserimento dei *rating trigger* nel regolamento contrattuale, in quest'ultimo caso, nella triplice dimensione della contrattazione individuale, della contrattazione di massa e degli usi.

L'utilizzo regolamentare del *rating* risale alla metà degli anni '30 del secolo scorso, quando le autorità di regolazione statunitensi hanno cominciato a prendere in prestito la competenza delle agenzie per disciplinare il mercato dall'interno e ad essere ufficialmente sponsorizzate

⁵⁰¹ FSB, *Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings – FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 5 novembre 2012, www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121105b.pdf?page_moved=1.

⁵⁰² Commissione – Direttorato generale Mercato interno e servizi, *EU Response to the FSB – EU Action plan to reduce reliance on credit rating agency (CRA) ratings*, 16 maggio 2014, pp. 4-6, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf.

⁵⁰³ È appena il caso di riportare il progresso dei lavori di aggiornamento dell'attualmente vigente pacchetto CRD/CRR IV, da parte della Commissione europea (Commissione europea, Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council amending reg. 575/2013, COM(2016) 850 final, 23 novembre 2016) nel senso della conferma dell'uso regolatorio del rating. Sulla scorta degli indirizzi elaborati in seno al Comitato di Basilea a cavallo del 2015-2016 (Comitato di Basilea, *Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk – consultative document*, 2014, www.bis.org/bcbs/publ/d307.pdf, p. 23, 26 e 29, e, per tutti i commenti pervenuti, Associazione Bancaria Italiana, *Comments on Basel Committee on Banking Supervision Consultation paper "Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk"*, 2015, p. 3), la Commissione ha proposto la revisione del quadro normativo di riferimento in materia di determinazione dei requisiti minimi di capitale, esplicitando la necessità di allineare la legislazione in vigore ai lavori del Comitato nei considerando nn. 2, 23 e 25 della proposta di revisione in parola.

attraverso il sistema statunitense del Nationally Recognised Statistic Organisations (NRSOs)⁵⁰⁴. Ha, poi, raggiunto la massima popolarità con l'adozione, da parte del Comitato di Basilea, del Nuovo accordo sui requisiti minimi di capitale (Basilea II), nel 1999, nell'ambito del quale il *rating* costituisce la base per il calcolo del rischio di credito secondo il metodo standard⁵⁰⁵. Ancora oggi, nel contesto europeo, il pacchetto CRD IV-CRR prevede che, ai fini della determinazione dei requisiti minimi di capitale da detenersi da parte delle istituzioni creditizie, il rischio di credito possa essere ponderato mediante il metodo standard oppure – in genere, nel caso di imprese molto sofisticate – attraverso quello denominato *Internal Risk-Based*. Un sistema sostanzialmente analogo è adottato nel quadro della recente direttiva denominata Solvency II, che si applica alle imprese di assicurazione⁵⁰⁶. Al *rating*, tuttavia, fa anche rinvio la normativa nazionale in materia di requisiti di forma che devono accompagnare la circolazione di prodotti finanziari sul mercato, ossia la loro successiva rivendita (cd. *reselling*) ex art. 100-bis, comma 4, t.u.f. In quest'ultima ipotesi è riscontrabile una forma di intervento sull'autonomia privata complementare a quella prevista dagli artt. 95 e 98-*quater* t.u.f., che attribuiscono alla Consob il potere di specificare con proprio regolamento gli oneri informativi ai quali è soggetta l'offerta pubblica di strumenti e prodotti finanziari: analogamente, infatti, il punteggio di rating influenza il livello di dettaglio delle informazioni richieste. Così, la definizione degli oneri di «forma informativa» – che nel primo capitolo sono stati esaminati nell'ottica della strumentalità rispetto ai principi di correttezza e trasparenza nel settore dell'intermediazione mobiliare – non soltanto è delegata all'autorità di vigilanza, che procede a specificarli con regolamento, ma si attenua, se i titoli obbligazionari oggetto di rivendita siano stati emessi da Stati membri dell'OECD con classamento creditizio di qualità bancaria (*investment grade*) assegnato da almeno due agenzie di *rating* registrate nel sistema ECAI – ovvero i cui *rating* siano stati avallati da agenzie registrate nel sistema

⁵⁰⁴ E. MCCLINTOCK EKINS E M.A. CALABRIA, *op. cit.*, pp. 7-8. Il processo è stato favorito dal prestigio che le agenzie avevano assunto nel periodo successivo alla crisi del 1929, che, paradossalmente, non erano riuscite a presagire (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 411).

⁵⁰⁵ D. KERWER, *op. cit.*, p. 18; C.M. BRUNER, *op. cit.*, pp. 165-170; R.S. KARMEL, *IOSCO's response to the financial crisis*, in *Journal of Corporate Law*, 2012, p. 867.

⁵⁰⁶ P. VAN ROY, *Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II – European Central Bank Working paper series no. 507*, Francoforte, 2005, pp. 29-33, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp517.pdf?6d91d46f21c928dd5508592da2ab3027; Commissione, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings – Final report*, dicembre 2015, pp. 25, 35, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/151201-study_en.pdf.

ECAI⁵⁰⁷. Il potere tecnico delle agenzie di *rating* assume, in questo caso, non soltanto uno status quasi-regolamentare, ma anche un costo a carico dell'emittente, in termini di *compliance*, nel caso in cui non sia raggiunto il punteggio stabilito dall'art. 100-*bis*, comma 4, t.u.f. e, dunque, rivivano gli obblighi di forma richiamati in via generale dal comma 2. Allo stesso modo, si ripropongono tutte le perplessità che circondano la delega in bianco di potestà normative alle autorità indipendenti, il cui risultato, in questo caso contenuto nel regolamento Consob n. 16190 (in relazione agli intermediari finanziari), può essere a sua volta disapplicato dall'esercizio di un'attività discrezionale privata, appunto, il *rating*.

Secondo alcuni, l'utilizzo del *rating* per finalità regolatorie avrebbe modificato la composizione del capitale reputazionale delle agenzie certificate, poiché in quest'ultimo caso, l'*endorsement* da parte delle autorità ufficiali, renderebbe meno necessaria, per la sopravvivenza sul mercato, la produzione di giudizi accurati⁵⁰⁸.

La situazione appena descritta può portare l'interprete a interrogarsi sulla praticabilità di un'intensificazione delle forme di controllo pubblico sull'esercizio dell'autonomia privata, stavolta, da parte delle agenzie di *rating*. Due ordini di considerazioni, tuttavia, portano alla luce le difficoltà che ne conseguirebbero.

Quanto al primo, vale la pena ricordare che tutti gli argomenti esposti in relazione al perimetro costituzionale dell'autonomia contrattuale trovano applicazione anche a favore delle agenzie di *rating*, specialmente dal momento che – si assume, in buona fede – esse continuano a qualificare i propri giudizi come “opinioni” e, in questo modo, a trasferire la responsabilità dell'utilizzo di tali opinioni sui fruitori, pubblici e privati, che consapevolmente vi fanno affidamento⁵⁰⁹. Si può, ciononostante, instaurare un parallelo tra la tesi che identifica nel *rating* una forma di informazione e, dunque, la natura di bene pubblico⁵¹⁰, e l'art. 41,

⁵⁰⁷ Le Agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI) sono le agenzie di *rating* qualificate per fini regolatori, ex art. 81, dir. 2006/48/EC del Parlamento europeo e del consiglio del 14 giugno 2006 (CRD). Il circuito ECAI è stato istituito per «garantire l'indipendenza, la conformità a parametri predefiniti e la trasparenza della metodologia adottata» (A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 80).

⁵⁰⁸ P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 412.

⁵⁰⁹ F. PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in F. YASUYUKI e R.E. LITAN (a cura di), *Financial gatekeepers: can they protect investors? – San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, Washington-Tokyo, 2006, pp. 83-89; M. FRANZONI, *L'illecito*, 2^a ed., in *Trattato della resp. civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2010, p. 1046; R.S. KARMEL, *op. cit.*, p. 867.

⁵¹⁰ Infatti, la natura stessa dell'informazione, che non permette, una volta trasmessa, lo *ius excludendi alios* rende poco conveniente scambiare l'informazione come se fosse un bene privato. La non divisibilità e la non escludibilità, invece, consentono l'inquadramento tra i beni pubblici (P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, pp.

comma 3, cost. – che individua nei fini sociali l’obiettivo dell’indirizzo e del coordinamento dell’iniziativa economica privata attraverso la legge – e, di questo passo, includere, tra gli obiettivi della regolazione economica, la promozione della qualità⁵¹¹ e dell’affidabilità del *rating*. Un approccio di questo tipo, peraltro, ricalca alla lettera l’art. 1, par. 1, reg. CRA III. Lo stesso regolamento, allo scopo, propone due tecniche alternative: da un lato, il ridimensionamento del ruolo delle agenzie di *rating* sul mercato, attraverso l’eliminazione del loro *status* privilegiato derivante dall’esercizio di poteri semi-regolatori e il libero dispiegarsi delle dinamiche concorrenziali (considerando n. 11 e art. 39, par. 5 lett. e) f), CRA III)⁵¹²; dall’altro, l’*insourcing* dell’attività di *credit rating*, attraverso l’istituzione di un organismo pubblico *ad hoc* (art. 39b, par. 2, CRA III)⁵¹³. Entrambi i percorsi, tuttavia, sono impraticabili, anche se per ragioni diverse.

Nel primo caso, la struttura oligopolistica del mercato impedisce l’ingresso di nuovi concorrenti, alla luce anche del fatto che – come prova la recentissima “Proposta di revisione del metodo standard per il rischio di credito”, pubblicata dal Comitato di Basilea⁵¹⁴ – le barriere legali, ossia la previsione che il *rating* adottato per fini regolatori sia di provenienza certificata ECAI, non sarà affatto eliminata nel medio termine. Inoltre, un aumento di

330-332; A. DI AMATO, *La responsabilità da informazione economica inesatta di società di revisione, intermediari finanziari e banche*, in *Dir. econ. mezzi comunicaz.*, 2003, p. 1831). Evidenzia P. PERLINGIERI, *L’informazione come bene giuridico*, cit., p. 332, che, in quanto tale, il bene “informazione”, in senso economico, risponde al bisogno umano di conoscenza. Si vedano, inoltre, con particolare riferimento all’informazione prodotta e diffusa dalle agenzie di *rating*, C.M. BRUNER, *op. cit.*, p. 135; J. DUAN e E. VAN LAERE, *A public good approach to credit ratings – from concepts to reality*, in *Journal of Banking and Finance*, 2012, p. 3239 s.; F. AMTENBRINK e K. HEINE, *op. cit.*, p. 3; O.M. CALLIANO, *op. cit.*, p. 5. Il *rating* è qualificato in termini di bene pubblico anche in IMF, *Global financial stability report – Sovereigns, funding and systemic liquidity*, ottobre 2010, p. XIII. Più in generale, «l’informazione, una volta diffusa, diviene un bene pubblico, perché non è possibile, in assenza di una regolazione [...] trattenere gli effetti economici positivi associati alla sua creazione» (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 12).

⁵¹¹ L’apprestamento di una particolare tutela diretta intorno all’obiettivo di un’informazione economica affidabile perché veritiera dimostra, ancora una volta, al giorno d’oggi, il rilievo giuridicamente autonomo del bene “informazione”. Sul punto, P. PERLINGIERI, *L’informazione come bene giuridico*, cit., p. 329.

⁵¹² In dottrina, si vedano S. ABDURAKHMANOVA, *Using unsolicited ratings to regulate the credit rating agencies*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2013, pp. 474-476; S. MÖRKÖETTER, R. STEBLER e S. WESTERFELD, *Competition in the credit rating industry: benefits for investors and issuers – University of St. Gallen School of Finance Research Paper n. 5*, San Gallo, 2015, p. 33.

⁵¹³ G. DEIPENBROCK, *Trying or falling better next time? The European legal framework for credit rating agencies after its second reform*, in *European Business Law Review*, 2014, p. 218. Tra le principali “variazioni sul tema”, si confronti la proposta di I.H. CHIU, *Credit rating agencies in the EU: in search of a coherent regulatory regime*, in *European Business Law Review*, 2014, p. 2014, la quale esamina i vantaggi connessi all’istituzione di un’agenzia europea in mano pubblica, e quella di D. CASH, *The international non-profit credit rating agency: the viability of a response*, in *The Company Lawyer*, 2016, pp. 198-200, che, invece suggerisce l’omologazione di un organismo non-profit esistente. Quest’ultima ipotesi, tuttavia, si scontra con l’assetto oligopolistico del mercato e, specialmente, con lo “scoglio” costituito dal fattore reputazionale.

⁵¹⁴ Comitato di Basilea, *Revision to the standardised approach for credit risk – Second consultative document*, dicembre 2015, pp. 23, 26, 29, www.bis.org/bcbs/publ/d347.pdf.

concorrenzialità, piuttosto che migliorare la qualità del prodotto offerto sul mercato, può favorirne un progressivo deterioramento, come sostenuto dai fautori della teoria del *rating shopping*⁵¹⁵. Sullo sfondo resta il favore che i regolatori hanno dimostrato nei confronti del *rating*, a fronte della diffidenza, invece, rispetto ai metodi alternativi.

Nel secondo caso, vale la pena richiamare, per il livello nazionale della vigilanza, l'esperienza condotta dalla Consob nella direzione dell'*insourcing*, culminato nel 2010 in una relazione conclusiva, ancora consultabile *online*⁵¹⁶. Si tratta del progetto SAFIR (Sistema di Analisi Finanziaria e Rating), consistente nell'analisi centralizzata del rischio degli emittenti⁵¹⁷, tuttavia, mai più ripetuta. A parte l'evidente incompatibilità della soluzione proposta con gli obiettivi preconcorsenziali caratteristici della regolazione economica europea, sopra riferiti, uno studio recentemente condotto dalla Commissione⁵¹⁸ ha evidenziato che l'istituzione di un'agenzia di *rating* pubblica si accompagnerebbe a costi sproporzionati, rispetto ai benefici prodotti (si pensi al livello di *expertise* che richiesto agli impiegati e all'aumento delle spese), e potrebbe, nondimeno, causare lo stesso inconveniente riscontrato dagli *standard setters* all'indomani della crisi, ossia l'affidamento meccanico al *rating*, laddove un'attenta valutazione del rischio di credito alla luce della metodologia più adatta tra le alternative esistenti avrebbe costituito l'approccio più razionale. Tra queste, particolarmente indicata per valutare l'affidabilità degli Stati emittenti è la classificazione *risk-based* operata proprio dall'OECD, come riportato dalla Commissione europea nello Studio sulla fattibilità delle alternative al *rating* di dicembre 2015⁵¹⁹. Questo passaggio conduce al secondo ordine di perplessità al quale si faceva riferimento nelle pagine che precedono, e cioè, la fattibilità dell'abolizione del *rating* per uso regolamentare.

La sostituzione del richiamo al *rating* di cui all'art. 100-*bis*, comma 4, t.u.f. con la misura appena riferita presenterebbe il vantaggio di bypassare tutti i problemi considerati, attraverso il trasferimento della "responsabilità" legata al merito del giudizio di credito a un'organizzazione internazionale dotata di un vero e proprio mandato, di esperienza nel

⁵¹⁵ A. HORSCH, *op. cit.*, p. 244.

⁵¹⁶ www.consob.it/documents/46180/46181/rel2010.pdf/d56b01dd-94dd-46da-8e27-7db0cd9f121d

⁵¹⁷ C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, p. 43.

⁵¹⁸ Commissione Ue, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Appropriateness of the development of a European creditworthiness assessment for sovereign debt*, COM (2015) 515 final, p. 16 s., <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-515-EN-F1-1.PDF>

⁵¹⁹ Commissione, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings*, cit., p. 52.

settore e di tutti i meccanismi di rendicontazione del caso. Resta, tuttavia, sullo sfondo, un po' di perplessità.

È indiscutibile l'opportunità di orientare gli investitori attraverso la loro "educazione", in maniera tale da radicare un approccio più consapevole e accorto al rischio. Nell'assenza di un attore istituzionale investito di tale compito informativo, l'attività delle agenzie di *rating* può trovare protezione alla "penombra" del principio di sussidiarietà orizzontale (art. 118, comma 4, cost.), per il quale «dove non occorre la legge [...] soccorre l'autonomia privata», a patto che ricorra di una duplice condizione: che non vi sia un sovraccarico di funzioni a quel livello (privato); che esso sia all'altezza delle aspettative connesse al bene comune considerato⁵²⁰. A tal fine, non costituisce un ostacolo l'indirizzo commerciale dell'attività di formulazione del giudizio di *rating*, se la produzione di un'utilità a favore della collettività soddisfa il requisito dell'interesse generale dell'attività svolta⁵²¹. Potrà, a questo punto, soltanto discutersi dell'adeguatezza dello strumento privato rispetto al fine e, di riflesso, dell'inadeguatezza dell'eventuale alternativa pubblicistica. In questo senso, il valore giuridico del *rating* è supportato dalle norme che ad esso fanno rinvio e dalla funzione segnaletica, concretamente svolta sul mercato: queste circostanze, se, per un verso, alimentano la reputazione delle agenzie, per l'altro, ingenerano aspettative altrettanto rilevanti, da un punto di vista giuridico, nella sfera degli operatori del settore⁵²². La sussidiarietà orizzontale, tuttavia, non offre un riparo definitivo dalle ingerenze statali: come ammesso anche dai suoi più fervidi fautori, l'autonomia, che tendenzialmente ammantava l'iniziativa economica privata, soccombe al cospetto delle finalità sociali richiamate dall'art. 41, comma 3, cost.⁵²³. Nel caso di specie, l'operazione di bilanciamento tra valori sarà particolarmente delicata, dal momento che il *favor* rispetto all'attività dei privati *per* i privati e l'apparente impossibilità di ridimensionamento dell'importanza che da questi è attribuita al *rating*, da un lato impone al legislatore di

⁵²⁰ D. SICLARI, *Tutela del risparmio*, cit., p. 88, e E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., pp. 577 e 583.

⁵²¹ *Id.*, p. 265.

⁵²² A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 84. Nella stessa direzione V. RENZULLI, *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, nota a App. Milano, 17 maggio 2012, e Trib. Napoli, 13 febbraio 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 316. In questo specifico frangente, è evidente che l'interesse alla correttezza dell'informazione economica è strumentale alla realizzazione di obiettivi più complessi (P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 334).

⁵²³ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 578.

(ri)consegnare al mercato uno strumento di informazione e di educazione efficace e non solo efficiente, dall'altro vede lo stesso legislatore in condizioni di stallo.

In aggiunta, allo stato, anche se l'estensione della disciplina nazionale sul procedimento amministrativo ai privati preposti all'esercizio di attività amministrative, *ex art. 1, comma 1-ter*, legge n. 241 del 1990, non opera nei confronti delle agenzie di *rating* – stanti, in via generale, il problema della giurisdizione e, nel particolare, il ricorso operato molto frequentemente in via meramente informale al *rating* – il legislatore europeo è intervenuto a dettare regole procedurali e organizzative molto stringenti con il reg. CRA III⁵²⁴. L'approccio seguito ricorda da vicino il sistema prescelto dal legislatore nazionale per garantire l'imparzialità e il buon andamento delle autorità indipendenti, così sfumando ulteriormente la linea di demarcazione tra il piano d'azione delle autorità ufficiali e quella delle autorità di fatto.

6.1.2. Agenzie di rating e private standard-setting

Come si è chiarito nelle pagine che precedono, le agenzie di *rating* combinano autorevolezza ad autorità di fatto. Un'interessante conseguenza di quest'ultimo aspetto è il riscontro, nello svolgimento concreto del giudizio di merito del credito, di un'efficacia "esuberante" rispetto ai termini soggettivi dell'operazione valutata. Se, da un lato, è evidente che il modello teorico, secondo il quale le agenzie sarebbero *standard setters* privati, si scontra con il principio di relatività degli effetti del contratto, dall'altro, è altrettanto evidente che un approccio rigido al problema del rapporto tra autonomia privata ed eteronomia nel settore finanziario non può che rivelarsi insufficiente⁵²⁵.

⁵²⁴ E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, cit., p. 578. Nella stessa direzione si è mosso il legislatore nazionale in relazione alle società di revisione (art. 163 t.u.f.), che, come le agenzie di *rating*, sono considerate *gatekeepers*, ossia «custodi che sorvegliano e sovrintendono all'accesso ai mercati finanziari e al loro regolare e giusto andamento» (L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012, p. 357), in base alla definizione di J. COFFEE, *op. cit.*, p. 308 ss. Sul punto, C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, p. 50 s. È stato osservato come le regole e i principi così predisposti finiscano per «standardizzare» l'attività valutativa delle agenzie di *rating*. Sul punto, M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 274.

⁵²⁵ V. ROPPO, *Il contratto*, 2ª ed., in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2011, p. 530 ss. Come segnalato dalla dottrina, la qualifica di terzo detentore di un interesse giuridico rilevante rispetto agli effetti del contratto non è costante, ma si fonda sulla riconoscibilità, a seconda dei casi, non soltanto dell'interesse protetto di cui è portatore il terzo, ma anche del rapporto controverso, che può, in concreto, essere preordinato ovvero del tutto indipendente dalla situazione del terzo. Così, la posizione di quest'ultimo può assumere quattro configurazioni principali, che spaziano tra parte sostanziale del rapporto scaturente dal contratto (pur restando ad esso estraneo), a portatore di un interesse subordinato a quello di un contraente, a titolare di una posizione giuridica indipendente e incompatibile con gli effetti del negozio, fino a titolare di una posizione giuridica virtualmente compatibile con la regolamentazione di interessi scaturente da contratto, legittimato a

Secondo la tesi che rinvia nei giudizi di *rating* caratteristiche para-normative, questi sarebbero dotati di una funzione di indirizzo che non si rivolge soltanto alle scelte di investimento o l'organizzazione aziendale dell'entità valutata – che hanno un interesse diretto a conoscere le condizioni al ricorrere delle quali possono andare incontro a un *downgrade* o a un *upgrade* – ma, laddove gli *outlook* di accompagnamento ai giudizi sintetici veri e propri siano resi pubblici, essi genererebbero l'aspettativa anche nei terzi, di conseguire un determinato punteggio in conseguenza all'adozione delle misure indicate in tali documenti⁵²⁶. Per recuperare la nomenclatura utilizzata nella battute finali del primo capitolo, alle relazioni di accompagnamento ai giudizi di credito, gli operatori economici attribuirebbero la natura di atti di ricognizione delle *best practices* nel loro settore di competenza⁵²⁷.

Diversamente dagli *standard* di tipo... standard, quelli elaborati dalle agenzie di *rating* sarebbero assistiti da due tipi di sanzioni in caso di inottemperanza. La dottrina discorre di *first-party enforcement*, con riferimento al *downgrade* operato dalla stessa agenzia emittente il giudizio, e di *third-party enforcement*, con riferimento all'aggravamento del regime applicabile, nelle aree di mercato in cui il *rating* sia adoperato anche per fini regolatori⁵²⁸. Tre sono le problematiche connesse al modello in parola. La prima deriva dal coordinamento tra l'efficacia extracontrattuale dei giudizi, che possono essere frutto di *ratings* non richiesti (cdd. *unsolicited*) ovvero essere addirittura indirizzati a terzi, e il principio della relatività degli effetti del contratto, specialmente ai fini dell'identificazione del regime di responsabilità applicabile. Questo aspetto sarà affrontato nel capitolo finale di questa ricerca, in cui si indagherà il regime della responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti, sotto forma di *standards* privati. Le altre due, invece, derivano dalla (remota) possibilità dell'incoerenza tra giudizi emessi dalle *big three*.

reagire nel caso in cui essa si riveli, a un tratto, pregiudizievole. In altre parole, il principio della relatività degli effetti del contratto opererebbe nella sua pienezza solo con riguardo ai cdd. effetti diretti, che, in quanto tali, scaturiscono dal contratto stesso e non dalla dimensione sociale dell'ordinamento giuridico (Cfr. M. FRANZONI, *Il contratto e i terzi*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2ª ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, pp. 1187-1191, e, per un'applicazione pratica, F. MASCHIO, *Effetti del contratto verso terzi e responsabilità per illecito* antitrust, in *Giust. civ.*, 2012, p. 428 ss.). Sulle eccezioni al principio di relatività previste già dal codice civile, M. GIORGIANNI, *La partecipazione del terzo al rapporto obbligatorio – Parte prima. Principio di relatività e partecipazione del terzo*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, pp. 1070-1072. Sulla progressiva erosione del principio in parola, E. MOSCATI, *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, pp. 357-261.

⁵²⁶ D. KERWER, *op. cit.*, pp. 8-10; G. FERRI e A. MORONE, *op. cit.*, p. 124.

⁵²⁷ M. DE BELLIS, *op. cit.*, p. 150.

⁵²⁸ D. KERWER, *op. cit.*, pp. 5-17.

In caso di difformità di giudizio, il carattere – più che mai – informale degli *standard* privati non ammette una soluzione univoca, stante l'assenza di gerarchia e di strumenti di coordinamento applicabili alle imprese oligopoliste⁵²⁹. Nella prospettiva dell'uso del *rating* a fini regolatori, detta possibilità presta il fianco all'arbitraggio regolamentare, mentre in quella contrattuale dei *rating triggers* può condurre il creditore a preferire il punteggio più basso e a scatenare l'aggiornamento, ovvero lo scioglimento del rapporto, a seconda della qualificazione giuridica della clausola che ne disponga⁵³⁰.

6.1.3. *I rating triggers e il contratto. Proposte di inquadramento sistematico*

Gli agenti economici adoperano il *rating* per fini regolamentari, ma anche per disciplinare i contratti finanziari di cui sono parte. La diffusione dell'utilizzo contrattuale del *rating* è figlia di tutti i fattori economici, giuridici e comportamentali descritti in apertura di questo paragrafo e riflette un'immagine molto nitida dell'influenza riflessa che le imprese ritenute più sofisticate e all'avanguardia spiegano su rapporti rispetto ai quali sono formalmente estranee.

In generale, i *rating* del credito sono comunemente inseriti dai privati nei contratti di cui sono parte per realizzare tre funzioni fondamentali: in primo luogo, nel mandato conferito all'intermediario finanziario, proteggono il mandante da investimenti ritenuti rischiosi. In questo modo, l'intermediario è obbligato a non investire in servizi e prodotti che riportino un giudizio inferiore a una determinata soglia. In secondo luogo, i *rating* concorrono alla definizione dei contratti accessori o dei derivati finanziari, secondo lo schema della determinazione dell'oggetto contrattuale tramite rinvio a un fattore esterno al contratto⁵³¹. In terzo luogo e, nella prospettiva della protezione della posizione dell'investitore, i *rating* possono condizionare la sorte del rapporto di credito, sia se espressamente richiamati da una clausola contrattuale che se sotto forma di prassi normalmente riconosciuta sul mercato⁵³². I *rating triggers* rientrano in questa ipotesi, che, molto diffusa nei contratti di finanziamento e

⁵²⁹ *Id.*, p. 24.

⁵³⁰ P. VAN ROY, *op. cit.*, pp. 29-33, e F. PARMEGGIANI, *Rating triggers, market risk and the need for more regulation*, in *European Business Law Review*, 2013, p. 451.

⁵³¹ A. CATAUDELLA, *I contratti - parte generale*, 3a edizione, Torino, 2009, p. 116; A. CONFORTI, *L'oggetto*, in AA. VV., *Il contratto*, a cura di P. Fava, Milano, 2012, pp. 805-806; F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, pp. 73-88. Quanto ai requisiti formali del contenuto contrattuale individuato *per relationem*, si veda P. GALLO, *Art. 1470 – nozione*, in AA. VV., *Dei singoli contratti (artt. 1470-1577)*, vol. 1, t. 1, a cura di D. Valentino, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Milano, 2011, p. 108 ss.

⁵³² Commissione, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings*, cit., pp. 27-33.

negli *swap*, è definita dalla Commissione europea come la forma più pericolosa che il *rating* può assumere a livello contrattuale: essi, infatti, normalmente si accompagnano a clausole di insolvenza incrociata e all'assenza di misure mitigatrici delle reazioni a catena innescate da queste forme di automatismo⁵³³.

I *rating triggers* sono una particolare categoria di clausole, comuni nei contratti di finanziamento e nei titoli obbligazionari, in forza delle quali il debitore si impegna a conservare il proprio punteggio di *rating* al di sopra della soglia specificata, a pena di essere soggetto all'iniziativa della controparte che voglia mettere al sicuro la propria pretesa. In concreto, l'iniziativa del creditore può consistere nella richiesta di ulteriori garanzie a tutela del credito (*rating-based collateral and bonding provisions*), in un aumento del tasso di interesse (*rating step-up triggers*), nell'anticipazione del termine di adempimento della prestazione (*acceleration trigger*), nell'obbligo del debitore di riacquistare il titolo di debito presso il creditore (*rating-based put provision*), oppure nell'inclusione della perdita di un determinato punteggio di *rating* tra gli *events of default* rispetto all'obbligo stabilito; il settore finanziario conosce anche *rating trigger* "misti", nei quali, cioè, la perdita di un determinato punteggio di *rating* costituisce condizione necessaria ma non sufficiente per legittimare l'automatismo, nei termini sopra indicati⁵³⁴.

I vantaggi connessi all'inserimento di *rating triggers* nei contratti finanziari risiedono, essenzialmente, nella convenienza che la delega dell'attività di monitoraggio sulle strategie di investimento e sulle performance del debitore comporta: dette strategie possono, infatti, essere "intenzionalmente" imprudenti per aumentare i dividendi che spettano agli azionisti⁵³⁵. A ciò si aggiunga che la selezione avversa e l'asimmetria informativa, caratteristiche del settore, rendono difficile distinguere gli investimenti sicuri da quelli rischiosi⁵³⁶. In questo modo, i *rating triggers* favoriscono una scelta più accurata e, *a fortiori*, consentono allo stesso debitore/emittente di negoziare un importo più contenuto in termini di interessi dovuti sulle somme ricevute.

⁵³³ Commissione, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings*, cit., pp. 34-36. Sulle clausole di adeguamento automatico, si veda F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2ª ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, pp. 1872-1875.

⁵³⁴ F. PARMEGGIANI, *op. cit.*, pp. 428-430.

⁵³⁵ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 43.

⁵³⁶ Sul punto, F. PARMEGGIANI, *op. cit.*, pp. 432 e 438-444.

Il costo da pagare, in realtà, è molto più elevato di quanto appaia a prima vista. Non soltanto è stato osservato che le imprese più instabili, in termini di *rating*, sono quelle che fanno un utilizzo maggiore dei *rating triggers* nei contratti di cui sono parte, ma l'effetto domino che quest'ultimi possono causare sul portafoglio delle prime – con annesso rischio di fallimento, in presenza di clausole di *cross default* – da solo finisce con il condizionare il giudizio emesso dalle agenzie che ne siano a conoscenza. Nell'assenza di una cornice regolamentare che imponga la puntuale *disclosure* di tali informazioni alle agenzie di rating, l'accuratezza del giudizio è cruciale per evitare che un *downgrade* comporti un ingiusto deterioramento della reputazione del debitore sul mercato e del costo delle azioni⁵³⁷. A ciò si aggiunga il deprezzamento delle attività finanziarie detenute dagli investitori e, dunque, la propagazione dello squilibrio nel sistema.

I *rating triggers* possono essere ricondotti alla materia della regolamentazione (eteronoma) del contratto, in quanto permettono l'adeguamento del regolamento contrattuale al concreto assetto di interessi voluto dalle parti. Il processo in parola incide sull'oggetto del contratto e richiama il concetto di normalità sociale – *rectius*, commerciale – nella duplice prospettiva della buona fede oggettiva e della sostanza più o meno eteronoma dell'assetto finale che assume la regolamentazione degli interessi delle parti. Nella prima direzione, si tenterà di mettere in luce gli elementi in comune e quelli in contrasto con il modello dei contratti incompleti e, nella seconda, le possibilità di inquadramento dei *rating triggers* tra gli usi contrattuali, la cui natura è in parte alterata dall'autorità di fatto riconosciuta alle agenzie di rating. Inoltre, da un diverso punto di vista, nel caso in cui il giudizio di *rating* sia effettivamente richiesto dal debitore (cd. *solicited*), il contratto di *rating* potrebbe considerarsi addirittura come soggettivamente collegato al contratto principale di finanziamento, poiché «per aversi collegamento negoziale sono necessari, da un punto di vista obiettivo, una pluralità di atti separati e una connessione funzionale tra gli stessi» e, «da un punto di vista soggettivo, una volontà comune»⁵³⁸. Dunque, sarà dedicato qualche cenno anche alle possibilità di applicazione dell'istituto del collegamento contrattuale alla problematica in esame.

⁵³⁷ L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, p. 193, in nota.

⁵³⁸ Sulle varie forme che può assumere il collegamento contrattuale, sia consentito il rinvio a ORILIA M., *Collegamento negoziale*, cit., pp. 561-562.

Da un punto di vista lessicale e con immagine suggestiva, *trigger* significa “grilletto”: infatti, una volta verificatasi la condizione stabilita, la clausola aziona l'adeguamento dell'oggetto contrattuale⁵³⁹ – nei casi sopra elencati di *rating-based collateral and bonding provisions*, *rating step-up triggers* e nel *rating-based put provision* – oppure il suo scioglimento, come nell'ipotesi in cui il *downgrade* sia trattato come *event of default*, e cioè come inadempimento.

Nel modello teorico del contratto incompleto le asimmetrie informative suggeriscono alle parti l'opportunità di articolare la negoziazione del contenuto contrattuale in più fasi, oppure di delegare a un terzo (secondo lo schema di cui all'art. 1349 c.c.) tale determinazione, oppure infine di attribuire a una soltanto di queste il diritto di modifica unilaterale, lo *ius variandi*⁵⁴⁰. Secondo questa impostazione, «il rischio di sopravvenienze»⁵⁴¹ sfavorevoli – da intendersi come fattore di incertezza rispetto all'effettiva allocazione dei vantaggi e degli svantaggi nascenti da contratto⁵⁴² – comporta l'incompletezza giuridica sopravvenuta del regolamento contrattuale e la necessità del suo aggiornamento, a seconda dei casi, nei termini che disciplinano le prestazioni dovute, il loro contenuto, ovvero le modalità di adempimento⁵⁴³. Tra le varie opzioni a disposizione, la possibilità di rinviare all'attività di un terzo, che ridetermini i contenuti obsoleti o determini quelli mancanti, riduce la discrezionalità delle parti e permette di oggettivare l'esito della successiva operazione di integrazione del regolamento contrattuale⁵⁴⁴. A parte le perplessità che ha destato in dottrina il conio di una categoria di contratti, alla luce della presenza, nelle maglie del diritto positivo, dell'alternativa tra determinazione e determinabilità dell'oggetto di un contratto per il quale non si pone alcun problema di completezza⁵⁴⁵, la teoria descritta fa fatica a spiegare da sola l'ipotesi dei *rating triggers*.

⁵³⁹ R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 353. Sulla differenza tra clausole di rinegoziazione e di adeguamento, si veda E. GABRIELLI, *Art. 1468 – Contratto con prestazioni corrispettive*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 668.

⁵⁴⁰ A. FICI, *Il contratto incompleto*, Torino, 2005, p. 12, 39. Suggerisce che l'oggetto risponda, nel nuovo diritto dei contratti e nella prospettiva delle parti, allo scopo precipuo di regolare l'asimmetria contrattuale (profilo descrittivo) E. GABRIELLI, *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in F. MACARIO e M.N. MILETTI, *Tradizione civilistica e complessità del sistema. Valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, Milano, 2006, p. 260.

⁵⁴¹ A. FICI, *op. cit.*, p. 21.

⁵⁴² Vale la pena precisare che l'interesse protetto, in questo caso, consiste nel controllare l'eccessivo aggravamento della prestazione dovuta rispetto a quanto inizialmente pattuito e non, piuttosto, nel l'eccessivo alleggerimento della corrispettiva controprestazione. Sul punto, F. CARRESI, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, XXI, t. 2, Milano, 1987, p. 838.

⁵⁴³ A. FICI, *op. cit.*, p. 28.

⁵⁴⁴ A. FICI, *op. cit.*, p. 30.

⁵⁴⁵ D. VALENTINO, *Il contratto “incompleto”*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 528.

In primo luogo, l'automatismo che caratterizza il funzionamento delle clausole in parola è in contrasto con la flessibilità che accomuna tutte e tre le ipotesi di regolamentazione del contratto successivamente incompleto, ma nondimeno rappresenta, com'è evidentemente, una modalità di riformulazione successiva del regolamento contrattuale in risposta a una situazione di incertezza⁵⁴⁶. Non si tratta neanche di una forma di rinegoziazione, perché in nessun caso detto automatismo apre spiragli, almeno nelle formulazioni più comuni, a una trattativa successiva. Inoltre, da un punto di vista effettuale, il rinvio al rating non si limita all'individuazione dei meccanismi procedurali da rispettare per adattare il regolamento contrattuale al verificarsi delle sopravvenienze previste, in quanto la clausola che contiene il *trigger* fissa direttamente anche i termini esatti dell'aggiornamento. Non può parlarsi neanche di arbitraggio, inteso come modalità di integrazione eteronoma del regolamento contrattuale voluto dalle parti⁵⁴⁷, ex art. 1349 c.c., in quanto mancherebbe tanto la fase del conferimento dell'incarico all'arbitratore, nel nostro caso, alle agenzie di *rating* – le quali, anzi, possono non essere al corrente dell'utilizzo dei *rating trigger* da parte della clientela, anche *a posteriori* – quanto quella della “decisione”, intesa come individuazione della disciplina più opportuna per regolare il mutato assetto di interessi delle parti⁵⁴⁸. Infine, anche se in alcuni casi (si pensi alla qualificazione contrattuale del *downgrade* in termini di inadempimento) si può osservare l'attribuzione al creditore del diritto di recedere dall'accordo, difetterebbe la corrispettiva attribuzione, al debitore, dello *ius variandi*, caratteristica, invece, nel quadro teorico del contratto incompleto.

In realtà, queste ipotesi sembrano porre problemi ben più radicali, rispetto alla natura giuridica, dal momento che le pressioni esercitate dalla Commissione europea possono essere considerate il sintomo di un clima politico avverso all'automatico scioglimento del contratto, idoneo ad innescare reazioni a catena. Nel caso in cui il *downgrade* sia configurato come *event of*

⁵⁴⁶ A. FICI, *op. cit.*, p. 20 s.

⁵⁴⁷ E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, t. 1, a cura di E. Gabrielli, 2ª ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, p. 815.

⁵⁴⁸ A. FICI, *op. cit.*, p. 48. Non sembrerebbero neanche configurarsi gli estremi della figura artificiale della “perizia contrattuale”, dal momento che non può riscontrarsi «un accertamento tecnico diretto alla definizione di un elemento dell'assetto degli interessi fissato nel contratto», essendo la conseguenza del *downgrade* preventivamente individuata (E. GABRIELLI, *Art. 1349 – Determinazione dell'oggetto*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 815).

default potrebbe addirittura mettersi in discussione la liceità della causa della pattuizione, che sembrerebbe contraria all'ordine pubblico⁵⁴⁹ e, così, la sua validità.

La teoria del contratto incompleto sembrerebbe, in definitiva, troppo angusta rispetto alla fisionomia pratica dei contratti di investimento, che pure vengono inseriti, a titolo esemplificativo, tra gli altri contratti di durata, fisiologicamente interessati dal fenomeno dell'aggiornamento del contenuto del contratto⁵⁵⁰. Decisamente più appagante è l'impostazione che, invece, riconduce tutte le ipotesi sino ad ora considerate all'alveo della determinabilità del regolamento contrattuale, già prevista dal codice civile: corrispondentemente, il contratto è veramente incompleto soltanto in assenza di meccanismi sia di integrazione "autonoma" successiva – e cioè di criteri consensuali che ne guidino l'aggiornamento – che di integrazione eteronoma⁵⁵¹. Negli altri casi – in cui sia possibile l'adeguamento alle sopravvenienze per effetto: dell'attività interpretativa del giudice; dell'integrazione eteronoma; della rinegoziazione del contenuto oppure dell'attribuzione dello *ius variandi* unilaterale; della prescrizione di un vero e proprio procedimento da rispettare ai fini dell'adeguamento, oppure, semplicemente, come nel caso di specie, l'aggiornamento consegua automaticamente al verificarsi dell'evento previsto (*downgrade*) – vale la pena interrogarsi non sulla completezza dell'oggetto del contratto, ma sulla sua idoneità a produrre gli effetti stabiliti dalle parti⁵⁵².

L'incompletezza contrattuale, una volta ricostruita come ipotesi specifica nell'ambito della più vasta tematica della determinabilità dell'oggetto di un contratto complesso, tuttavia, ha il pregio di offrire una chiave di lettura conforme all'appello, lanciato in coro dagli *standard setters*, a ridurre l'affidamento meccanico sul rating. È evidente, infatti, che la difficoltà della materia sulla quale incide il contratto rende difficoltoso – e, quindi, costoso – conservare

⁵⁴⁹ In questo frangente, si riguarda la causa e non il regolamento contrattuale, inteso come risultato, in ragione della proiezione funzionale dei contratti finanziari, in una con F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, p. 154 ss. L'ordine pubblico può intendersi come l'insieme delle norme che, seppure non formalmente incorporate nella legge, si ricavano per implicito dal sistema ordinamentale nel complesso e presentano, nondimeno, carattere cogente (D. CARUSI, *La disciplina della causa*, in *I contratti in generale*, t. 1, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, p. 617). Nel pensiero di E. NAVARRETTA, *Art. 1343 – Causa illecita*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 673, si tratterebbe di ordine pubblico "di protezione". Sull'ordine pubblico e l'osmosi con il diritto europeo non scritto, si veda F. ANGELINI, *Ordine pubblico e integrazione costituzionale europea. I principi fondamentali nelle relazioni interordinamentali*, Padova, 2007, pp. 100 ss.

⁵⁵⁰ A. FICI, *op. cit.*, p. 57, si riferisce ai contratti di mutuo.

⁵⁵¹ D. VALENTINO, *Il contratto "incompleto"*, cit., p. 518.

⁵⁵² *Id.*, pp. 526-528.

l'allocazione dei rischi voluta al momento della conclusione del contratto. Un tale stato di fatto, ragionevolmente, giustifica l'adozione di una strategia di aggiustamento progressivo, conforme alle pratiche diffuse nell'ambiente commerciale di riferimento. In termini sostanziali e nella prospettiva del giurista continentale, ciò impone un'interpretazione che tenda a mitigare la rigida applicazione dell'automatismo contrattuale in cui consiste la tecnica dei *rating triggers*, e che, in applicazione del principio di buona fede oggettiva, valorizzi il carattere relazionale del rapporto di durata⁵⁵³. Così, la fattispecie trova una risposta appagante nell'interpretazione secondo buona fede *ex art. 1366 c.c.*, che permette la tenuta del contratto, in presenza di fattori prevedibili alla stregua della normalità sociale, e impone il bilanciamento tra le scelte di politica legislativa, gli obblighi che si intendono connaturali all'operazione economica e la comune intenzione delle parti, in chiave di solidarietà contrattuale⁵⁵⁴. Le scelte di politica legislativa e, in particolare, la centralità dell'obiettivo della stabilità del sistema finanziario, come specificato nelle recenti iniziative degli *standard setters* globali in tema di *credit rating*, si traducono nella presunzione che le parti del contratto intendano gestire anche il verificarsi delle sopravvenienze con ragionevole correttezza e con l'intento di limitare la propagazione di esternalità negative.

Anche se, in principio, nulla osterebbe a che le parti sofisticate di un contratto finanziario configurino, nelle ipotesi più estreme, il *downgrade* come causa necessaria e sufficiente di inadempimento contrattuale, e cioè in termini di clausola risolutiva espressa, vi sono ragioni di stabilità giuridico-economica che ostano, almeno in principio, all'opportunità di una tale ricostruzione⁵⁵⁵. Infatti, la retroattività degli effetti della contigua figura della

⁵⁵³ R. SACCO, *Interpretazione del contratto*, cit., p. 592 s.; M. PENNASILICO, *Metodo e valori*, cit., p. 381. Anche se A. FICI, *op. cit.*, p. 69, propone l'applicazione ai contratti relazionali del criterio del contratto ipotetico – secondo il quale l'attività interpretativa deve tendere alla ricognizione degli interessi di cui è portatrice la parte dei contraenti nel settore di riferimento, in casi analoghi.

⁵⁵⁴ Cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, cit., pp. 327-328, laddove si afferma che il requisito della determinatezza dell'oggetto, piuttosto che la sua determinabilità, esiste ogni volta che «gli aspetti apparentemente indefiniti sono in realtà coperti dal buon senso, o dall'interpretazione o dall'integrazione legale». Così inteso, l'oggetto del contratto finanziario integrato da *rating triggers* sarebbe addirittura determinato, considerato il normale meccanismo operativo delle clausole in parola. Soltanto laddove l'azionamento del “grilletto” comporti una successiva determinazione in via convenzionale, per quanto guidata da criteri predefiniti si verrebbe in ipotesi di vera e propria determinabilità.

⁵⁵⁵ La condizione risolutiva ai sensi dell'art. 1353 c.c., è, infatti, un evento futuro e incerto, al quale le parti potrebbero avere interesse a subordinare l'efficacia del contratto. Anche in questa prospettiva sarebbe possibile un adeguamento del contenuto contrattuale alle sopravvenienze, dato che la condizione può essere oggetto di rinuncia da parte del soggetto che vi abbia interesse, sia in un momento precedente che in un momento successivo al suo verificarsi (A. CATAUDELLA, *I contratti*, cit., p. 125). Detta ipotesi, tuttavia, potrebbe essere scardinata dal tenore letterale ben più specifico della clausola che includa il *downgrade* tra gli *events of default*, ossia, tra le “ipotesi di inadempimento”, intese come vera e propria forma di

condizione risolutiva permetterebbe, in via interpretativa, di neutralizzare le esternalità negative scaturenti dal contratto risolto nei confronti dei terzi estranei (che, ad esempio, abbiano fatto uso di clausole di *cross default*), perché «l'avveramento della condizione [...] sta a significare che gli effetti del contratto [...] vengono meno fin dal momento in cui si è stipulato il negozio», anche rispetto ai terzi⁵⁵⁶. Dirimente sarebbe il riscontro, nel caso concreto, della ricorrenza del requisito di fattispecie della dichiarazione di avvalersi della clausola risolutiva espressa, ex art. 1456 c.c. Ancora una volta, occorre debitamente considerare che gli effetti “extracontrattuali” dei *rating triggers* hanno sollecitato l’impegno degli organi tecnici e politici, nelle sedi competenti a combattere questa prassi. Perciò, in primo luogo, come si è già osservato, potrebbe discutersi della stessa validità della pattuizione, dato il contrasto con gli indirizzi di fondo dell’ordine pubblico globale. In secondo luogo, e qualora l’invalidità appaia come un rimedio troppo drastico, vale la pena ricordare che l’art. 1467, commi 1 e 2, c.c. esclude la risoluzione per effetto del verificarsi di sopravvenienze prevedibili o connaturali al contratto, tra le quali – alla luce delle considerazioni svolte in precedenza intorno al rapporto di proporzionalità inversa tra uso dei *rating triggers* e punteggio di rating – sembrerebbe rientrare il *downgrade* delle imprese che abbiano inserito i *rating triggers* nei contratti di finanziamento o nei titoli obbligazionari emessi sul mercato⁵⁵⁷.

In aggiunta, dal momento che l’art. 1467, comma 3, c.c. consente, anche in presenza di eventi straordinari, imprevedibili e non rientranti nell’alea normale del contratto, la riduzione ad equità, a maggior ragione, si potrà configurare come doverosa la rinegoziazione dei termini del contratto ogni qualvolta il *rating trigger* sia entrato in funzione⁵⁵⁸. Questa impostazione teorica dovrebbe giustificare la sistematica mitigazione degli effetti giuridici dei *rating triggers* e sollecitare l’abbandono delle clausole di insolvenza incrociata, responsabili della propagazione

sanzione privata (Cass., 30 settembre 2013, n. 22310, in Mass. Foro it., 2013, p. 744 ss.). Resta, comunque, da verificare se lo scioglimento del contratto consegua ad un’apposita dichiarazione di parte e non al mero verificarsi dell’evento del *downgrade* (D. CARUSI, *Art. 1456 – Clausola risolutiva espressa*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile* diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 445). In relazione al rapporto tra condizione risolutiva e clausola risolutiva espressa, cfr. A. CATAUDELLA, *op. cit.*, pp. 206-211.

⁵⁵⁶ M. COSTANZA, *La condizione*, cit., pp. 989-992. Infatti, la risoluzione non opera retroattivamente in tutti i casi neanche nei confronti delle parti: si pensi, appunto, ai rapporti di durata (M. TAMPONI, *La risoluzione per inadempimento*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006, p. 1767). *Contra* F. CRISCUOLO, *Arbitraggio*, cit., p. 96 ss., 99, sostiene che la condizione non possa colpire esclusivamente l’effetto e non il negozio nella sua interezza.

⁵⁵⁷ A. FICI, *op. cit.*, p. 128 s.

⁵⁵⁸ *Id.*, p. 146 s. Per una disamina della speculazione dottrinale in ambito di obblighi di rinegoziazione di fonte legale, si veda F. MACARIO, *op. cit.*, pp. 1901-1907.

dell'instabilità ai contratti con i terzi, secondo quanto auspicato dalla Commissione Ue nello Studio pubblicato a fine 2015⁵⁵⁹.

Per stabilire, infine, il “coefficiente” di eteronomia dei *rating triggers*, vale la pena ricordare che la loro diffusione nei contratti finanziari – al punto che essi sono considerati requisiti di contenuto tipicamente inclusi nei contratti di finanziamento⁵⁶⁰ – pone il problema del riscontro dei sintomi qualitativi e quantitativi dell'efficacia superindividuale delle pattuizioni.

Il metodo individuato nelle pagine iniziali di questo lavoro prescrive la verifica, innanzitutto, della possibilità di considerare i *rating triggers* clausole tipiche di determinati mercati e, in specie, dei contratti finanziari. Ebbene, la presenza del requisito in parola sembrerebbe verificata dai risultati delle indagini condotte, da ultimo, dalla Commissione europea: dette clausole sono accusate di ingenerare un affidamento meccanico al *rating*⁵⁶¹. A rigore, se si fosse trattato di pratiche rilevanti su un piano meramente individuale, esse non avrebbero assunto una risonanza tale da essere oggetto di ricognizione in uno studio del genere, imperniato sull'illustrazione delle ragioni che rendono desiderabile un impatto deciso sulle prassi che possono compromettere la stabilità del sistema finanziario. Il passaggio successivo richiede, invece, un'indagine di tipo quantitativo, che permetta di stabilire se i *rating triggers* rilevino come condizioni generali di contratto, piuttosto che come usi negoziali, oppure se detto affidamento derivi dall'*opinio* essi debbano essere inseriti nel contratto in base a una norma non scritta. Nel primo caso, l'accertamento di una qualche forma di standardizzazione, sul modello degli artt. 1341, comma 1, c.c. e 1342 c.c., comporterebbe la conseguenza logica dell'applicabilità ai *rating triggers* del regime delle condizioni generali di contratto, inteso come fenomeno di interfase tra la determinazione autonoma del regolamento contrattuale e quella della regolamentazione eteronoma. Nel secondo caso, alla luce del rischio di instabilità che possono provocare sia al livello individuale dell'impresa, che a quello, più esteso, del sistema, non sembrerebbe ragionevole considerare i *rating triggers* implicitamente inseriti nei contratti finanziari, sotto forma di usi negoziali. Nell'ultimo caso, invece, vale la pena ricordare che nelle pagine iniziali di questo lavoro si è riportato un orientamento giurisprudenziale che sembrerebbe ammettere l'efficacia anche di usi normativi

⁵⁵⁹ Commissione Ue, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings*, cit., 33.

⁵⁶⁰ I. BALKWILL e S. HUGO, *Making CR loans CMBS-ready*, in *Journal of International Banking and Financial Law*, 2016, n. 4, p. 239.

⁵⁶¹ Commissione Ue, *Study on the feasibility of alternatives to credit ratings*, cit., p. 31 ss.

che siano virtualmente in contrasto, come nell'ipotesi di specie, con il clima politico vigente, a patto che sia accertata l'atipicità del contratto nel quale siano inserite e, di conseguenza, l'inesistenza di una disciplina adatta a regolare il caso concreto. A questa ipotesi si oppongono, tuttavia, le coordinate fondamentali del processo di integrazione del contratto, che deve essere orientato, sí, alla ricostruzione di ciò che è normale rispetto a determinate aree di mercato, ma non può assolutamente prescindere da ciò che, invece, corrisponde all'esecuzione dei rapporti commerciali nel segno della correttezza e della solidarietà contrattuale. Anche se considerazioni di opportunità economica possono suggerire alle parti l'inserimento di *rating triggers* nel contratto, nella fase della patologia del rapporto e di verifica delle sopravvenienze che così si è inteso disciplinare, l'attività dell'interprete non potrà mai svolgersi in contrasto con i principi che, nell'ordine giuridico del mercato, presidiano le fasi dell'interpretazione e dell'integrazione del regolamento contrattuale e, *in primis*, con tutto il portato della buona fede oggettiva. D'altra parte, anche secondo la scienza economica il diritto svolge un ruolo di promozione ovvero di delimitazione dello sviluppo dei mercati, che, in questo caso particolare, hanno molto sofferto della scarsa preoccupazione del legislatore, in tempi non sospetti.

In definitiva, e almeno nei casi in cui l'adeguamento del contratto consista nella sua risoluzione, i *rating triggers* sembrerebbero un fenomeno giuridicamente interessante nella duplice prospettiva del contrasto con l'ordine pubblico e della sproporzione del rimedio della risoluzione automatica. Negli altri casi, invece, essi potrebbero essere considerati come una particolare modalità di gestione autonoma delle sopravvenienze nell'ambito di contratti complessi, (ri)determinabili e, in quanto tali, lasciati "aperti" alla volontà integratrice delle parti⁵⁶², se non come – nel caso in cui, posta l'omogeneità funzionale, ricorra anche una parziale omogeneità soggettiva tra il contratto di *rating*⁵⁶³ e quello di finanziamento al quale accedono i *rating triggers* – clausole di collegamento contrattuale. Quest'ultimo rilievo, infatti, permette all'interprete di ampliare la latitudine soggettiva del contratto principale e di

⁵⁶² A. FICI, *op. cit.*, p. 20.

⁵⁶³ Nel contratto di *rating* è evidente come la produzione di informazioni costituisca l'oggetto principale della prestazione dedotta in obbligazione da parte delle agenzie, sulla scia della prospettazione di P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 343.

valorizzare il concreto atteggiarsi del rapporto, specialmente ai fini della ricognizione delle forme di tutela piú adeguate⁵⁶⁴.

L'elemento quantitativo della diffusione nel settore finanziario, infine, se, da un lato, sembrerebbe ripetere le caratteristiche delle clausole d'uso – ritenute incluse nel contratto, a meno di una manifestazione di volontà contraria da parte dei contraenti – dall'altro si atteggia, da un punto di vista sostanziale, a “parametro interposto” di normalità, secondo i canoni della buona fede oggettiva in sede di interpretazione, *ex art.* 1366 c.c. In questo senso, il segnale offerto dal *downgrade* può efficacemente guidare l'individuazione da parte dell'interprete di ciò che normalmente costituisce sintomo di imminente inadempimento – e, dunque, di allarme nella prospettiva del creditore – e sollecitare un intervento in funzione integrativa, o correttiva, da parte dell'uno o dell'altro.

⁵⁶⁴ Sia consentito il richiamo a M. ORILIA, *Collegamento negoziale*, cit., p. 565.

III. La tutela delle situazioni giuridiche soggettive nella prospettiva del «giusto rimedio»

L'eteroregolamentazione del contratto può essere il risultato dell'azione esplicita di fonti tipiche o, piuttosto, dell'azione "subdola" di fonti atipiche⁵⁶⁵. Ai fini della presente ricerca, si è dato immediatamente rilievo all'attività normativa "tipica" delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, che, all'interno della gerarchia delle fonti di integrazione del contratto, è subordinata al diritto primario, nonché alle leggi ed atti ad esse equiparati o equiparabili, di provenienza sia interna che europea. L'attività normativa tipica delle autorità di vigilanza si esprime sia in atti dotati di efficacia generale, come i regolamenti e le istruzioni⁵⁶⁶, sia in provvedimenti individuali, tra i quali si distinguono quelli sanzionatori⁵⁶⁷. È, dunque, ai parametri di legittimità richiamati dal diritto primario e secondario, specificati nella normativa di settore, che detti atti devono necessariamente conformarsi, perché l'intervento sull'autonomia contrattuale sia legittimo. Peraltro, la reale portata delle fonti atipiche – tra le quali è possibile includere non soltanto quelle fonti conosciute al legislatore che siano dotate di un'efficacia diversa rispetto a quella che è propria del *nomen iuris* (si pensi all'efficacia sul piano della *moral suasion* di alcuni atti formalmente non vincolanti), ma anche i documenti e i comportamenti a vario titolo adottati da operatori del mercato particolarmente influenti (si pensi alle agenzie di *rating*) – permette di configurare un ulteriore piano "di autorità" e un'ulteriore serie di meccanismi di interferenza con l'autonomia contrattuale, se non proprio con l'autodeterminazione delle parti. Le autorità di fatto impartiscono una vera e propria disciplina di mercato, che può sfuggire al controllo che, invece, consegue alla natura pubblicistica delle autorità amministrative indipendenti. In circostanze del genere, la legittimità dell'intervento nella sfera della contrattazione tra terzi può ammettersi soltanto qualora detto intervento sia compatibile con i valori dell'economia sociale di mercato, e intantoché non danneggi ingiustamente i destinatari della vigilanza di fatto. Un controllo effettivo e capillare, in sede giurisdizionale, permetterà di chiudere il cerchio in maniera costruttiva, riportando anche l'esercizio di qualsivoglia forma di autorità privata nell'alveo

⁵⁶⁵ Si rinvia, sul punto, al cap. I del presente lavoro.

⁵⁶⁶ Cap. II, § 3.

⁵⁶⁷ Cap. II, § 3.2.

dell'ordinamento giuridico unitario: così facendo si potrà attribuire il giusto peso al contributo dei privati all'utilità sociale e penalizzarne un eventuale contrasto, secondo il dettato dell'art. 41, commi 2 e 3, cost.

In considerazione dei temi esaminati e delle numerose questioni emerse nel corso della trattazione, un'indagine che trascuri il momento del controllo (e del ridimensionamento) delle forme di intervento sull'autonomia contrattuale sarebbe incompleta, perché finirebbe per non fornire alcun rimedio pratico al singolo che abbia a confrontarsi con una serie di problematiche tutt'altro che ipotetiche.

Pertanto, il presente capitolo sarà dedicato all'analisi delle forme di tutela alle quali ha accesso il singolo che, sulla base degli atti soggettivamente imputabili alle autorità di vigilanza, contesti il corretto esercizio dei poteri di eteroregolamentazione, oppure lamenti un danno ingiusto per l'effetto di illecite azioni o omissioni nel corso dell'attività di vigilanza – ovvero subisca l'influenza riflessa dei *private standard setters* e sia da ciò danneggiato. A tale ultimo proposito, l'esame che sarà condotto con riferimento alle agenzie di *rating*, esaminate nei paragrafi finali del capitolo che precede, dischiude un nuovo modo di guardare al ruolo dei privati sul mercato e, seppur con la dovuta prudenza, può essere esteso all'insieme dei *gatekeepers*.

1. *Il sindacato giurisdizionale e i rimedi giustiziali applicabili agli atti delle autorità di vigilanza*

Il controllo sugli atti delle autorità di vigilanza rientra tra le materie di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, *ex art. 133, comma 1, lett. c), c.p.a.*, ma la cognizione di quest'ultimo si limita ai profili di legittimità⁵⁶⁸. A detti procedimenti – tra i quali non sono compresi quelli aventi ad oggetto i provvedimenti con i quali la Banca d'Italia nega l'autorizzazione all'attività bancaria, perché non risulti garantita la sana e prudente gestione, *ex art. 14, comma 2, t.u.b.* – si applica, inoltre, il rito abbreviato di cui all'art. 119, commi 2-7, c.p.a. [art. 119, comma 1, lett. b), c.p.a.], e la competenza funzionale inderogabile è attribuita al Tar Lazio, *ex art. 135, comma 1, lett. c), c.p.a.*

Rispetto al problema della tutela della posizione dei soggetti danneggiati dall'atto impugnato, l'estensione del sindacato del giudice amministrativo rappresenta un primo

⁵⁶⁸ Sulla giurisdizione esclusiva, in prospettiva diacronica M. CLARICH e A. PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, nota a Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162, in *Giur. comm.*, II, 2012, pp. 1167-1170.

aspetto di criticità⁵⁶⁹. Infatti, con l'importante eccezione dei provvedimenti sanzionatori⁵⁷⁰, il giudizio di legittimità deve confrontarsi, da un lato, con la (a volte) scarsa precisione dei limiti della delega legislativa della potestà regolamentare e, dall'altro, con la discrezionalità tecnica nella quale si esprime il potere delle autorità di vigilanza.

Sotto quest'ultimo profilo, è evidente come le valutazioni compiute dalle autorità, che confluiscono nei provvedimenti, siano il frutto di un'operazione duplice, che prevede, in un primo momento, la precisazione del concetto indeterminato di carattere tecnico, previsto dalla norma attributiva del potere (si pensi alla sana e prudente gestione, alla stabilità micro e macro-economica dei mercati e alla trasparenza⁵⁷¹), e, poi, l'attuazione di una vera e propria scelta di merito⁵⁷². Ad ogni modo, il giudice amministrativo è, in teoria, «tecnicamente attrezzato»⁵⁷³ per un confronto ad armi pari con la competenza specialistica delle autorità, in quanto rientra tra le sue facoltà avvalersi della consulenza tecnica d'ufficio. Ciononostante, lo stesso esito del controllo di legittimità è di tipo debole, ossia non sostitutivo rispetto alle valutazioni “opinabili” che esso ha ad oggetto⁵⁷⁴, ossia limitato ai profili di ragionevolezza del provvedimento impugnato, e dunque alla valutazione della compatibilità di quest'ultimo con i criteri tecnici sui quali, tra i tanti, l'autorità ha deciso di basare la propria attività⁵⁷⁵. Come

⁵⁶⁹ Si segnala che, secondo un orientamento minoritario, che tuttavia poteva contare sull'autorevole avallo di S. CASSESE, *Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni*, in AA. VV., *I garanti delle regole*, a cura di S. Cassese e C. Franchini, Bologna, 1996, p. 222, l'attività delle autorità indipendenti era considerata insindacabile (in primo grado) per principio, stante la vicinanza concettuale, nella prospettiva dei fautori della tesi, all'esercizio della giurisdizione. Lo riportano F. MERUSI, *op. cit.*, p. 86 s.; G. GRASSO, *op. cit.*, pp. 46 ss.

⁵⁷⁰ In questi casi, infatti, l'attività nomopoietica delle autorità si riduce al minimo, rilevando esclusivamente il momento del controllo di conformità delle condotte adottate dai vigilati rispetto all'insieme delle norme che formano la regolazione di settore.

⁵⁷¹ M. ANTONIOLI, A. DI PIETRO, D. GALETTA, *op. cit.*, p. 443.

⁵⁷² F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 480. Discute la stessa sostanza della discrezionalità tecnica M. CUNIBERTI, *op. cit.*, p. 530, per il quale il registro tecnico adoperato dalle autorità indipendenti non trasmette agli atti prodotti quel *quid* di opinabilità che giustifica la concessione di una certa immunità dal controllo giurisdizionale, secondo parte della dottrina.

⁵⁷³ L'espressione è di F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 481.

⁵⁷⁴ Sulla contaminazione tra opinabilità e merito della decisione, *Id.*, p. 484 s. Opinabilità designa il carattere della nozione tecnica fatta propria dall'autorità indipendente, «che non offre la verità (assoluta), ma una serie di verità relative [...], compatibili con altre valutazioni complesse formulabili con riferimento allo stesso concetto giuridico indeterminato e/o alla stessa norma tecnica» (G. GRASSO, *OP. CIT.*, p. 58).

⁵⁷⁵ Trattasi, ancora una volta, di ragionevolezza materiale. Sul punto, si veda O. PFERSMANN, *Ragionevolezza e competenza legislativa*, cit., p. 121 ss. Quanto all'attività delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, si veda R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 260, sottolinea come il sindacato debole, rispetto al sindacato forte – che conduce alla totale sostituzione del giudice nella posizione dell'autorità di vigilanza, in sede di valutazione dell'interesse pubblico – rispetti l'autonomia che caratterizza il modello delle autorità amministrative indipendenti. F. CINTIOLI, *op. cit.*, pp. 446-488, afferma, invece, che, da un punto di vista meramente terminologico, la contrapposizione controllo debole-controllo forte – doppiata dalla contrapposizione controllo sostitutivo-controllo non sostitutivo – può essere fuorviante e condurre all'equivoco che

giustamente osservato da qualche autore, sulla scorta della giurisprudenza della Corte EDU in tema di processo amministrativo⁵⁷⁶, il sindacato debole può considerarsi una forma di *full jurisdiction* soltanto se il *petitum* sostanziale può ricevere attraverso di esso, nel caso in cui sia accertata la fondatezza della domanda, un'altrettanto piena realizzazione. Ciò implica che, se la parte processuale ha deciso di far valere vizi esclusivamente processuali, il sindacato del giudice amministrativo in queste particolari materie potrà ritenersi penetrante anche dal punto di vista del diritto primario CEDU, dato che in questo caso si osserva una piena corrispondenza tra il chiesto, il pronunciato e l'interesse azionato. Specularmente, se si portano all'attenzione del giudice quei vizi riguardanti il merito dell'esercizio della funzione dell'autorità, a parte sofismi, non potrà che giungersi, sempre sulla scorta del diritto primario di fonte sovranazionale, alla soluzione opposta⁵⁷⁷.

Diversa è, invece, la prospettiva nazionale in base alle norme dedicate ad amministrazione e giurisdizione in Costituzione, di cui, rispettivamente, agli artt. 97, 24 e 133 cost. – espliciti

controllo debole designi una forma di sindacato superficiale, che, invece, sarebbe esclusa a priori dalla possibilità, per il giudice, di avvalersi della CTU e, dunque, di apprezzare ad armi pari la legittimità del provvedimento impugnato. Nella prospettiva dell'autore, «la ragionevolezza, per un verso, frena il giudice e gli impedisce tentazioni sostitutive; per altro verso, frena l'amministrazione, perché munisce il giudice degli strumenti necessari per pronunciarsi tanto sulla norma tecnica presa a parametro, quanto sulla correttezza del processo applicativo». Dello stesso avviso G. GRASSO, *op. cit.*, 2006, p. 63. *Contra*, nel senso dell'insufficienza di un sindacato non sostitutivo quando la domanda di parte, invece, lo esiga per una piena soddisfazione dell'interesse tutelato, M. ALLENA, *Il sindacato del giudice amministrativo sulle valutazioni tecniche complesse: orientamenti tradizionali versus obblighi internazionali*, in *Dir. proc. amm.*, 2012, p. 1610. In giurisprudenza, Cass., Sez. un., 20 gennaio 2014, n. 1013, in *ItalgireWeb*, ribadisce che «Il sindacato di legittimità del giudice amministrativo sui provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato comporta la verifica diretta dei fatti posti a fondamento del provvedimento impugnato e si estende anche ai profili tecnici, il cui esame sia necessario per giudicare della legittimità di tale provvedimento; ma quando in siffatti profili tecnici siano coinvolti valutazioni ed apprezzamenti che presentano un oggettivo margine di opinabilità [...] detto sindacato, oltre che in un controllo di ragionevolezza, logicità e coerenza della motivazione del provvedimento impugnato, è limitato alla verifica che quel medesimo provvedimento non abbia esorbitato dai margini di opinabilità sopra richiamati, non potendo il giudice sostituire il proprio apprezzamento a quello dell'Autorità Garante ove questa si sia mantenuta entro i suddetti margini».

⁵⁷⁶ *Id.*, p. 1615 ss., sottolinea come sia cruciale la realizzazione del principio della parità delle armi, a maggior ragione laddove la fase processuale debba, nelle parole della Corte EDU, compensare la posizione di soggezione che assume l'individuo dinanzi al potere. Sul punto, si veda Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, 27 settembre 2011, n. 43509, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2012, pp. 414 ss., che per prima propone una soluzione di compromesso tra un sindacato “veramente” debole e un sindacato sostitutivo: al giudice amministrativo compete, infatti, l'esame di tutti gli elementi di fatto e di prova necessari per definire la controversia ed accertare la proporzionalità delle sanzioni erogate e la correttezza delle contestazioni presentate dalla parte ricorrente.

⁵⁷⁷ Peraltro, una giurisdizione piena (nei termini sopra chiariti) sul provvedimento che si assume viziato permette di sanare le eventuali lacune, sul piano della parità delle armi, che presenti la fase procedimentale (M.A. IMPINNA, nota a Corte cost. 15 aprile 2014, n. 94, in *Giur. comm.*, II, 2015, p. 21).

nel sancire il diritto alla tutela giurisdizionale nei confronti dell'agire amministrativo⁵⁷⁸. Infatti, in questi casi, la compatibilità con i valori apicali del sistema ordinamentale è normalmente recuperata attraverso la soggezione dell'amministrazione all'indirizzo politico impartito dagli organi della democrazia rappresentativa⁵⁷⁹. Com'è evidente, una soluzione del genere, tanto flessibile da rivelarsi quasi troppo astratta, non chiarisce perché, aprioristicamente, l'efficienza e il buon andamento della PA, di cui all'art. 97 cost., dovrebbero prevalere sull'obiettivo della tutela delle situazioni soggettive. Piuttosto, una tutela giurisdizionale "disegnata" sul problema sostanziale permetterebbe di dimensionare l'attività della PA nella prospettiva della Costituzione⁵⁸⁰.

Non è, invece, controversa l'attribuzione della competenza al giudice amministrativo in sede di giurisdizione esclusiva, stante la complessità delle situazioni soggettive che possono essere incise dai provvedimenti adottati dalle autorità di vigilanza finanziaria⁵⁸¹: accanto all'ipotesi generale dell'esercizio di poteri normativi, rileva anche l'intervento sul contenuto dei diritti e degli obblighi dei contraenti, come determinati nei contratti bancari e finanziari eteroregolamentati. Diverso è il caso dei provvedimenti sanzionatori tanto della Consob quanto della Banca d'Italia, come si avrà modo di osservare nelle pagine che seguono.

Quanto ai termini di riferimento del giudizio di legittimità, è ormai assodato che essi comprendano non soltanto le fonti sovraordinate di provenienza statale, ma anche quelle di provenienza europea, secondo il dettato degli artt. 6 t.u.b. e 2 t.u.f.. A tale proposito, è necessario precisare che l'eventuale inottemperanza delle autorità nazionali alle decisioni ad esse indirizzate dalle autorità europee è vera e propria illegittimità ad una stregua sovranazionale. Pertanto, essa è trattata, secondo la disciplina contenuta nei regolamenti istitutivi dell'ESFS, in una prima fase, presso la Commissione di ricorso congiunto (Board of Appeal), costituita da sei membri effettivi e sei supplenti provenienti dalle tre autorità di vigilanza europee e, successivamente, presso la Corte di Giustizia⁵⁸². Vale la pena osservare

⁵⁷⁸ F. BUSNELLI, *La responsabilità per esercizio illegittimo della funzione amministrativa vista con gli occhiali del civilista*, in *Dir. amm.*, 2012, p. 538.

⁵⁷⁹ M. ALLENA, *op. cit.*, pp. 1624, 1628.

⁵⁸⁰ Cfr. P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Il giusto proc. civ.*, 2011, p. 3, e F. BUSNELLI, *La responsabilità per esercizio illegittimo della funzione amministrativa vista con gli occhiali del civilista*, in *Dir. amm.*, 2012, p. 547.

⁵⁸¹ *Ex multis*, G. GRASSO, *op. cit.*, p. 44; F. CINTIOLI, *op. cit.*, p. 488; V. RICCIUTO, *op. cit.*, p. 279.

⁵⁸² E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 178. Il "doppio binario" appena descritto, può costituire un esempio di «tutela multilivello dei diritti», che doppia, in questo caso, l'esistenza di una «costituzione multilivello» secondo l'applicazione delle tesi di Pernice, riproposta da E. DE MARCO, *op. cit.*, p. 91 ss.

che, nel quadro della prima fase, anche il singolo pregiudicato dagli effetti di una decisione individuale non conforme alla disciplina europea è titolare di poteri di legittimazione attiva. Possono essere impugnate, nel termine di due mesi dalla notificazione (o, in mancanza, dalla pubblicazione) cinque tipologie di provvedimenti adottati dalle tre autorità europee di settore, nel rispetto delle condizioni precisate nei regolamenti istitutivi (regg. n. 1093, 1094 e 1095 del 2010, rispettivamente, per EBA, ESMA e EIOPA). Si tratta delle decisioni di cui:

- all'art. 17, aventi ad oggetto l'infrazione del diritto bancario e finanziario europeo da parte di un'autorità di vigilanza nazionale;
- all'art. 18, adottate in situazioni di emergenza;
- all'art. 19, che definiscono un contrasto insorto tra autorità nazionali competenti a vigilare su situazioni di rilievo transfrontaliero;
- più in generale, adottate dalle singole autorità secondo la legislazione settoriale che espressamente conferisce loro questo potere (ad esempio, si consideri l'art. 1, par. 2, reg. 1095 del 2010);
- decisioni individuali indirizzate a persone fisiche o giuridiche, che finiscano per incidere anche sulla posizione di persone fisiche o giuridiche formalmente ad esse estranee⁵⁸³.

L'instaurazione del procedimento non comporta l'automatica sospensione degli effetti della decisione impugnata, che può, in ogni caso, essere disposta dalla stessa Commissione di ricorso congiunto, qualora le circostanze la rendano opportuna, e sempre a fronte di una formale istanza del ricorrente. Il procedimento non si conclude mai con l'emanazione di un provvedimento sostitutivo di quello impugnato in via principale, trattandosi, quella della Commissione, di una cognizione limitata. Sarà, dunque, l'autorità interessata, eventualmente, a dover riformare la propria decisione nel rispetto dei vincoli individuati dalla Commissione di ricorso congiunto nel provvedimento finale. Quest'ultimo può essere, a sua volta, contestato dinanzi alla Corte di Giustizia nel termine di due mesi dalla pubblicazione, su

⁵⁸³ Quest'ultima tipologia rimediabile consegna al vigilato, ovvero a un terzo qualificato, un ulteriore strumento di difesa dinanzi all'esercizio dei poteri amministrativi, che può eventualmente completare la tutela risarcitoria riconosciuta, in via generale, sia dal diritto dell'UE che dal diritto nazionale italiano. Nonostante il sindacato della Commissione di ricorso congiunto, ancora una volta, non assuma i caratteri penetranti della *full jurisdiction*, è pur vero che la vincolatività della decisione finale sul ricorso rispetto alle successive determinazioni assunte dall'autorità "autrice" dell'atto impugnato e la possibilità di domandare il risarcimento del danno da responsabilità extracontrattuale, in presenza dei requisiti previsti dagli artt. 69, par. 1, dei regg. 1093, 1094 e 1095 del 2010. Sul punto, si confrontino cap. III, §§ 1, 2, 2.1.

istanza dell'autorità interessata o del ricorrente. Vale la pena sottolineare, infine, che è ammesso il ricorso diretto alla Corte di Giustizia in tutti i casi in cui la normativa non riconosca a determinati soggetti (come gli Stati membri e le altre istituzioni dell'UE) la legittimazione ad agire dinanzi alla Commissione di ricorso congiunto⁵⁸⁴.

Dal punto di vista processuale nazionale, infine, per effetto dell'estensione in via interpretativa dei principi che governano l'impugnazione degli atti dell'AGCM, si ammette la legittimazione ad agire anche dei terzi concorrenti, che siano eventualmente lesi da un provvedimento autorizzatorio emanato dalle autorità di vigilanza finanziaria e, segnatamente, dalla Banca d'Italia, nell'esercizio delle funzioni *antitrust* di cui è titolare⁵⁸⁵.

1.1 (Segue) *I rimedi giustiziali*

Prima di ricapitolare brevemente il sistema dei rimedi giustiziali applicabili agli atti di vigilanza, è necessario premettere che la posizione apicale della Banca d'Italia esclude la possibilità che gli stessi atti siano impugnati dinanzi all'organo ad essa istituzionalmente sovraordinato per il ramo di attività svolta, secondo l'istituto del ricorso gerarchico⁵⁸⁶. La circostanza che il Consiglio di Stato abbia, invece, ammesso l'esperibilità del ricorso straordinario al Capo dello Stato nel caso degli atti emanati dall'AGCM, sulla base delle garanzie di indipendenza che ne circondano il procedimento, ha convinto parte della dottrina e lasciato perplessa altra parte, che, invece, considera l'intervento del Consiglio dei Ministri in suddetta procedura un inevitabile *vulnus* alle prerogative delle *authorities*⁵⁸⁷. L'art. 9, comma 2, t.u.b., invece, ammette il reclamo al CICR – ricorso gerarchico improprio, in base al capo I, d.P.R. 24 novembre 1971, n. 1199, “Ricorso gerarchico”, richiamato dalla norma in parola – contro i provvedimenti adottati dalla Banca d'Italia nello svolgimento della funzione di vigilanza, secondo il t.u.b.

⁵⁸⁴ Sul punto, si consiglia la lettura di S. LOOSVELD, *Appeals against Decisions of the European Supervisory Authorities*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2013, pp. 9 ss.

⁵⁸⁵ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 177.

⁵⁸⁶ Segnala, R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia, op. cit.*, p. 242, che determinati atti, pertinenti, più che altro, all'amministrazione della Banca d'Italia ed altri aspetti estranei all'attività di vigilanza, sono comunque soggetti a forme di controllo giustiziale.

⁵⁸⁷ Cons. stato 29 maggio 1998, n. 988, in *Foro amm.*, 1999, p. 414 ss. A favore dell'estensione del rimedio agli atti della Banca d'Italia, L. BERTONAZZI, *Il ricorso straordinario al Presidente della Repubblica: persistente attualità e problemi irrisolti del principale istituto di amministrazione giustiziale*, Milano, 2008, p. 151; R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia, cit.*, p. 243 s. *Contra* G. MIGNEMI, *Ricorso straordinario al Capo dello Stato e autorità amministrative indipendenti*, in *Foro amm.*, 1995, II, pp. 2460 ss.; L. CARDIA, *op. cit.*, p. 307.

Quanto, invece, agli atti adottati dalla Consob, l'art. 24 del Regolamento concernente l'organizzazione e il funzionamento della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa del 17 novembre 1994, n. 8674, come modificato, da ultimo, dalla delibera 26 giugno 2013, n. 18591, disciplina espressamente il ricorso in opposizione.

1.2. *Il controllo sui provvedimenti sanzionatori adottati dalle autorità di vigilanza finanziaria: tra giudice amministrativo e giudice ordinario*

Nel caso dei provvedimenti sanzionatori, invece, la cognizione è attribuita al giudice ordinario (rivivono gli artt. 187-*septies*, comma 4, e 195, comma 4 t.u.f.⁵⁸⁸), con competenza funzionale delle Corti d'Appello di Roma e della Corte d'Appello nel cui distretto ha sede l'intermediario, rispettivamente, per le sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia e quelle irrogate dalla Consob⁵⁸⁹.

Il sistema di norme applicabili ha risentito della declaratoria di illegittimità costituzionale della disciplina previgente, alla stregua della quale il giudice amministrativo sarebbe stato munito di giurisdizione e autorizzato, in via eccezionale, dalla norma di cui all'art. 134 c.p.a., a giudicare nel merito della decisione. Dunque, avrebbe potuto discorrersi di *full jurisdiction*, nel senso sopra chiarito. In effetti, la questione è ben più spinosa, perché i motivi della posizione assunta dalla Corte costituzionale nelle sentenze «gemelle»⁵⁹⁰ del 27 giugno 2012, n. 162 e 15 aprile 2014, n. 94 – che hanno riscritto il regime delle impugnazioni, rispettivamente, per il caso della Consob e della Banca d'Italia – sembrano sovvertire la costruzione che faticosamente aveva portato la dottrina a cogliere, nella cognizione di merito, un sindacato ancora più penetrante e appagante per il singolo, perché esteso all'esercizio del potere pubblico. Inoltre, nonostante la generale praticabilità delle soluzioni offerte nelle pronunce *de quibus*, non sembrerebbe possibile stabilire, a prescindere da un accertamento in concreto, che

⁵⁸⁸ Sulla reviviscenza della norma abrogata, nel caso specifico della giurisdizione in tema di sanzioni di competenza della Consob e della Banca d'Italia, si veda G. SERGES, *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*, nota a Corte cost. 15 aprile 2014, n. 94, in *Giur. cost.*, 2014, p. 1695 ss.

⁵⁸⁹ La ragione di questa disparità risiede, secondo *Id.*, p. 1699, nel fatto che, in assenza del riferimento preciso alla competenza funzionale della Corte d'Appello di Roma, il procedimento avrebbe dovuto prevedere i canonici due gradi di giudizio, esclusi dalle norme in precedenza abrogate. Un sistema siffatto, nelle parole dell'autore, aveva permesso una spedita "deferenza" rispetto alle posizioni espresse dalle autorità di vigilanza.

⁵⁹⁰ M.A. IMPINNA, *op. cit.*, p. 15.

i poteri sanzionatori trovino il loro corrispettivo, nella sfera giuridica del privato colpito, nell'interesse legittimo piuttosto che nel diritto soggettivo o nella perdita di *chances*⁵⁹¹.

Infatti, il nodo principale della questione attiene all'inconferenza, secondo il giudice delle leggi, dell'attribuzione delle controversie in materia sanzionatoria al giudice amministrativo, sull'assunto che l'esercizio del potere, in quei casi, non assuma mai i connotati della discrezionalità amministrativa e, di conseguenza, la posizione del ricorrente lesa quella dell'interesse legittimo. Attraverso questa costruzione, la potestà sanzionatoria viene isolata dall'attività di vigilanza globalmente intesa, nonostante sia comunque riconosciuta la strumentalità della prima rispetto alla seconda⁵⁹².

Alla luce delle considerazioni svolte nel capitolo che immediatamente precede in tema di regolazione economica europea, non convince l'approccio atomistico alla materia della vigilanza, che, come formula organizzativa, "vive" nella terra di mezzo tra le diverse fasi dell'autorità pubblica (regolamentare, di mero controllo, ispettiva, sanzionatoria) ed è affidata a una singola istituzione per rispondere allo scopo di servire un obiettivo di interesse generale nel più efficace dei modi. Inoltre, la soluzione proposta sembra essere troppo drastica da impedire in radice che essa possa atteggiarsi come un "giusto rimedio", in quanto tale calzante rispetto al profilo sostanziale della situazione controversa⁵⁹³. In primo luogo, la dottrina ha contestato l'esattezza della qualificazione dei poteri esercitati in termini di attività vincolata, poiché «il fatto presupposto (da qualificare alla luce di una norma speciale o di un parametro generale come la "sana e prudente gestione") richiede valutazioni complesse di tipo tecnico [...] rispetto alle quali anche il giudice ordinario mantiene generalmente un atteggiamento di "deferenza"»; a ciò deve aggiungersi che l'accessibilità anche al giudice

⁵⁹¹ Riguardo a quest'ultimo aspetto, *Id.*, p. 18, riporta che, addirittura, talvolta il carattere schiettamente punitivo della sanzione finisce per schermare l'eventuale interesse pubblico che questa dovrebbe "servire". Tra gli autori che hanno commentato la disciplina precedente alla declaratoria di illegittimità delle norme che attribuivano la cognizione in materia di provvedimenti sanzionatori alla giurisdizione esclusiva e di merito del giudice amministrativo, M. GOLA, *op. cit.*, p. 481, esprimeva già perplessità intorno alla compatibilità della natura delle situazioni giuridiche soggettive incise da detti provvedimenti con l'attribuzione all'a.g.a., trovando nell'istituzione di una sorta di "specializzazione" nella materia *de qua* l'unica ragione a supporto della soluzione adottata.

⁵⁹² Quanto detto vale sia per le sanzioni irrogate dalla Consob, che per quelle irrogate dalla Banca d'Italia, come riporta M.A. IMPINNA, *op. cit.*, pp. 17, la quale osserva come, anche in merito all'ammontare della sanzione pecuniaria in concreto irrogata, «non esista unità di vedute». In effetti, l'effetto segnaletico che può scaturire dall'applicazione della misura potrebbe deporre a favore della tesi che rinviene anche nell'esercizio della potestà sanzionatoria le vestigia della discrezionalità, caratteristica della vigilanza.

⁵⁹³ F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 538, richiama la celebre Cass., Sez. un., 23 dicembre 2008, n. 30254, in *Riv. dir. proc.*, 2009, pp. 449 ss., con nota di G. VERDE, *Ancora su pregiudizialità amministrativa e riparto di giurisdizione*.

amministrativo della consulenza tecnica d'ufficio ha fatto cadere un ulteriore *discrimen* tra le due giurisdizioni, a tutto vantaggio della profondità del sindacato del giudice amministrativo⁵⁹⁴. In via residuale, ma giova ricordarlo, la natura della posizione di interesse vantata dal soggetto vigilato non è elemento determinante ai fini dell'attribuzione della cognizione in materia di sanzioni amministrative pecuniarie erogate dalle autorità di vigilanza finanziaria⁵⁹⁵.

2. La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari

In base all'art. 28 cost. e al carattere pubblicistico delle autorità amministrative indipendenti⁵⁹⁶, anche le autorità di vigilanza sui mercati finanziari sono esposte alla responsabilità civile per effetto del loro operato illecito e delle loro illecite omissioni⁵⁹⁷, e ciò anche nei confronti di investitori e risparmiatori, estranei al rapporto di vigilanza⁵⁹⁸. Il danno

⁵⁹⁴ M. CLARICH e A. PISANESCHI, *op. cit.*, p. 1173; M.A. IMPINNA, *op. cit.*, pp. 13-14.

⁵⁹⁵ *Id.*, p. 20. Per una introduzione in chiave civilistica, si rinvia a G. ALPA, *Diritto della responsabilità civile*, Roma-Bari, 2003, pp. 72-74.

⁵⁹⁶ Può considerarsi esemplare la ricostruzione operata in Corte cost. 28 febbraio 1992, n. 74, in *Giur. cost.*, 1992, pp. 398 ss.

⁵⁹⁷ A. ANELLI, *Quale limite per la responsabilità delle cd. autorità di vigilanza?*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Le società*, 2011, p. 803.

⁵⁹⁸ Il principio del *neminem laedere*, infatti, trova applicazione anche nei confronti dell'attività delle autorità amministrative indipendenti (B. ANDÒ, *Responsabilità civile della Consob per omessa vigilanza sugli intermediari*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, I, p. 1126). Per una disamina sulle principali pronunce giurisprudenziali intervenute sul tema specifico della responsabilità civile delle autorità di vigilanza finanziaria, tra le autorità amministrative indipendenti, si rinvia a A. ANELLI, *op. cit.*, n. 6681, in *Le società*, 2011, pp. 796 ss. L'attività delle autorità di vigilanza, infatti, "guarda", da un lato, agli intermediari finanziari e, dall'altro, alla clientela – risparmiatori e investitori (A. VALASTRO, *op. cit.*, p. 63). Già a partire da Cass., Sez. un., 4 febbraio 2005, n. 2207, con nota di C. CASTRONOVO, *Sezioni più unite che antitrust*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, p. 435 ss., e Cass. Sez. un., 29 luglio 2005, n. 15916, in *Mass. Foro it.*, 2005, pp. 1257 ss. che hanno riconosciuto la titolarità dell'interesse ad agire in capo a tutti coloro che operano sul mercato regolato, appare superato l'indirizzo giurisprudenziale che tendeva a limitare la responsabilità delle autorità alla sola sfera dei soggetti vigilati, affermato, tra le altre pronunce, in Cass., 9 dicembre 2002, n. 17475, in *Riv. dir. comm.*, 2003, II, pp. 325 ss., con nota di M.R. MAUGERI, *Sulla tutela di chi conclude un contratto con un'impresa che partecipa ad un'intesa vietata*. Si segnala, comunque, un orientamento minoritario che sostiene la riconducibilità della responsabilità della PA, per il tramite della teoria del contatto sociale, all'area contrattuale allo scopo di facilitare la posizione del ricorrente danneggiato. Requisiti necessari perché si abbia responsabilità da contatto sociale della PA sarebbero il riscontro di un rapporto contrattuale di fatto oppure di un affidamento giuridicamente rilevante, in presenza di puntuali previsioni normative. In questo caso, potrebbe trovare applicazione anche la teoria dei doveri di protezione, che si esprimono in specifiche regole di condotta anche nel rapporto tra PA e cittadino. Il danno risarcibile sarebbe, però, limitato alla voce dell'interesse negativo. Sul punto, F. GARRI, *Elementi della responsabilità della pubblica amministrazione per danni causati a terzi*, in *Foro amm. CdS.*, 2011, p. 681 s.

risarcibile comprende sia il danno patrimoniale, considerato debito di valore⁵⁹⁹, che il danno non patrimoniale⁶⁰⁰.

L'aspetto finale del regime di responsabilità delle autorità di vigilanza finanziaria ha seguito le vie tortuose della ricostruzione delle "questioni preliminari" della natura dell'interesse risarcibile e della pregiudiziale amministrativa⁶⁰¹. Fanno da sfondo a questa indagine il particolare atteggiarsi degli elementi oggettivo e soggettivo dell'illecito nell'ipotesi della responsabilità civile della p.a. Prima di esaminare il concreto atteggiarsi del requisito soggettivo dell'illecito civile nel caso in cui agenti siano le autorità di vigilanza sui mercati finanziari, si dedicheranno rapidi cenni alla natura dell'interesse risarcibile, all'ingiustizia del danno prodotto e al nesso di causalità nella fattispecie *de qua*.

Infatti, prima del cambio di prospettiva inaugurato dalla celeberrima Cass., Sez. un., 22 luglio 1999, n. 500 – che ha ampliato i confini dell'ingiustizia del danno sino a includere ogni interesse giuridicamente rilevante – la soluzione del problema passava per un riferimento⁶⁰² al regime generale di cui all'art. 2043 c.c. e per una successiva, automatica, qualificazione della posizione vantata dal danneggiato in termini di diritto soggettivo. Attualmente, le proposte di dottrina e giurisprudenza oscillano tra il riscontro di un diritto soggettivo – di credito⁶⁰³, oppure all'integrità del patrimonio e alla tutela dell'autonomia negoziale – del danneggiato nei confronti dell'intermediario, piuttosto che di un interesse legittimo, «inteso come situazione sostanziale di vantaggio inattiva, che confida per la sua realizzazione nel corretto esercizio discrezionale del potere amministrativo»⁶⁰⁴, ovvero di un legittimo affidamento. Contribuisce

⁵⁹⁹ A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale. Profili pubblici e applicazioni giurisprudenziali*, Milano, 2012, p. 195.

⁶⁰⁰ F. GARRI, *op. cit.*, p. 705 s. Sulle «regole del risarcimento» si rinvia a G. ALPA, *Diritto della responsabilità civile*, cit., pp. 277-287.

⁶⁰¹ Il problema della natura dell'interesse leso è stato analizzato da R. CARANTA, *La responsabilità extracontrattuale della pubblica amministrazione. Sistemi e tecniche*, Milano, 1993, p. 103 ss. e p. 446 ss. È interessante, inoltre, osservare come nonostante circa venticinque anni siano trascorsi dalla pubblicazione dell'indagine appena citata, il problema della pregiudiziale amministrativa venga ancora affrontato "ora come allora".

⁶⁰² Prova ne è la speculazione dottrinale, ripercorsa da R. D'AMBROSIO, *La responsabilità delle autorità di vigilanza*, cit. p. 250 ss. Vale la pena soltanto accennare alla tesi minoritaria che riporta la responsabilità delle autorità di vigilanza finanziaria all'area del contatto sociale, per il tramite della valorizzazione degli obblighi di protezione del mercato e degli investitori, che sarà esaminata nelle pagine che seguono (A. SANTORO, *op. cit.*, p. 197).

⁶⁰³ Sulla dimensione extracontrattuale della lesione del diritto di credito, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di G. Alpa, IV, Milano, 1999, p. 490.

⁶⁰⁴ Sul punto, cfr. R. D'AMBROSIO, *La responsabilità delle autorità di vigilanza*, cit., p. 252 ss., che analizza le ricadute di Cass. 17 marzo 2000, n. 3132, e i rilievi di A. ANELLI, *op. cit.*, p. 801. La definizione di interesse legittimo è tratta da F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 544 s. L'autore da ultimo richiamato sottolinea come il diritto soggettivo trovi una tutela piena, in quanto la sua stessa lesione è considerata consustanziale all'area dell'illiceità civile, mentre le sorti dell'interesse legittimo sono legate a

a rendere ambigua la natura dell'interesse protetto la circostanza che l'agire illecito delle autorità di vigilanza può colpire sia gli intermediari sottoposti a vigilanza che gli investitori/risparmiatori terzi rispetto al rapporto di controllo. Infatti, proprio il “non agire”, laddove l'intervento sia invece doveroso, pregiudica, anche se indirettamente, non soltanto gli investitori/risparmiatori, ma anche gli intermediari concorrenti, che subiscono l'ingresso nel mercato di ulteriori *competitors* in ragione di un'autorizzazione non dovuta.

Gli effetti riflessi dell'azione o dell'inerzia amministrativa, insomma, potrebbero trovare il proprio contrappeso naturale nell'interesse legittimo al buon andamento dell'attività di vigilanza riferita alla tutela del mercato e, collettivamente, dei suoi partecipanti. Il caso concreto, però, può dischiudere ulteriori scenari, nei quali sia possibile riscontrare la lesione di diritti soggettivi, come anche di situazioni soggettive di confine.

Sembra, invece, indiscutibile che il danno sofferto dai soggetti estranei al rapporto di vigilanza sia *contra ius*, stando alla formulazione della norma di cui all'art. 5 comma 2, t.u.f., che richiama testualmente l'obiettivo della protezione degli investitori tra i criteri direttivi della vigilanza regolamentare, alla quale può attribuirsi un valore sistematico⁶⁰⁵. Più nel dettaglio, l'ingiustizia del danno sofferto da investitori e/o risparmiatori è condizionata alla ricorrenza del suplice requisito della «ragionevole prevedibilità dei fruitori delle informazioni e della supervisione dell'autorità»⁶⁰⁶.

Il nesso di causalità deve essere apprezzato, secondo alcuni⁶⁰⁷, in base al criterio della *condicio sine qua non*, di cui agli artt. 40 e 41 c.p., mentre, secondo altri, in base al meno rigoroso criterio della prevedibilità del danno da omessa ovvero da cattiva vigilanza, in conformità al senso attribuito poco sopra all'ingiustizia del danno. In presenza di attività amministrativa, la valutazione del nesso di causalità prevede una prima fase di verifica del collegamento tra il vizio lamentato e il contenuto del provvedimento impugnato e una seconda fase di vero e proprio apprezzamento del danno provocato; in caso di inerzia, invece, il giudizio controfattuale sarà, secondo le regole generali, un giudizio ipotetico, volto a stabilire se il danno si sarebbe comunque prodotto, qualora l'amministrazione avesse adottato il

doppio filo alla dilatazione del principio della correttezza, che permette di isolare ciò che è sostanzialmente illecito all'interno di ciò che è formalmente legittimo.

⁶⁰⁵ M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 270.

⁶⁰⁶ F. GARRI, *op. cit.*, p. 698. Sulla risarcibilità del danno da perdita di *chances*, che costituisce il «primo gradino» nel sistema delle tutele degli interessi ritenuti meritevoli di tutela giuridica, si veda F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 553 ss.

⁶⁰⁷ F. GARRI, *op. cit.*, pp. 698 e 728.

comportamento dovuto⁶⁰⁸. Naturalmente, troveranno applicazione anche le regole generali che governano l'interruzione del nesso di causalità. La precisazione è quanto mai necessaria in questa sede, dal momento che la materia "manipolata" dalle autorità di vigilanza finanziaria, rende difficile misurare l'impatto marginale delle esternalità negative di una determinata iniziativa regolatoria (oppure di un'iniziativa mancata) sul mercato, così da escludere che il danno prodotto non sia, piuttosto, imputabile a fattori estranei alla sfera di controllo delle autorità stesse. Ad ogni modo, nonostante il rischio di incrementare l'azzardo morale degli operatori del mercato per il tramite di un regime della responsabilità civile troppo severo nei confronti delle autorità – che potrebbe tradursi, piuttosto, in un'occasione di lucro per i primi – le autorità di vigilanza devono svolgere la propria attività in modo efficiente, ma diligente, ossia non risparmiando sui poteri di ispezione, a fronte di irregolarità evidenti poste in essere dai soggetti sottoposti a controllo⁶⁰⁹.

Per quanto riguarda il livello istituzionale europeo, secondo la formulazione identica degli artt. 69, parr. 1, dei regg. n. 1093 e 1095 del 2010, rispettivamente per l'EBA e per l'ESMA, «in materia di responsabilità extracontrattuale, l'Autorità risarcisce, conformemente ai principi generali comuni agli ordinamenti degli Stati membri, i danni cagionati dall'Autorità stessa o dal suo personale nell'esercizio delle sue funzioni. La Corte di giustizia dell'Unione europea è competente a conoscere delle controversie relative al risarcimento dei danni». Il riferimento alla tradizione giuridica degli Stati membri consente di adoperare il paradigma che si tenterà di tracciare nelle pagine che seguono anche con riferimento alla responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nazionali, in quanto rappresentativo della tradizione italiana. Come sottolinea la dottrina, a fronte di una certa disomogeneità degli Stati membri nell'affrontare la problematica in esame, una buona soluzione di compromesso, tra le varie possibili in astratto, può essere proprio quella dell'adozione del modello italiano, che limita la responsabilità delle autorità di vigilanza alle ipotesi di colpa grave e dolo: a favore di questa soluzione sembrerebbe deporre il parametro della sufficiente gravità della violazione, elaborato dalla stessa CGUE in relazione alla responsabilità extracontrattuale delle istituzioni europee⁶¹⁰. Tuttavia, come si è avrà modo di osservare nelle pagine che seguono, l'esenzione

⁶⁰⁸ F. GARRI, *op. cit.*, p. 728 s.

⁶⁰⁹ E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 178 s.; B. ANDÒ, *op. cit.*, p. 1129.

⁶¹⁰ R. D'AMBROSIO, *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority*, cit., pp. 96-98, segnala che la politica degli Stati membri dell'Ue, in materia di responsabilità civile delle autorità di vigilanza nei confronti dei risparmiatori, può spaziare

della responsabilità da colpa lieve crea un vuoto di tutela inaccettabile, se non controbilanciato dalla responsabilizzazione delle cdd. autorità di fatto.

2.1. (Segue) *La colpa delle autorità di vigilanza e l'art. 24, comma 6-bis, l. n. 262 del 2005: l'esenzione dalla responsabilità per colpa lieve tra vuoti di tutela e peculiarità del settore*

Per ciò che concerne il requisito soggettivo dell'illecito, la norma in commento stabilisce che le autorità di vigilanza finanziaria non rispondono che per dolo o colpa grave ed estende a queste ultime – intese, tuttavia, come apparato – il regime già previsto in via generale per la responsabilità personale dell'impiegato pubblico, *ex art. 23, D.P.R. 10 gennaio 1957, n. 3*⁶¹¹. È necessario, a questo punto, dedicare un cenno alla materia della colpa professionale e alla *ratio* giuseconomica sottostante all'applicazione dell'esonero di cui si discute all'ipotesi paradigmatica della responsabilità civile della p.a.

Sulla scia della giurisprudenza maggioritaria, e a fronte di una formula legislativa che non dice nulla sulle fattispecie nelle quali essa si manifesti⁶¹², la colpa dell'amministrazione, sotto forma di negligenza, imperizia o imprudenza⁶¹³, è segnalata dalla «violazione delle regole di imparzialità, correttezza e buona fede alle quali l'esercizio della funzione deve sempre ispirarsi», nonché, al livello europeo, «delle regole di trasparenza, non discriminazione, libera concorrenza e parità di trattamento»⁶¹⁴. Inoltre, secondo l'orientamento maggioritario, deve guardarsi al funzionamento complessivo dell'apparato pubblico considerato⁶¹⁵.

Il riferimento al sistema delle norme che governano l'agire amministrativo si presta, tuttavia, a un duplice ordine di osservazioni: da un lato, infatti, l'eventuale incertezza sul quadro normativo di riferimento – dovuta, ad esempio, a contrasti interpretativi – ne rende

dall'esenzione completa di responsabilità (Germania), alla responsabilità per colpa grave e dolo (Francia e Italia, appunto). In nessun caso sembra che tra i principi comuni rientri quello della responsabilità anche per colpa lieve.

⁶¹¹ D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile della autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6 bis, della legge n. 262/2005: un primo monito dalla Cassazione?*, nota a Cass. 25 febbraio 2009, n. 4857, in *Giur. it.*, 2009, p. 2308.

⁶¹² A. ANELLI, *op. cit.*, p. 805.

⁶¹³ Un approccio del genere sembra correggere in via giurisprudenziale il portato della norma di cui all'art. 24, l. n. 262 del 2005. Cfr. A. ANELLI, *op. cit.*, p. 806, e D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile*, cit., p. 2311.

⁶¹⁴ Cfr. F. GARRI, *op. cit.*, p. 722, e I. NASTI, *Risarcimento danni da atto illegittimo e responsabilità civile delle Autorità indipendenti: il caso AGCOM*, nota a Tar Lazio 26 maggio 2014, n. 5570, in *Corr. giur.*, 2015, p. 61.

⁶¹⁵ In questo senso, poiché l'attività dell'amministrazione «è il frutto di procedimenti impersonali che la rendono oggettiva», l'indagine sull'elemento psicologico dell'illecito civile assume una connotazione altrettanto impersonale e, perciò, basata su elementi oggettivi, come le norme che governano l'agire amministrativo, in attuazione dell'art. 97 cost. (F. GARRI, *op. cit.*, p. 721).

piú ardua la prova e concede alla p.a. un'importante circostanza esimente⁶¹⁶; dall'altro, la latitudine della discrezionalità accordata all'autorità impone un'allegazione puntuale di circostanze e modelli operativi di tipo tecnico che potrebbe, parimenti, complicare la posizione del danneggiato, sul quale grava l'onere di dimostrare la sussistenza dell'illecito nelle sue componenti costitutive⁶¹⁷.

L'individuazione del limite inferiore di rilevanza della responsabilità nella colpa grave deriva da una precisa opzione di politica legislativa e da un'altrettanto precisa valutazione di costo-opportunità. Infatti, la diligenza del controllo svolto dall'autorità di vigilanza, che realizza un interesse generale assolutamente fondamentale, in modo apparentemente paradossale, si riduce laddove dovrebbe essere data per scontata⁶¹⁸. La colpa grave deriva, infatti, da un errore inescusabile proprio perché attiene alla mancata applicazione delle cognizioni generali e basilari della professione o all'inesperienza professionale⁶¹⁹. Alcuni hanno sostenuto che l'aumento di complessità dei compiti di cui le autorità in oggetto sono titolari abbia determinato il ridimensionamento della rilevanza degli errori che possono configurare una colpa lieve⁶²⁰. Questa opzione di compromesso risponde alla *ratio* giuseconomica di non penalizzare eccessivamente la condotta socialmente utile dell'agente e, d'altra parte, di sollecitare la diligenza del danneggiato nel limitare il danno, nel tentativo di scongiurare un meccanico affidamento del pubblico sull'attività delle autorità di vigilanza⁶²¹.

L'esenzione della responsabilità da colpa lieve, tuttavia, ha suscitato una serie di perplessità in dottrina, che attengono, in primo luogo, all'ambito di applicazione dall'art. 2236 c.c., che, in materia di responsabilità contrattuale "scusa" l'imperizia del professionista colpevole, quando la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà⁶²². Se così

⁶¹⁶ F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 552. Peraltro, come riporta F. GARRI, *op. cit.*, pp. 722 e 726 «ai fini della scusabilità o evitabilità dell'errore deve farsi riferimento al giurista di medio livello che applica professionalmente norme amministrative»; ai fini del riscontro di un'asserita controversia interpretativa, invece, dovrà indagarsi l'esistenza di soluzioni alternative virtualmente praticabili, che non siano, cioè, definitivamente abbandonate, perché minoritarie. Sulle esimenti in generale, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 331 ss.

⁶¹⁷ I. NASTI, *op. cit.*, p. 61.

⁶¹⁸ Cfr. G. ALPA, *La responsabilità d'impresa nel terzo millennio*, in *La responsabilità d'impresa*, a cura di G. Alpa e G. Conte, Milano, 2015, p. 12, il quale evidenzia come nella prospettiva della *culpa levisima* «il soggetto agente [...] sia obbligati ad osservare la massima diligenza per evitare la minima colpa».

⁶¹⁹ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., p. 16.

⁶²⁰ D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità*, cit., p. 2309.

⁶²¹ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., p. 19. A. SANTORO, *op. cit.*, p. 195, infatti, richiama l'art. 1227, commi 1 e 2, c.c.

⁶²² Sul punto, si rinvia a G. ALPA, *Diritto della responsabilità civile*, cit., pp. 96-100.

fosse, la responsabilità per colpa grave potrebbe configurarsi come colpa professionale, essendo il risultato di imperizia, ma sarebbe anche controbilanciata da un grado di diligenza attesa più elevato, secondo l'art. 1176, comma 2, c.c.⁶²³. Gli autori che hanno applicato *sic et simpliciter* il regime di cui all'art. 2236 c.c. all'ipotesi in parola, in virtù di una difficoltà, per così dire, ontologica delle prestazioni in questione, potrebbero aver sottovalutato il fatto una buona parte delle operazioni svolte dalle autorità di vigilanza, piuttosto che nella soluzione di problemi tecnici di particolare difficoltà, si sostanzia nell'applicazione della legge e prevede il coinvolgimento finale del dipartimento legale, del quale fanno parte giuristi ben più esperti della media del personale della P.A. In questi casi, l'applicazione del regime della responsabilità professionale creerebbe un vero e proprio alone di privilegio intorno all'attività amministrativa "indipendente", che sembrerebbe non adeguatamente bilanciato⁶²⁴.

Anche se il legislatore nazionale non fa che allinearsi al *diktat* degli *standard setters* (il Comitato di Basilea e il FSB, ai vertici della *governance* globale, hanno caldamente incoraggiato una protezione legale adeguata del *supervisor*), resta fermo che l'esenzione di responsabilità in parola sembrerebbe porsi in contrasto con il principio della protezione della sfera del cliente e della tutela delle situazioni giuridiche soggettive, sancita in via generale dall'art. 6, comma 1, CEDU – che com'è noto, ha acquisito lo status di diritto primario dell'Unione, in seguito al Trattato di Lisbona⁶²⁵. Visto che, in sede di *policy-making*, il concetto economico del bilanciamento dei costi e delle opportunità connesse a una determinata attività dotata di rilievo collettivo sembra condurre *de plano* alla soluzione normativa che favorisce le autorità, può essere interessante verificare la conformità della soluzione "imposta" rispetto al quadro costituzionale allargato anche al livello europeo. Se l'indirizzo maggioritario propone di sistemare su un piatto della bilancia il principio di buon andamento della p.a., di cui all'art. 97 cost., letto congiuntamente al principio di tutela del risparmio in tutte le sue forme, di cui all'art. 47 cost. – il che si traduce, come sembra, nell'interesse pubblico al buon andamento del sistema della vigilanza sui mercati finanziari, che potrebbe essere, invece, ostacolato da

⁶²³ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., pp. 20 e 59 s. Puntualizza l'autore che solo qualora venga effettivamente in questione la perizia possa porsi una questione di particolare difficoltà tecnica, ai fini dell'applicazione dell'art. 2236 c.c. L. MANNA, *op. cit.*, p. 110, invece, osserva che la colpa professionale e, in particolare, l'esenzione della responsabilità per colpa lieve, permette di avvicinare il regime probatorio della responsabilità contrattuale a quello della responsabilità extracontrattuale.

⁶²⁴ G. ALPA, *Diritto della responsabilità civile*, cit., p. 97, e D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile*, cit., p. 2311.

⁶²⁵ Sul punto, R. D'AMBROSIO, *La responsabilità delle autorità di vigilanza*, cit., pp. 285-297.

una pioggia di liti⁶²⁶ – e, sull'altro piatto, la tutela della posizione del risparmiatore e dell'investitore, potrebbe prevalere in questo caso il valore della tutela del risparmio in tutte le sue forme. Esso, tuttavia, va inteso, come presidio della stabilità di un mercato di per sé rischioso, nel quale una “prognosi postuma” dell'impatto dell'attività di vigilanza sui terzi non deve condurre a uno scadimento della qualità complessiva del servizio offerto, né alla disincentivazione all'adozione di decisioni potenzialmente più impegnative, sul piano delle conseguenze. A ciò deve aggiungersi che le autorità di settore possono legittimamente presumersi meno esposte ad errori banali e, pertanto, inescusabili. In una prospettiva *de iure condendo*, una generalizzazione(*rectius*, penalizzazione) di questo tipo potrebbe rivelarsi maggiormente rispettosa dell'ordine giuridico, piuttosto che economico, della regolazione di settore, ma, appunto, potrebbe frenare l'adozione delle decisioni più “sperimentali”, rallentando, così, il ritmo con il quale l'attività di regolamentazione segue il progresso sul mercato.

Dal punto di vista del governo applicativo della norma in oggetto, l'art. 24, l. n. 262 del 2005, menziona espressamente le attività di controllo, ed esclude le attività paragiurisdizionali o quelle che competono ancora alla Banca d'Italia in materia di sistemi di pagamento dall'area di esenzione dalla responsabilità per colpa lieve.

L'articolo di legge in parola, inoltre, non distingue tra le varie funzioni demandate alle autorità di vigilanza finanziaria (si considerino, ad esempio, i poteri della Banca d'Italia riconducibili al suo status di *ex banca centrale*⁶²⁷), e sembrerebbe, perciò, creare una disparità di trattamento rispetto alle autorità competenti per gli altri settori. Queste ultime, peraltro, sono collettivamente soggette alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo *ex art.* 133 c.p.a., ciò che espone la legittimità costituzionale della norma a più di una critica, sul piano della ragionevolezza *ex art.* 3 cost.⁶²⁸. Nonostante il diverso avviso della dottrina maggioritaria⁶²⁹, la disparità di trattamento può giustificarsi, ancora una volta, nelle imperfezioni strutturali dei mercati finanziari e, in particolare, nel pericolo di azzardo morale

⁶²⁶ R. D'AMBROSIO, *La responsabilità delle autorità di vigilanza*, cit., p. 285.

⁶²⁷ Tra queste, ad esempio, rientrano le competenze in materia di sistemi di pagamento. Sull'aspetto specifico della responsabilità della Banca d'Italia in veste di banca centrale, in quanto tale, attualmente integrata nel SEBC, si rinvia a R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., pp. 253-255.

⁶²⁸ I. NASTI, *op. cit.*, p. 62 s.

⁶²⁹ La dottrina sottolinea, infatti, il rischio che l'esonero dalla responsabilità per colpa lieve vada a detrimento del diritto di difesa del cliente, investitore o risparmiatore, garantito dall'art. 6, comma 1, CEDU. Sul punto cfr. D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità*, cit., p. 2308; E.L. CAMILLI, *op. cit.*, p. 179 ss., e R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 249 ss.

da parte degli operatori. La minaccia di importanti ricadute sull'economia e di propagazione a macchia d'olio sul mercato richiedono, infatti, un intervento piú audace da parte delle autorità. La tendenza alla personalizzazione della disciplina del rapporto di intermediazione finanziaria e delle connesse forme di tutela consente, poi, di compiere un passo ulteriore, a "discolpa" del legislatore: la *know your customer rule* comporta un legittimo affievolimento delle tutele accordate agli investitori qualificati, sull'assunto che essi siano in grado di proteggersi dalle insidie del mercato⁶³⁰. Sotto un diverso angolo visuale, inoltre, l'iniziativa del legislatore italiano di circoscrivere la responsabilità alla soglia della colpa lieve può anche considerarsi scriminata dalla prassi legislativa degli altri Stati membri dell'Ue e dalla stessa giurisprudenza della CGUE, che àncora la profondità del sindacato giurisdizionale al principio della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato⁶³¹. Anche alla luce di tutto quanto appena precisato, tuttavia, ancora non convince l'esenzione di responsabilità nei confronti degli investitori non professionali, che davvero potrebbero finire per pagare le spese di una tutela giurisdizionale frammentata e sommaria nel merito. Come si è avvertito, infatti, la circostanza che l'esenzione di responsabilità per colpa lieve operi anche rispetto all'apparato delle autorità di vigilanza, crea una vera e propria area di immunità⁶³². Esiste, tuttavia, una soluzione a questo *impasse*.

La parziale esenzione da responsabilità⁶³³ può apparire congrua, a patto di valorizzare la distribuzione dei poteri di intervento sulle imperfezioni di mercato – e quindi anche la distribuzione dei rispettivi addebiti – tra autorità dotate di investitura ufficiale e autorità di fatto. In questo modo si assegnerebbe un obiettivo concreto all'educazione finanziaria, che, così, troverebbe un effettivo riscontro nella graduazione delle forme di tutela degli investitori. Inoltre, troverebbe un coerente corrispettivo anche il ruolo pubblicistico svolto dalle forze private, in attuazione del principio di sussidiarietà orizzontale. Non sembra, infatti, plausibile che gli operatori economici, all'indomani della crisi globale, imputino, *sic et simpliciter*, il cattivo esito di un'operazione al passivo affidamento da essi riposto sul controllo svolta dalle autorità

⁶³⁰ *Infra* cap I, § 1.3. In questa sede, vale la pena sottolineare, insieme a V. CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della «fine della finanza»*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Resp. civ. prev.*, 2011, p. 1524, che «i tipi legali di investitore che condizionano l'applicazione dei diversi regimi hanno carattere dispositivo: posto che siano soddisfatti determinati requisiti formali e sostanziali».

⁶³¹ *Id.*, p. 1526.

⁶³² Analizza il principio della *full jurisdiction* nella dimensione del processo amministrativo M. ALLENA, *op. cit.*, p. 1602 ss.

⁶³³ V. CALDERAI, *op. cit.*, p. 1522 ss.

del settore, e che, perciò, siano completamente ristorati del danno eventualmente subito: un conto è escludere che il sistema si impervi sull'autoprotezione⁶³⁴, ben altra cosa è poi vanificare lo sforzo compiuto, in termini di politica legislativa, sul piano dell'informazione della clientela (cd. educazione finanziaria). Né, tantomeno, può accettarsi che i più sofisticati e autorevoli, tra detti operatori, dettino le regole del gioco e non paghino il prezzo del potere.

Una prospettiva del genere, può rivelarsi completamente convincente se, e soltanto se, il regime di responsabilità degli altri *gatekeepers* privati sia effettivamente complementare rispetto a quello delle *authorities*, in quanto «la libera concorrenza e la competitività che la connota assegnano [...] un ruolo centrale ad ogni singolo soggetto giuridico operante nel settore»⁶³⁵. Per fare un esempio su tutti, che si saldi perfettamente con gli argomenti sin qui esposti, attraverso una serie di passaggi ermeneutici è possibile “responsabilizzare” le agenzie di *rating* sino alla soglia della colpa lieve, in modo tale da sanzionare, nelle ipotesi in cui la loro attività effettivamente “doppi” quella delle autorità di vigilanza, proprio quella colpa lieve che resterebbe, altrimenti, impunita lungo tutta la catena dello *standard-setting* pubblico e privato. L'art 24, comma 6-*bis*, l. n. 262 del 2005, tuttavia, letto congiuntamente all'art. 2236 c.c., che trova applicazione anche in ambito extracontrattuale⁶³⁶, potrebbe fondare un regime della responsabilità civile meno stringente anche per gli organismi privati formalmente incaricati di funzioni ancillari alla vigilanza ufficiale⁶³⁷. Non a caso, nell'unica norma che regola la responsabilità civile delle appena nominate agenzie di *rating*, l'art. 35-*bis*, reg. CRA III, si ripete l'esenzione della responsabilità per colpa lieve. Gli stessi argomenti presentati a supporto della formulazione dell'art. 24, comma 6-*bis*, l. n. 262 del 2005, potrebbero ripetersi in questa sede, a patto che, analogamente a quanto accade nei dipartimenti delle *authorities*, siano delimitate con cura, nelle regole di organizzazione interna, le “funzioni” svolte dai diversi uffici di cui si compongono detti organismi privati. Come si è tentato di evidenziare nelle pagine che precedono, la materia è particolarmente insidiosa, poiché i *rating* utilizzati per

⁶³⁴ D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile*, cit., p. 2312.

⁶³⁵ L'espressione è di M. GOLA, *op. cit.*, p. 466. Da non trascurare è la *ratio* sottesa all'esenzione dalla responsabilità per colpa lieve, sia in termini generali di politica legislativa, che nella prospettiva economica dei problemi determinati dall'azione collettiva. Numerosi autori si sono occupati dell'esame di tali profili, infatti, taluni hanno sottolineato che «nella prospettiva di “equilibrata e ragionevole dimensione di contemperamento degli interessi in gioco” [...] un'eccessiva esposizione dell'amministrazione alle azioni dei risparmiatori» avrebbe potuto «tradursi in un incentivo perverso all'azione delle Autorità, con pregiudizio per l'efficiente andamento dei mercati» (V. CALDERAI, *op. cit.*, p. 1525).

⁶³⁶ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., p. 19.

⁶³⁷ R. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia*, cit., p. 253.

finalità di regolazione non sono il prodotto di un ramo di attività separato rispetto a quello commerciale. Pertanto, l'esonero da responsabilità per colpa lieve potrebbe condurre al risultato di assolvere una condotta poco accorta nei confronti degli investitori, e quindi del mercato, anche dal lato della domanda di servizi finanziari, lasciando il danneggiato completamente disarmato. All'esame approfondito della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* è, comunque, dedicato il § 3 di questo capitolo.

2.2. (Segue) *Il riparto di giurisdizione e le azioni risarcitorie nei confronti delle autorità amministrative indipendenti*

Per concludere l'esame della responsabilità civile delle autorità sui mercati finanziari, è necessario chiarire quale sia il giudice competente a *iuris dicere* in materia. Come accennato in apertura di questo paragrafo, la questione è influenzata, a sua volta, dal problema della pregiudiziale amministrativa e del riparto di giurisdizione in presenza di azioni risarcitorie cdd. autonome. Per ragioni pratiche, può essere opportuno descrivere i tre possibili scenari nei quali possono presentarsi dette questioni.

Nel primo, in cui sia l'omessa vigilanza ad aver causato il danno, l'azione risarcitoria sarà necessariamente autonoma.

Nel secondo, in cui il danno costituisca sviluppo logico dell'agire amministrativo, bisognerà distinguere il caso in cui esso sia ugualmente "autonomo", da un punto di vista causale, rispetto all'attività provvedimentoale, da quello in cui sia presente un provvedimento virtualmente impugnabile (terzo possibile scenario). In quest'ultima ipotesi, la formulazione dell'art. 35 c.p.a. sembrerebbe prospettare la possibilità di separare la fase del risarcimento del danno ingiusto dall'annullamento del provvedimento illegittimo. Tuttavia, secondo l'orientamento maggioritario in dottrina e in giurisprudenza, la mancata impugnazione e caducazione dell'atto lesivo è dato valutabile ai fini dell'esclusione o mitigazione del danno evitabile con l'ordinaria diligenza⁶³⁸.

⁶³⁸ L'ordinamento giuridico, peraltro, si orienta nella direzione del *favor veritatis*, in materia di informazioni, in generale. Si veda P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 328 s. Si vedano, inoltre, in dottrina F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 543 s. In giurisprudenza, Tar Lazio 26 maggio 2014, n. 5570, in *Corr. giur.*, 2015, con nota di I. NASTI, *Risarcimento danni da atto illegittimo e responsabilità civile delle Autorità indipendenti: il caso AGCOM*, p. 53, legge la norma di cui all'art. 30, comma 1, c.p.a. come risolutiva del problema posto dalla pregiudiziale amministrativa, nel senso che il diritto al risarcimento del danno è variabile indipendente dall'illegittimità dell'atto della p.a. Nel caso sottoposto all'esame del Tar Lazio, tuttavia, i due profili sono esaminati congiuntamente. L'autrice del commento citato (*Id.*, p. 61) intende l'autonomia tra i due fattori in senso

Dunque, anche se, in teoria, è possibile indirizzare la domanda risarcitoria direttamente al giudice amministrativo – poiché, l'art. 30, comma 3, c.p.a. fonda la proponibilità in via autonoma dell'azione di condanna sulla sussistenza della giurisdizione esclusiva (nel caso di specie, prevista dall'art. 133, comma 1, lett. c), c.p.a. in presenza di un provvedimento adottato dalle autorità di vigilanza finanziaria) – in pratica, è consigliabile agire con cautela e non trascurare gli effetti riflessi, che possono conseguire all'inattività dell'attore in questa direzione. Nelle altre due ipotesi, nelle quali l'azione risarcitoria si presenti propriamente autonoma, in difetto di «un atto amministrativo, eziologicamente rilevante, in via immediata o mediata, nella produzione dei danni di cui trattasi», la cognizione spetta, per orientamento consolidato della Corte di Cassazione⁶³⁹, al giudice ordinario, poiché, più in generale, «la giurisdizione del Giudice amministrativo resta [...] delimitata dal collegamento dell'esercizio in concreto del potere amministrativo secondo le forme tipiche previste dall'ordinamento»⁶⁴⁰.

3. La responsabilità delle agenzie di rating in veste di autorità di fatto. Premessa metodologica

Come si è anticipato nelle pagine precedenti, la reputazione di cui godono le agenzie di *rating* conferisce loro un ruolo particolare rispetto al problema della divulgazione di informazioni corrette ed affidabili, che, in quanto tali, riflettano lo stato di salute del mercato⁶⁴¹. Inoltre, come ha dimostrato l'ultima crisi, l'informazione economica, ancorché inesatta, condiziona le scelte dei soggetti informati e può comprometterne l'integrità patrimoniale. Il giudizio sintetico sulla *credit worthiness* di una determinata società o di un determinato strumento finanziario, infatti, pur riguardando «valori congetturati» – ossia

sfavorevole per il ricorrente, sostenendo che l'annullamento del provvedimento lesivo non integra l'elemento soggettivo dell'illecito civile. Nella stessa direzione, ma molto critico sul punto F. BUSNELLI, *op. cit.*, p. 284 ss., sembra porre la soluzione della questione della pregiudiziale amministrativa a metà strada tra il principio di precauzione e la presunzione, nel momento in cui si afferma che la mancata impugnazione dell'atto amministrativo può avere un rilievo eziologico sulla produzione del danno lamentato dal ricorrente. F. GARRI, *op. cit.*, p. 692, invece, sostiene, sulla scia di Cons. Stato, 2 novembre 2011, n. 5837, in *Urb. app.*, 2012, p. 331 ss., con nota di H. D'HERIN, *La rilevanza nel giudizio risarcitorio dell'omessa o tardiva impugnazione dell'atto illegittimo*, che la pregiudiziale amministrativa debba oggi intendersi come «previa declaratoria di illegittimità dell'atto», ciò che permette di bypassare formalmente l'annullamento pregiudiziale.

⁶³⁹ Da ultimo, la recentissima Cass., Sez. un., 3 ottobre 2016, n. 19672, in *ItalggiureWeb*, che conferma l'orientamento espresso in Cass., Sez. un., ord. 20 ottobre 2014, n. 22116, in *deJure*, e Cass., Sez. un., 5 luglio 2011, n. 14668, in *ItalggiureWeb*.

⁶⁴⁰ Cass., Sez. un., ord. 20 ottobre 2014, n. 22116, in *deJure*.

⁶⁴¹ «Conoscere è potere» (P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 327).

discendenti da ipotesi verificabili soltanto in futuro⁶⁴² – incide sul costo di azioni e obbligazioni, e «nessun emittente [...] può sottrarsi al giudizio senza destare preoccupazioni o sospetti negli investitori»⁶⁴³. Il giudizio assume, dunque, non soltanto un valore segnaletico, ma anche un valore fortemente informativo, accostato dalla dottrina al più ampio ceppo delle forme di circolazione di informazioni economiche sui mercati finanziari⁶⁴⁴. In questa prospettiva, se, da un lato, il valore degli *assessments* delle agenzie di *rating* per investitori, risparmiatori e emittenti è indiscutibile, dall'altro, l'incasellamento di tale valore sul piano della responsabilità sul mercato non è stato facile. Ciononostante, sanzionare l'inefficienza delle agenzie di *rating*, soprattutto alla luce della loro funzione di *standard setters* privati, è doveroso e auspicabile sia dal punto di vista giuridico che dal punto di vista economico: gli *outlooks* ai quali si faceva richiamo nei paragrafi conclusivi del capitolo precedente costituiscono un mero “consiglio” dal punto di vista formale, eppure sono assistiti sia da un *first party* che da un *third party enforcement*, per non contare la reazione “spontanea” del mercato al *downgrade*.

Nella prospettiva del giurista, la responsabilizzazione delle agenzie di *rating* in quanto autorità di fatto, risponde, prima di tutto, a esigenze di giustizia sostanziale e di *accountability*⁶⁴⁵, poiché da poteri analoghi – tra *authorities* e *gatekeepers* – non possono che discendere analoghe responsabilità. Da un punto di vista economico, incidendo l'efficienza della produzione di informazioni economiche direttamente sull'efficienza dei mercati, un sistema rimediabile adeguato non soltanto permette di ripristinare un equilibrio alterato⁶⁴⁶, ma anche di escludere dal mercato le imprese inefficienti, favorendo così la funzionalità del mercato concorrenziale.

⁶⁴² Sul punto, A. DI AMATO, *op. cit.*, p. 1835.

⁶⁴³ L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012, p. 358.

⁶⁴⁴ Sugli illeciti da informazione, in generale, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 790 ss. L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 2 s., inserisce tra gli intermediari che svolgono una funzione informativa sui mercati finanziari, oltre alle agenzie di *rating*, le società di revisione, i *brokers* e i *dealers*, gli analisti, i giornalisti finanziari, gli amministratori e i componenti i collegi sindacali delle società. Descrive le diverse variabili di cui si compone la cd. responsabilità da informazione economica inesatta e, in particolare, la responsabilità della società di revisione, A. DI AMATO, *op. cit.*, pp. 1840-1842 e 1845-1854.

⁶⁴⁵ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 11 s., la tutela accordabile sarà necessariamente graduata in funzione del principio di autoreponsabilità degli intermediari finanziari professionali. Tuttavia, A. DI AMATO, *op. cit.*, pp. 1837-1839, suggerisce un'applicazione più cauta del principio di autoreponsabilità all'ipotesi in esame, dal momento che, da un lato, c'è il pericolo che il cattivo esito di un'operazione che presenti profili di intrinseca rischiosità ricada sull'informatore e non sul soggetto che, in caso di buon esito, invece, ne avrebbe totalmente approfittato e, dall'altro, è necessario tenere in debito conto anche le forme assunte e le funzioni svolte dall'informazione sul mercato, in maniera tale da ridimensionare i rischi legati all'inaccuratezza. Infine, l'autore ammonisce anche sulle ulteriori difficoltà ricostruttive poste dal contatto sociale tra il danneggiato e l'informatore negligente, nella fase che precede la produzione del danno da informazioni economiche inesatte.

⁶⁴⁶ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 392 s.

Infatti, la corretta informazione degli operatori economici realizza i presupposti per un gioco ad armi pari, mentre l'effetto deterrente della sanzione permette la correzione dei fallimenti di mercato⁶⁴⁷: com'è stato giustamente notato⁶⁴⁸, «la difesa della reputazione [...] è troppo facile in assenza di rischio di esposizione effettiva».

Nel caso che qui interessa, non viene in rilievo una specifica relazione di tipo contrattuale, né un danno ingiusto facilmente riscontrabile e imputabile a terzi, secondo lo schema atipico di cui all'art. 2043 c.c. Ci si chiede, però, *in primis*, a quali condizioni le agenzie di *rating* siano responsabili nei confronti del mercato in veste di *private standard setters*, che, con i loro *outlooks* orientano i terzi non soltanto verso la conclusione di un eventuale contratto, ma anche verso la negoziazione di determinate condizioni contrattuali. La risposta a questo quesito preliminare potrà applicarsi anche al caso degli *unsolicited ratings*⁶⁴⁹.

3.1. (Segue) *La disciplina europea e il ruolo delle agenzie di rating nella prospettiva dell'eteroregolamentazione riflessa del contratto*

Per effetto dell'emanazione del reg. CRA III, come esplicitato al considerando n. 32⁶⁵⁰, è stata finalmente introdotta una soglia minima di responsabilità per le agenzie di *rating*, che al

⁶⁴⁷ L'informazione permette l'effettiva realizzazione di un gioco ad armi pari sul mercato, come predicato della concorrenza, da un lato economico, e del principio di uguaglianza, su quello giuridico. Sul punto, si veda P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 327. Cfr., inoltre, L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 431, e P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 41 s., il quale riporta anche la funzione elaborata da Becker, che individua la sanzione ottima in quella che è «pari al danno sociale cagionato dalla condotta moltiplicato per l'inverso delle probabilità della sanzione» (G.S. BECKER, *Crime and punishment: an economic approach*, in *Journal of Political Economy*, 1968, pp. 169 ss.) ed esamina, criticamente, le posizioni a supporto di una funzione general-preventiva del risarcimento del danno, suscettibili di fallire perché permetterebbero una «violazione efficiente» delle norme che prevedono l'applicazione di sanzioni meramente risarcitorie (P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 46).

⁶⁴⁸ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 416 s.

⁶⁴⁹ *Id.*, p. 414, descrive, inoltre, il conflitto di interessi che insidia gli *unsolicited ratings*, laddove «l'agenzia diffonde valutazioni negative per persuadere gli emittenti, grazie al proprio potere di mercato, a offrirle incarichi».

⁶⁵⁰ Testualmente, il considerando n. 32, reg. CRA III, recita: «Il rating del credito, emessi a fini regolamentari o meno, hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento e sull'immagine e l'attrattiva finanziaria degli emittenti. Pertanto, le agenzie di rating del credito hanno una grande responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti nel garantire il rispetto del regolamento (CE) n. 1060/2009, affinché i rating del credito emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata. Tuttavia, gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito nei propri confronti. Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un'agenzia di rating del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un rating del credito senza che questi l'abbia richiesto. Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei loro confronti persino quando abbiano un rapporto contrattuale con l'agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un rating deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale. È

ricorrere di alcune – restrittive, condizioni – sono tenute al risarcimento del danno a titolo di responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori e degli emittenti.

A onor del vero, prima ancora della riforma del reg. CRA, dottrina e giurisprudenza si erano occupate del problema della responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, probabilmente sottovalutando le ricadute che l'autorità delle stesse agenzie riveste rispetto all'autonomia contrattuale degli emittenti e/o alla prassi in materia di contratti di finanziamento. Nel primo caso, viene in esame il complesso della strategia imprenditoriale e delle attività degli emittenti, che tenderanno di allinearsi alle indicazioni contenute negli *outlooks* indirizzati a terze parti, ma ugualmente resi noti sul mercato, per ottenere o conservare un determinato punteggio, oppure per non subire l'applicazione di requisiti patrimoniali minimi più stringenti (rispettivamente, *first* e *third party enforcement*). Nel secondo caso, invece, rilevano le clausole consuetudinariamente inserite nei contratti di cui trattasi e, in particolare, i *rating triggers*, la cui mancanza “segnala” l'inaffidabilità del debitore e la cui presenza, nell'eventualità di un *downgrade*, comporta l'effetto mediato di modificare le condizioni del contratto o, nei casi più estremi, il suo scioglimento. In entrambi gli scenari sembra potersi cogliere l'essenza dell'eteroregolamentazione riflessa del contratto, descritta nei capitoli precedenti.

I risultati raggiunti in assenza della formalizzazione (in termini, peraltro assai generici) di cui all'art. 35-*bis*, CRA III, e *a fortiori*, il regime parzialmente armonizzato della responsabilità civile delle agenzie, possono essere discussi anche nella prospettiva dell'eteroregolamentazione atipica dei contratti finanziari e, in particolare, del danno sofferto da:

- l'emittente che, nonostante l'assenza di un contratto di *rating*, abbia subito le conseguenze negative di un punteggio sfavorevole, ovvero abbia implementato le indicazioni fornite a terzi dalle agenzie di *rating*, nel tentativo di segnalare a sua volta

pertanto importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito per danni causati da una violazione di tale regolamento che abbia influito sul risultato del rating. Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di rating del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia di rating del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti».

- una condizione di stabilità, se non di crescita economica, ovvero di evitare un trattamento più severo in punto di requisiti patrimoniali minimi (*supra* cap. II, § 6.1.2);
- gli emittenti e i debitori in senso lato, pregiudicati da un *rating* inaccurato che abbia azionato il *trigger* inserito nell'omonima clausola. Punto di partenza comune è, infatti, il legittimo affidamento “tradito” da un giudizio di *rating* inaffidabile – a volte anche perché troppo favorevole⁶⁵¹ – che produca conseguenze dannose, in entrambe le direzioni del rapporto di credito.

Per orientare al meglio l'indagine sulla tutela giurisdizionale nei confronti delle agenzie di *rating*, nelle pagine che seguono saranno esaminati, nell'ordine, la normativa europea applicabile – che testualmente, all'art. 35-*bis*, par. 5, CRA III, stabilisce che non sono escluse ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale – e, successivamente, tutti gli aspetti che concorrono a caratterizzare da un punto di vista teorico, nel nostro ordinamento, la responsabilità civile delle agenzie di *rating*: ingiustizia del danno, criteri di imputazione soggettiva, nesso causale tra il *rating* fuorviante e il pregiudizio lamentato dal danneggiato, danno risarcibile. Una volta individuate le varie possibilità a disposizione, sarà possibile discutere l'adeguatezza della tutela extracontrattuale, come delineata dal legislatore europeo, rispetto alle ipotesi “qualificate” dell'attività delle agenzie in veste di *private standard setters* e dell'inserimento nei contratti di finanziamento di *rating triggers*.

3.2. *La fattispecie nel diritto europeo e «le ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale», secondo l'art. 35-bis, par. 5, reg. CRA III.*

La fattispecie attualmente descritta dal legislatore europeo, all'art 35-*bis*, par. 1, reg. CRA III, nel dare attuazione all'indirizzo di *policy* individuato al considerando n. 32, enumera tutti gli elementi costituenti la responsabilità civile delle agenzie: tipologia e causa di danno risarcibile, elemento soggettivo da accertarsi in capo alle agenzie, legittimati attivi a proporre l'azione.

Nella prima direzione, esso rinvia alle “infrazioni” puntualmente individuate nell'Allegato III, reg. del 16 settembre 2009, n. 1060 (CRA I). L'ambito oggettivo di applicazione della norma è, dunque, limitato ai casi oggetto di espressa tipizzazione normativa. L'Allegato III descrive condotte potenzialmente lesive del legittimo affidamento dell'investitore o

⁶⁵¹ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 403.

dell'emittente dal carattere prevalentemente procedurale, che possono raggrupparsi intorno a tre classi principali: disciplina organizzativa e conflitti di interesse, rapporti con l'autorità di vigilanza e disciplina informativa⁶⁵². Di conseguenza, un sindacato sul merito dell'esercizio di poteri di *private standard-setting* sembra precluso soltanto a condizione di intendere la discrezionalità tecnica delle agenzie come sindacabile solo sul piano della legittimità, in ciò creando un parallelo tra discrezionalità e merito: insostenibile, alla luce delle argomentazioni esposte in precedenza con riferimento ai modi del controllo sugli atti delle autorità di vigilanza.

A ben guardare, il legislatore europeo, nel momento in cui intende “responsabilizzare” le agenzie di *rating*, sembra trascurare non soltanto la loro specifica *expertise*, che è alla base del tanto criticato primato sul mercato, ma anche il *proprium* dell'attività di diffusione di informazione finanziaria, alla quale esse contribuiscono. Infatti, limitando il sindacato del giudice eventualmente adito solo all'estrinseco del giudizio risulta condonata una buona porzione della diligenza professionale che è legittimo attendersi dagli esperti. Ad esempio, la quantità minima di informazioni che possa supportare la pubblicazione del giudizio di *rating* è altro dal controllo sulla qualità di quelle stesse informazioni fornite dall'emittente, secondo l'Allegato I, sez. D, I, par. 4, ultima parte.

La situazione soggettiva lesa, che si intende risarcibile, consiste, in base alla formulazione della norma in commento, nel ragionevole affidamento che il danneggiato abbia riposto nel parere dell'agenzia di *rating*. Come si è tentato di porre in evidenza nelle pagine che precedono, i margini di tutela di detto affidamento sono, però, estremamente limitati. Infatti, l'art. 5-*bis*, par. 1, CRA III, al quale l'art. 35-*bis* fa rinvio – che impone agli operatori del mercato aventi comprovata professionalità di procedere autonomamente all'apprezzamento del rischio di credito della controparte, senza affidarsi passivamente al giudizio emesso dalle agenzie di *rating* – sembra contraddire la stessa responsabilità di queste ultime, almeno, come sostenuto da alcuni, nel caso in cui siano le «controparti qualificate» ad aver peccato di *over-reliance*⁶⁵³. Invece, la responsabilità delle agenzie rivive in tutta la sua estensione quando il *rating* costituisca l'unico tipo di informazione disponibile sull'emittente o sullo strumento

⁶⁵² A. WANAMBWA, *Civil liability of credit rating agencies*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, p. 519; G. RISSO, “*Interferenze*” tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, nota a Trib. Roma 27 marzo 2015, in *Le Società*, 2016, p. 447.

⁶⁵³ G. RISSO, “*Interferenze*”, cit., p. 449.

finanziario, oppure quando l'agenzia abbia accesso a informazioni non altrimenti reperibili sui mercati finanziari: a colpo d'occhio, l'informazione diverrebbe effettivamente non sostituibile, come vuole la teoria dei beni pubblici.

Comunque si impostino i termini della questione, l'espresso rinvio al diritto nazionale degli Stati europei produce il risultato che spetta all'interprete, nel caso concreto, individuare le circostanze al ricorrere delle quali, in presenza di una verifica autonoma e diligente del rischio di credito della controparte, il "parere" dell'agenzia di *rating* abbia determinato il danno risarcibile.

Quanto all'elemento soggettivo dell'illecito, sempre secondo la lettera dell'art. 35-*bis* CRA III, il danneggiato deve dimostrare che l'agenzia di *rating* abbia agito con dolo o colpa grave, secondo la tradizione giuridica degli Stati membri⁶⁵⁴. Ad ogni modo, dal sistema dei regolamenti attualmente in vigore in materia di intermediazione finanziaria si desume una nozione molto restrittiva sia del dolo che della colpa grave, che sono paramtrate sulla condotta del personale di ruolo dirigenziale⁶⁵⁵. Le ragioni sottostanti l'opzione del legislatore europeo per l'esenzione da responsabilità per colpa lieve risiedono, ancora una volta, nella direzione che assume il *trade-off* tra i costi e le opportunità che scaturiscono dall'attività di *rating* rispetto ai mercati finanziari, nel complesso. Un ruolo importante svolge anche l'obiettivo politico della promozione della concorrenza nell'industria, che sarebbe chiaramente ostacolato dalla risonanza reputazionale che potrebbe assumere la sanzione erogata per colpa lieve all'impresa entrante. Nella stessa prospettiva, una pronta giustiziabilità della condotta lesiva delle agenzie di *rating* potrebbe, da un lato, rafforzare la reputazione delle imprese efficienti, ma dall'altro tradursi in una pioggia di procedimenti⁶⁵⁶.

Quanto all'apprezzamento del nesso causale – che implica una doppia verifica, dell'impatto delle violazioni di cui all'Allegato III sul *rating* e sull'interesse protetto dell'investitore/emittente – la norma in commento fa espresso rinvio, ancora una volta, ai criteri utilizzati presso gli Stati membri. Perciò, in sede applicativa, esso sarà potrà spaziare da una definizione più rigorosa, per la quale è necessario e sufficiente che la condotta lesiva abbia giocato un ruolo determinante nella produzione del danno, secondo il *but for* test, simile

⁶⁵⁴ J. DE BRUYNE, *Liability of credit rating agencies: regulatory changes and tendencies in case law following the financial crisis*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2016, p. 90.

⁶⁵⁵ A. WANAMBWA, *op. cit.*, p. 520.

⁶⁵⁶ G. RISSO, "Interferenze", *cit.*, p. 447.

al “nostro” criterio della *condicio sine qua non*, fino alle definizioni più elastiche, che tengono conto dei principi della regolarità statistica⁶⁵⁷.

Merita, infine, di essere menzionata la norma di cui all’art. 35-*bis*, par. 3, CRA III, che legittima le eventuali clausole di esonero da responsabilità civile inserite nei giudizi di *rating* al ricorrere della triplice condizione che siano ragionevoli, proporzionate e consentite dal diritto nazionale applicabile⁶⁵⁸. È evidente come il riferimento a formule elastiche come la ragionevolezza e la proporzionalità risentano, anch’esse, del diritto nazionale e, in particolar modo, della sensibilità dell’interprete: circostanza che può condurre a disomogeneità applicative nello spazio giuridico dell’Unione.

L’onere della prova, naturalmente, rispetta la regola generale in materia di responsabilità extracontrattuale. Perciò, spetterà al danneggiato, investitore o emittente, provare il mancato rispetto delle norme previste all’Allegato III, reg. CRA, nonché il duplice impatto dell’inaccuratezza sul *rating* e, poi, sui suoi propri interessi. Nel nostro caso, l’effetto sanzionatorio del *downgrade* consiste nella diminuzione del prezzo di scambio di titoli e azioni

⁶⁵⁷ La *but-for* rule permette di individuare la causa efficiente di un determinato effetto lesivo. Per una panoramica sul punto, A. NORMAND, *Causation and the “but for” test*, nota a *Bye c. Fife Council 2007*, in *Civil Practice Bulletin*, 2007, pp. 6-7; S. GREEN, *Causation in negligence*, Oxford e Portland, 2015, *passim*. I principi della regolarità causale tendono, ormai, anche ad essere applicati alle ipotesi di responsabilità contrattuale (G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 198). Sul criterio della regolarità statistica, per il quale si attribuisce rilevanza causale agli antecedenti mediati o immediati dell’evento, può farsi rinvio a F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. 2, *Le obbligazioni e i contratti*, t. 2, Padova, 1990, p. 301. Alla stregua del primo criterio, il danneggiato dovrà non soltanto provare che la violazione della norma procedurale lamentata abbia causato l’emissione di un *rating* erroneo, ma anche che un *rating*, invece, attendibile avrebbe impedito il prodursi del danno lamentato (danno emergente) e che la sua condotta, se non fosse stata condizionata dal *rating* erroneo, gli avrebbe consentito di conseguire i profitti perduti, dei quali chiede di essere ristorato (lucro cessante). Se danneggiato è un investitore, la valutazione del danno emergente si snoda attraverso l’accertamento del danno scaturente dalla mancata rivendita dello strumento finanziario acquistato, ovvero dalla diminuzione del suo valore sul mercato o, infine, del mancato acquisto. Per la valutazione del lucro cessante, invece, la dottrina rimanda al criterio equitativo, facendo leva sugli artt. 2056, comma 2, e 1226 c.c. e suggerisce di utilizzare come parametri di base non solo le circostanze del caso concreto, ma anche la rendita media dei titoli che sono già nella disponibilità del danneggiato, in maniera tale da individuare il suo profilo di rischio (L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 417 s.). In relazione al regime generale, di cui all’art. 2043 c.c., cfr. A. WANAMBWA, *op. cit.*, p. 520; G. RISSO, “*Interferenze*”, *cit.*, pp. 448-449, per il quale il meccanismo che opera nel caso di specie, in materia di nesso causale, non rispetta lo schema della causalità materiale di cui all’art. 2043 c.c. Sul punto, si vedano R. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità civile e danno*, Torino, 2010, p. 74 ss.; G. ALPA, *La responsabilità civile*, *cit.*, pp. 320-321. Secondo L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 388, che si è espresso sulla bozza di art. 35-*bis*, CRA III, non ancora in vigore, la configurazione della responsabilità delle agenzie sarebbe a dir poco confusa e incoerente, dal momento che il riferimento all’infrazione di obblighi di legge farebbe pensare a un regime di responsabilità oggettiva, con onere della prova, conseguentemente, a favore del danneggiato. Sempre lo stesso autore riferisce che, con specifico riguardo al caso dell’investitore, il *rating* erroneo può ledere anche la cd. libertà contrattuale negativa, andando a incidere proprio sull’*an* del contratto (*Id.*, p. 404 s.; A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 85).

⁶⁵⁸ Sulla limitazione convenzionale della responsabilità, in via generale, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, *cit.*, p. 346 ss.

e deve essere provato a partire dall'aumento di rendimento, invece, atteso o attendibile – circostanza che è, comunque, di non facile dimostrazione.

Per tutte le ragioni sopra esposte, la dottrina non ha esitato a rimarcare il carattere autonomo nelle aspirazioni, ma, nella realtà, integrato nel contesto nazionale, della responsabilità civile delle agenzie di *rating* nel diritto europeo. Ai fini dell'individuazione della reale estensione del sistema rimediale, vale, dunque, la pena di abbozzare la fisionomia che detta problematica assume nella tradizione dottrinale e giurisprudenziale italiana.

3.2.1. *La responsabilità delle agenzie di rating nell'esperienza italiana. La posizione dei contraenti in presenza di rating triggers*

Come si è anticipato, l'interesse di entrambi i settori della scienza giuridica si è concentrato sulla posizione dell'investitore leso e ha trascurato quella dell'emittente, che è invece il soggetto effettivamente condizionato dalle attività di *standard-setting* e di *gate-keeping* private, nonché, del tutto, la materia delle ricadute dell'attività delle agenzie di *rating* sui contratti finanziari muniti di *rating triggers*, potenzialmente pregiudizievole per entrambe le parti del rapporto di credito.

Poiché l'investitore è spesso a sua volta anche emittente, e viceversa, l'impostazione del problema della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dell'investitore può essere presa in prestito e adattata ai casi che ci interessano. Infatti, in tutte le ipotesi considerate vengono in rilievo la posizione di un soggetto terzo rispetto al contratto e un legittimo affidamento (evidentemente, mal riposto) nel giudizio di *rating*.

A tale proposito, tra le diverse proposte emerse nell'esperienza italiana, due assumono particolare interesse, perché possono essere considerate alternative: l'applicazione della teoria del contatto sociale, minoritaria, e la responsabilità extracontrattuale "all'italiana". Il carattere distintivo più importante di quest'ultima, rispetto al regime delineato dal legislatore europeo, consiste nella possibilità di provare l'illecito anche attraverso presunzioni, *ex artt. 2727 e 2729 c.c.*, ciò che consente al danneggiato di utilizzare in giudizio anche circostanze considerate normali alla stregua della regolarità causale e di rovesciare l'onere della prova, che ricade, così, sul danneggiante⁶⁵⁹.

⁶⁵⁹ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, nota a Trib. Catania 5 maggio 2006, Trib. Cagliari 2 gennaio 2006, n. 43, Trib. Pinerolo 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 922, in effetti, ammette che il

Le diverse posizioni assunte in passato dalla dottrina e dalla giurisprudenza nazionali avevano in comune il punto di partenza, ossia l'esame delle modalità pratiche attraverso le quali avviene la diffusione del giudizio di *rating* e il bilanciamento tra i valori sottesi alle pretese dei "terzi" e la libertà di espressione, alla quale si sono, invece, sempre appellate le agenzie⁶⁶⁰. In questo senso, le agenzie hanno sempre presentato i propri giudizi come mere opinioni⁶⁶¹, e questa operazione ha permesso di ammantare il *rating* della stessa copertura costituzionale di cui gode l'attività giornalistica, in una con l'approccio statunitense⁶⁶². L'art. 21 cost., tuttavia, può al più proteggere i soli *unsolicited ratings*. Invece, la posizione dei terzi, investitori o emittenti, è stata ricondotta alla tutela costituzionale dell'attività finanziaria *ex art.* 47 cost., alla quale l'informazione economica sui mercati risulta strumentale⁶⁶³. Coerentemente, l'ingiustizia del danno è stata misurata sul terreno della lesione del diritto all'integrità patrimoniale del danneggiato⁶⁶⁴. In aggiunta, la funzione delle agenzie di *rating* come *standard setters* privati e l'intervento mediato sul contratto, attraverso *rating triggers*, impongono di inserire tra i termini dell'equazione anche l'art. 41, commi 1 e 2, cost. Il comma 1, infatti, descrive (e protegge) la libertà contrattuale del terzo danneggiato, le cui determinazioni di volontà si assumono condizionate dal giudizio delle agenzie⁶⁶⁵, mentre il secondo comma, nell'inserire il limite dell'utilità sociale, fonda la necessità di penalizzare l'attività imprenditoriale che si ponga in contrasto con essa, secondo la teoria della regolazione⁶⁶⁶.

pregiudizio, in questi termini, possa considerarsi *in re ipsa*, nel senso che secondo la regolarità causale l'emaneazione di un *rating* falsato conduce automaticamente al danno per la parte che vi abbia riposto affidamento. Ciò sarebbe giustificato alla luce del criterio della vicinanza alla prova. Nel caso specifico della responsabilità nei confronti dell'investitore, potrebbe deporre a suo svantaggio il fatto di essere fortemente propenso al rischio nelle sue scelte di investimento.

⁶⁶⁰ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., p. 231.

⁶⁶¹ L'argomento si basa sulla circostanza che le agenzie di *rating*, in effetti, non certificano le condizioni finanziarie dei soggetti, né assumono alcun tipo di responsabilità nei confronti degli acquirenti dei titoli valutati (A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 76).

⁶⁶² Sul punto, L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 375 ss. Nell'esperienza statunitense in tema di agenzie di *rating*, l'unico limite che incontra la copertura costituzionale del diritto alla libera manifestazione del pensiero, riporta l'autore, è il dolo dell'agenzia, che, pur consapevole dell'incompletezza e/o dell'erroneità dei dati posti a base del giudizio, ne abbia comunque permesso la pubblicazione. Sull'informazione-notizia, P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 338 ss.

⁶⁶³ G. FACCI, *Le agenzie di rating*, cit. p. 184. Il rilievo primario dell'informazione economica è, tuttavia, non del tutto indiscusso. Sul punto, L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 427.

⁶⁶⁴ *Id.*, p. 416.

⁶⁶⁵ A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 84.

⁶⁶⁶ In questa accezione, "sanzione" è termine polivalente, che comprende tutti i disincentivi, siano essi rimedi civili oppure sanzioni di rilievo pubblicistico. Sul punto, P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 37 s.

3.2.2. (Segue) *L'elemento soggettivo e l'affidabilità dell'informazione economica. Responsabilità a confronto*

Nel caso in cui le agenzie abbiano agito con dolo, e abbiano con ciò indebitamente influenzato la volontà del danneggiato, a sua volta coinvolto in una distinta operazione economica, non vi è dubbio che esse rispondano a titolo di responsabilità extracontrattuale per dolo del terzo – e che la stessa operazione economica possa essere successivamente caducata, secondo la regola generale di cui all'art. 1349 c.c., nel caso in cui la controparte che se ne sia avvantaggiata sia stata a conoscenza del raggio. La matrice della responsabilità risiederebbe, secondo parte della dottrina, nella lesione della libertà contrattuale che deriva, in materia economica, dalla messa in circolazione di informazioni false, specialmente nel caso in cui dette informazioni siano divulgate, seppur in assenza di un obbligo giuridico in tal senso, da un soggetto che goda di una particolare reputazione sul mercato⁶⁶⁷. In termini più generali, si può sostenere che la sanzione delle imprese inefficienti accresca la fiducia degli utenti e, dunque, la stabilità complessiva del sistema. Com'è facile attendersi, in questa prospettiva, l'informazione finanziaria assume uno spessore maggiore della mera informazione giornalistica e pertanto, è attività, in pratica, "riservata" a imprese altamente qualificate. Così l'apparente dissidio tra libertà di espressione giornalistica e tutela costituzionale dell'attività finanziaria sembra dissolversi a favore del riconoscimento di un interesse generale, in concreto declinabile in varie situazioni giuridiche soggettive tutelabili⁶⁶⁸.

Quanto detto vale anche se l'agenzia di *rating* abbia agito con colpa: in questa circostanza, l'elevata professionalità del personale può condurre all'applicazione di due diversi regimi. Il primo, senz'altro più favorevole al terzo, discende dalla reputazione di cui godono le agenzie e dalle alte aspettative intorno all'accuratezza dell'analisi, che abbiamo visto essere, all'indomani della crisi, "biased" nella prospettiva della finanza comportamentale⁶⁶⁹. In assenza di una precisa indicazione sul piano normativo, può sembrare ragionevole concludere che le agenzie di *rating* debbano necessariamente rispondere anche quando abbiano agito per colpa

⁶⁶⁷ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario*, cit., p. 916 ss., in particolare, sostiene che nell'ipotesi paradigmatica della lettera di *patronage* il dovere della banca di divulgare spontaneamente solo informazioni veritiere si fonderebbe sulla prassi bancaria. La *lex mercatoria* trova dunque una sanzione sul piano, addirittura, pregiudiziale?

⁶⁶⁸ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario*, cit., p. 921.

⁶⁶⁹ Infatti, un'importante caratteristica del bene "informazione" è data dalla relativa indifferenza del consumatore, in fase di valutazione, rispetto al costo di produzione e alla sua varietà/novità. Su questo aspetto, P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 348.

lieve. Il secondo, all'opposto, applica il sistema di cui all'art. 2230 c.c. anche alle agenzie di *rating*, riconoscendo nella risoluzione di problemi tecnici di particolare complessità il *proprium* della loro attività⁶⁷⁰. Quest'ultima prospettiva, se ammessa nel diritto interno, potrebbe vulnerare le tutele accordate al danneggiato. Visto che il giudizio di *rating* si fonda tanto su informazioni divulgate al pubblico, quanto su informazioni spontaneamente trasmesse dall'emittente, la diligenza dell'agenzia rispetto all'attendibilità nel merito di queste ultime sembra incontrare un'intrinseca limitazione⁶⁷¹.

In ogni caso, la relazione – nel senso più ampio possibile – tra le agenzie di *rating* e il danneggiato non sarà mai diretta, ma mediata dal contributo informativo di numerose altre figure private, che, sui mercati finanziari svolgono il ruolo di *gatekeepers*, come analisti⁶⁷², giornalisti finanziari, revisori contabili, *brokers* e *dealers*. L'analisi della responsabilità di dette figure private, così come la disciplina del concorso, esula dal perimetro della nostra indagine, ma vale la pena precisare in questa sede che ciascuna può, per la sua parte, influenzare l'indirizzo dell'attività imprenditoriale degli operatori economici⁶⁷³. Perciò, «si impone una graduazione dei rimedi in rapporto ai diversi ruoli svolti dagli operatori economici e alla loro rilevanza nella catena delle informazioni economiche», fermo restando che il prestigio e l'immediatezza del “parere” delle agenzie di *rating* causa un affidamento maggiore⁶⁷⁴. In tutti i

⁶⁷⁰ M. FRANZONI, *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., p. 235.

⁶⁷¹ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario*, cit., p. 925 s., descrive quest'ultima tesi e evidenzia che, anche a voler accordare alle agenzie di *rating* il medesimo *status* accordato ai giornalisti, questi ultimi hanno «sempre l'obbligo di controllare l'attendibilità della fonte informativa [tanto più qualora sia stata diffusa] una notizia che incide sulla commerciabilità di un prodotto». Sul punto, inoltre, A. MAIETTA, *op. cit.*, p. 849; L. DI DONNA, *op. cit.*, pp. 346 ss. Nonostante tutto, il controllo del giudice non può che investire i profili estrinseci dell'esercizio della discrezionalità tecnica che caratterizza l'attività delle agenzie di *rating* (A. DI AMATO, *op. cit.*, p. 1835).

⁶⁷² Per un esame della responsabilità civile degli analisti finanziari si rinvia a P. GIUDICI, *op. cit.*, pp. 400-409.

⁶⁷³ Sul concorso di colpa, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 329 ss.

⁶⁷⁴ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 20. Per l'esame della responsabilità degli altri *gatekeepers* appena richiamati, si rinvia a *Id.*, pp. 259-356, 396, 400. Sugli attuari, in particolare, si veda A. BALDASSARRI e S. BALDASSARRI, *La responsabilità civile del professionista*, Milano, 1993, pp. 819-821. Riscontra la matrice del danno da informazione economica inesatta anche nell'ipotesi della responsabilità extracontrattuale dei revisori contabili già G. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 214. Sostiene l'opportunità di una graduazione del sistema rimediabile, che tenga in debito conto il concorso dei *gatekeepers* nella produzione del danno a carico dei terzi indifferenziati sul mercato anche P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 328 ss. L'autore da ultimo richiamato, infatti, suggerisce l'adozione del modello della responsabilità indiretta, in ragione del fatto che in questo caso è chiaramente osservabile come «i soggetti responsabili hanno modo di controllare le condotte di coloro dei cui atti illeciti rispondono e, soprattutto, hanno concreto modo di influenzarne il comportamento sia con comportamenti preventivi, sia con interventi successivi» (*Id.*, p. 330), anche se sembra difficilmente riscontrabile, in punto di fatto, un vero e proprio rapporto di preposizione (F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., pp. 318-324). In materia di determinazione dei requisiti patrimoniali minimi degli enti soggetti a vigilanza regolamentare, la responsabilità delle agenzie di *rating*, i cui giudizi siano stati adoperati

settori economici, comunque, al rischio di impresa si accompagna un diverso *design* della responsabilità, che deriva dalla combinazione di fattori giuridici, sociali, politici e, specialmente, economici; il risultato di tale combinazione finirà per essere, in concreto, non soltanto contingente, ma anche direttamente influente sul piano dei costi che l'impresa considerata andrà a sopportare nel caso in cui il rischio si concretizzi e produca un danno⁶⁷⁵.

Un sistema sanzionatorio basato sulla responsabilità oggettiva per attività pericolose potrebbe rivelarsi una forma di sanzione particolarmente penetrante – e preventiva, in questo senso – rispetto all'attività dei *gatekeepers*, che monitorano l'accesso sul mercato di informazioni e di nuovi attori⁶⁷⁶. Infatti, se la responsabilità oggettiva permette di concentrare in capo al soggetto che ha il controllo del (e un interesse sul) «livello di interferenza» dell'attività svolta sulla sfera giuridica altrui tanto i costi di tale interferenza, quanto l'onere della prova (che è ribaltato), quanto, infine, quelli delle precauzioni da adottare all'uopo, è evidente come detto regime si traduca in una forma di pressione economica sull'agente⁶⁷⁷. È il caso di osservare, però, che se, in astratto, un regime di imputazione basato sulla responsabilità oggettiva è preferibile ad uno basato sulla responsabilità per colpa ogni volta che in sede giurisdizionale sia più semplice accertare i danni causati che determinare i comportamenti ottimali⁶⁷⁸, in concreto, il primo non farebbe che alimentare il passivo affidamento degli operatori economici sul *rating*, disincentivando l'adozione di comportamenti prudenti.

per tale scopo, secondo l'approccio “standard”, concorre con quella della banca e quella dell'autorità di vigilanza (M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 268 s.). Sulla responsabilità della banca, in queste ipotesi, si veda *Id.*, pp. 288-290.

⁶⁷⁵ Cfr. G. ALPA, *La responsabilità d'impresa*, cit. p. 5 s. Nell'efficace prospettazione dell'autore, il cd. rischio-creato permette che gli incidenti prodotti dallo svolgimento di un'attività lucrativa lecita siano imputati al soggetto o all'entità che abbia impiegato i fattori di rischio; R. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità civile e danno*, cit., pp. 122 ss. e 143 ss., per il quale il rischio non è attribuito dell'attività di impresa.

⁶⁷⁶ Cfr. G. ALPA, *La responsabilità d'impresa*, cit., p. 13, laddove l'autore sottolinea che il ridimensionamento del valore dell'elemento soggettivo nell'analisi della struttura dell'illecito produce l'effetto di pregiudicare, in proporzione, il risultato “educativo” della sanzione; F. DEGL'INNOCENTI, *Rischio di impresa e responsabilità civile*, Firenze, 2013, p. 36, la responsabilità oggettiva svolge effettivamente una funzione educativa laddove tenda a correggere il cd. rischio tipico d'impresa, ossia il rischio che «l'imprenditore ha messo in conto e rispetto al quale si è premunito accantonando delle riserve o assicurandosi». Trattasi di rischio apprezzabile, ancorché lecito.

⁶⁷⁷ Cfr. F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., p. 328, e F. DEGL'INNOCENTI, *op. cit.*, p. 35.

⁶⁷⁸ P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 63. G. ALPA, *La responsabilità d'impresa*, cit., p. 77 ss., nel riportare il pensiero di J. Fleming, suggerisce che una rivisitazione in chiave funzionale della responsabilità oggettiva d'impresa preveda, per vocazione naturale, la coesistenza di più scopi e di più sistemi di risarcimento. Per un'analisi più estesa, si veda, inoltre, ID., *La responsabilità civile*, cit., p. 131 ss.

Potrebbe costituire una buona soluzione di compromesso, ammettendo che l'art. 2236 c.c. trovi un'applicazione potenzialmente generale in tutti i casi in cui ricorra la prestazione di opera intellettuale, provare a incrociare la formulazione della norma con il regime previsto dai regolamenti europei in materia di *rating*. Da essi, infatti, è possibile ricavare una griglia di principi che necessariamente, in presenza di ipotesi atipiche di interferenza sulla sfera giuridica altrui, orientano l'interpretazione del diritto interno e la costruzione del giusto rimedio. A tale ultimo proposito, come segnalato dalla dottrina che si è occupata dell'influenza del *rating* sui contratti finanziari, «l'attribuzione delle competenze [all'intermediario reputazionale si raccorda] con un'articolata predisposizione di regole e principi, in molte ipotesi di carattere tecnico, che limitano le modalità di svolgimento della valutazione e condizionano fortemente (perché la standardizzano) l'attività valutativa»⁶⁷⁹. Perciò, l'appiattimento dell'attività che implicherebbe, in teoria, la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, a una serie di requisiti procedurali e operazionali sottoposti a continuo scrutinio (si pensi al sistema ECAI), nell'attuale panorama normativo, può legittimamente portare a considerare azzerato il momento creativo, nell'attività delle agenzie, e, dunque, impedire l'applicazione generalizzata della norma di cui all'art. 2236 c.c. In questo modo, sarebbe possibile innalzare la soglia di tutela del danneggiato alla colpa lieve⁶⁸⁰.

Anche secondo la dottrina e la giurisprudenza nazionali, quest'ultimo deve dimostrare che l'informazione erronea, non rivista, ha inciso sulla strategia finanziaria e sulle scelte di investimento adottate⁶⁸¹, causando un danno di natura reputazionale, in quanto tale risarcibile sia come danno patrimoniale che come danno non patrimoniale. La prova del nesso causale è stata da alcuni definita una *probatio diabolica*. Tuttavia, come accennato, è possibile fare uso della prova per presunzioni, e alleggerire, così, l'onere del danneggiato⁶⁸². In ogni caso, trova applicazione il regime del concorso colposo del creditore che avrebbe potuto limitare il danno usando la diligenza attesa dal suo *status*, secondo il sistema generale in materia di obbligazioni (art. 1227 c.c.)⁶⁸³. Secondo lo stesso criterio, è poi possibile dimensionare anche il ristoro ottenibile: sicuramente, infatti, l'operatore professionale sarà più esperto ed

⁶⁷⁹ M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 274.

⁶⁸⁰ Sembra avallare questa ricostruzione G. ALPA, *La responsabilità civile*, *op. cit.*, p. 295.

⁶⁸¹ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario*, *cit.*, pp. 921 e 923.

⁶⁸² L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 419 s.

⁶⁸³ G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario*, *cit.* p. 923.

avveduto dell'operatore occasionale, che, invece, necessita di tutele e di forme di riparazione piú intense⁶⁸⁴.

Passando, infine, agli aspetti procedurali del diritto di azione attribuito al danneggiato, secondo la regola generale in materia di illeciti civili, *ex art. 5, n. 3, reg. 44/2001/CE* del 22 dicembre 2000 (reg. Bruxelles I), la competenza appartiene al giudice del luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire. È stato osservato, però, come il criterio di collegamento appena descritto possa rivelarsi non appagante rispetto alle peculiarità del danno prodotto dalle agenzie, in qualità di autorità "globali": da un unico fatto illecito, infatti, possono scaturire una pluralità di fatti dannosi, autonomi tra loro, spesso localizzabili in Stati diversi⁶⁸⁵. Per questo motivo, la giurisprudenza italiana ha chiarito che, ai fini dell'applicazione degli artt. 4, reg. 64/2007/CE dell'11 luglio 2007 (reg. Roma II), e 5, n. 3, reg. Bruxelles I, il danno si produce nel luogo in cui sono emessi i titoli, così da rendere il collegamento con il giudice munito di giurisdizione meno lato⁶⁸⁶.

3.3. *La responsabilità da contatto sociale*

La seconda alternativa proposta in dottrina consiste nell'applicazione della teoria della responsabilità contrattuale da contatto sociale alla materia in esame. Il fatto che le agenzie di *rating* producano e scambino informazione "servizio" sul mercato⁶⁸⁷, unita all'indiscutibile autorità di fatto loro riconosciuta dagli altri operatori economici, comporterebbe, come rovescio della medaglia, il sorgere di un «rapporto socialmente tipico [...] che, nonostante l'assenza di un formale contratto, sia in grado di ingenerare l'affidamento dei soggetti sull'adempimento di obblighi diretti e specifici di [...] salvaguardia dell'altrui sfera giuridica». Poiché i principi generali dell'ordinamento pongono in capo a ciascuno specifici doveri di protezione in presenza di un contatto sociale qualificato, il regime della responsabilità che normalmente tutela il terzo estraneo, di fronte a un contratto che pure costituisca la causa efficiente del danno e a un'«opinione soggettiva qualificata», sembrerebbe forzare la posizione del terzo all'interno del perimetro della responsabilità contrattuale, valorizzandone le

⁶⁸⁴ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 406 s.

⁶⁸⁵ G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, nota a Cass., Sez. un., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *Dir. comm. int.*, 2013, p. 856.

⁶⁸⁶ G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale*, cit., p. 862 s.

⁶⁸⁷ L'informazione è un vero e proprio "servizio", in quanto permette la crescita del sistema economico e sociale (P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, cit., p. 329).

aspettative⁶⁸⁸. Del resto, è difficilmente sostenibile, sul piano pratico, che l'ipotesi degli *unsolicited ratings* non conduca alla promozione dell'emittente valutato a uno *status* qualificato⁶⁸⁹, nei confronti dell'agenzia agente, né, tanto meno, su un piano di giustizia sostanziale, può accettarsi che l'emittente danneggiato si limiti a subire le conseguenze dannose dell'intrusione della prima nella propria sfera giuridica. Il contatto qualificante sembra, poi, ancora più evidente nel caso in cui, stante l'omogeneità funzionale, ricorra una parziale omogeneità soggettiva, tra le parti del contratto di finanziamento e dell'eventuale contratto di *rating* (evidentemente, *solicited*) avente ad oggetto il merito creditizio del debitore nel contratto principale. In questo caso, il *rating trigger* può effettivamente realizzare una forma di collegamento contrattuale e permettere, così, l'estensione delle relative forme di tutela⁶⁹⁰.

Può essere utile, a questo punto, ricordare che se il regime della responsabilità contrattuale prevede un termine di prescrizione più esteso e una distribuzione dell'onere della prova più favorevole al danneggiato⁶⁹¹, d'altra parte, però, la valutazione del danno risarcibile e le modalità di costituzione in mora sembrerebbero essere meno favorevoli che nell'ipotesi della responsabilità extracontrattuale. Sostenere l'indiscussa preferibilità della tutela contrattuale, dal punto di vista del danneggiato, potrebbe, dunque, a ben vedere, celare un «apriorismo concettuale»⁶⁹². In presenza di situazioni *borderline*, sembra più ragionevole un approccio più

⁶⁸⁸ Le espressioni tra virgolette sono di A. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 74. Sull'accostamento dei cdd. obblighi di protezione senza obbligo di prestazione alle *obligationes quasi ex contractu* sulla fondazione di queste ultime sul principio dell'atipicità delle fonti di obbligazione, si veda D. CARUSI, *Le obbligazioni nascenti dalla legge*, in *Trattato CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2004, p. 66 ss. Inoltre, cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 176, che sembra considerare la responsabilità da contatto sociale come *species* di responsabilità professionale, L. MANNA, *op. cit.*, p. 7, e A. MAIETTA, *op. cit.*, pp. 846-849. Discutibilmente, tuttavia, l'autore da ultimo richiamato obietta che la configurabilità di un'ipotesi di responsabilità da contatto sociale sarebbe esclusa in radice dalla circostanza che non si potrebbe ravvisare alcun rapporto contrattuale di fatto; piuttosto, una volta definito il prodotto dell'attività delle agenzie di *rating* come informazione servizio, la violazione dei doveri di buona fede oggettiva, neutralità e imparzialità di analisi, legati a una «diligenza qualificata», potrebbe condurre a un regime analogo a quello che si accorda alle attività pericolose, per effetto della diffusione di informazioni inesatte su un mercato a dir poco esplosivo. Per una critica della tesi che individua il titolo della responsabilità nella responsabilità oggettiva, si veda L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 17 ss. Tuttavia, la responsabilità da contatto sociale non si riduce all'ipotesi dei rapporti contrattuali di fatto, che ne costituiscono una *species* tra tante. *Contra* la teoria che assegna ai doveri di protezione natura contrattuale, in considerazione della mera presenza di un contratto, per tutti, F. BENATTI, *Osservazioni in tema di «doveri di protezione»*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1960, p. 1354 ss. Sullo *status* particolare di cui godono le agenzie di *rating*, specialmente in punto di *liability*, si veda F. PARTNOY, *op. cit., passim*. Per un'esame diacronico della responsabilità da contatto sociale si rinvia a L. MANNA, *op. cit.*, p. 11 ss.

⁶⁸⁹ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating*, cit. p. 179.

⁶⁹⁰ Ad avviso di M. FRANZONI, *Il contratto e i terzi*, cit., p. 1244 s., invece, il collegamento contrattuale non altererebbe la natura di mero fatto del contratto nei confronti dei terzi.

⁶⁹¹ L. MANNA, *op. cit.*, p. 21.

⁶⁹² M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 280.

pratico: saranno le caratteristiche del fatto concreto che porteranno a estendere ovvero a restringere la tutela contrattuale in conformità alle indicazioni provenienti dal sistema ordinamentale, e a determinare il più giusto rimedio per il danneggiato. In quest'ottica, anche una rapida disamina della teoria del contatto sociale metterà in evidenza la coerenza di presupposti rispetto all'ipotesi, apparentemente distante, della responsabilità extracontrattuale.

Il punto di partenza per l'estensione delle forme di tutela contrattuale, nell'esperienza dottrinale tedesca, risiede nella necessità di aggirare il principio di tipicità della responsabilità extracontrattuale per il tramite della valorizzazione della buona fede, intesa come principio fondante l'ordinamento giuridico⁶⁹³. Nel nostro ordinamento, invece, vige l'opposto principio dell'atipicità della tutela extracontrattuale⁶⁹⁴, che fa da contrappeso al principio della relatività degli effetti del contratto, sempre ferma l'importanza sistematica della buona fede. Da quest'ultima, infatti, promanano obblighi di protezione nei confronti tanto della controparte contrattuale, quanto dei terzi (in principio) indifferenziati.

L'interpretazione della relatività degli effetti del contratto, *ex art. 1372*, comma 2, c.c. alla luce delle norme in materia di contratto a favore di terzo e di contratto con obbligazioni a carico del solo proponente ha permesso la "degradazione" del principio in parola in quello della relatività negativa, in forza del quale la posizione del terzo può assumere rilievo giuridico rispetto al contratto, salvo il suo potere di rinunciare a tale posizione «differenziata»⁶⁹⁵. In aggiunta, il principio di atipicità delle fonti di obbligazione, come formulato all'art. 1173 c.c., e gli obblighi di protezione prescritti dalla legge nella fase delle trattative, alimentano la tesi secondo la quale l'assenza di un dovere di prestazione principale non costituisce condizione necessaria ai fini della configurazione della responsabilità contrattuale⁶⁹⁶. Da un punto di vista economico, infine, la teoria del contatto sociale permette

⁶⁹³ *Id.*, p. 276.

⁶⁹⁴ L'opzione del legislatore nazionale richiede un'indagine specifica, da parte dell'interprete, nella direzione degli *standard* valutativi che orientano l'apprezzamento delle diverse componenti dell'illecito. Sul punto, si veda G. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 202 s.

⁶⁹⁵ Cfr. L. MANNA, *op. cit.*, pp. 4 e 8-9, e M.C. CHERUBINI, *Art. 1372 – Efficacia del contratto*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 666. In particolare, pionieri della teoria dei doveri di protezione, nel contesto nazionale italiano, sono E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, pp. 64 ss., e L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, *passim*.

⁶⁹⁶ Cfr. L. MANNA, *op. cit.*, pp. 9 e 26, e M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 277, che, nello specifico, sembra avallare la tesi che avvicina la responsabilità delle agenzie di *rating* addirittura alla responsabilità precontrattuale nei confronti degli investitori, in

di sanzionare (se negative) le esternalità prodotte dai contratti bancari e finanziari sul mercato, specialmente se caratterizzati dall'inserimento di contenuti imposti dalla prassi⁶⁹⁷.

Alla radice di queste ipotesi, infatti risiede, ancora una volta, l'affidamento che determinati soggetti – gli operatori del mercato – ripongono nell'attività altrui, svolta secondo criteri di professionalità – nel nostro caso, nei giudizi di *rating*⁶⁹⁸. Detto affidamento, che trova il suo corrispettivo in un'obbligazione di mezzi⁶⁹⁹ è, a sua volta, prodotto dall'interazione del principio generale di buona fede e solidarietà, di cui all'art. 2 cost., con lo *status* dei soggetti, in forza di un intervenuto contatto sociale.

Per l'effetto, l'onere della prova sarà invertito a favore del danneggiato, mentre l'agenzia di *rating*, per esimersi dalla responsabilità, dovrà provare «che la sua valutazione si è fondata su false informazioni fornite dall'emittente o ricavabili dal mercato e “irriconoscibili” come tali non soltanto applicando gli ordinari “standards” valutativi, ma anche applicando i criteri integrativi di correttezza e buona fede», sempre ammesso che, in applicazione delle norme della causalità giuridica, l'emanazione di un *rating* corretto avrebbe potuto evitare oppure arginare il danno prodotto, *ex art.* 1223 c.c.⁷⁰⁰.

3.3.1. (Segue) *I rating triggers*

Rispetto ai *rating triggers*, è necessario premettere una duplice considerazione. Esclusa la presenza di una vera e propria clausola di arbitraggio, che disponga il conferimento dell'incarico e i limiti attraverso i quali sindacare l'esercizio della discrezionalità attribuita al terzo arbitratore⁷⁰¹, in primo luogo, giova ricordare che l'influenza delle agenzie di *rating* sull'autonomia contrattuale, attraverso l'adozione delle clausole in parola, incoraggiata dalla prassi, è solo mediata. Questa prima caratteristica, se coordinata alla lettura tradizionale del principio della relatività degli effetti del contratto, sembrerebbe escludere il rilievo

quanto il contratto sarebbe validamente concluso, ma a condizioni diverse da quelle che sarebbero state pattuite in presenza di un *rating* corretto.

⁶⁹⁷ M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 287.

⁶⁹⁸ A. SANTORO, *op. cit.*, p. 197.

⁶⁹⁹ G. FACCI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 199. Sul problema della collocazione della prestazione che qui definiamo “prodotto” informazione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, si veda A. DI AMATO, *op. cit.*, p. 1837.

⁷⁰⁰ Cfr. L. MANNA, *op. cit.*, p. 108, e A. SANTORO, *op. cit.*, p. 198.

⁷⁰¹ E. GABRIELLI, *Art. 1349*, cit. pp. 826-831, nella quale viene descritta la tesi che ricostruisce la determinazione del terzo come «atto giuridico di arbitramento, collegato al contratto in ragione di un patto».

“extracontrattuale” dell’emissione del *rating*⁷⁰². Ma, d’altra parte, come provano lo Studio condotto dalla Commissione europea nel 2015 e la relazione di proporzionalità inversa tra l’utilizzo di *rating triggers* nei contratti e il punteggio di *rating* dei debitori, le agenzie sono tendenzialmente consapevoli di essere coinvolte nel processo di (ri)determinazione del regolamento contrattuale. Questa circostanza sembrerebbe giustificare la promozione dei terzi, dapprima indifferenziati, allo *status* di terzi qualificati, che possono, secondo la teoria del contatto sociale, avere accesso alla tutela contrattuale. A disposizione dei terzi (irrimediabilmente) indifferenziati – si pensi al caso degli azionisti o dei correntisti pregiudicati da un ipotetico dissesto finanziario dell’istituto di credito che abbia avuto immotivatamente accesso, per effetto di un *rating* esterno eccessivamente ottimista, ad una regolamentazione in punto di requisiti patrimoniali che non abbia consentito l’assorbimento degli *shock* del mercato – resta, invece, il rimedio del risarcimento del danno da responsabilità extracontrattuale.

3.4. *Per un sistema concentrico. Proposta di inquadramento delle forme di tutela concesse al terzo danneggiato dai giudizi di rating*

Una volta stabilita in via generale la responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti di investitori ed emittenti – art. 35-*bis*, reg. CRA III, che, come si è visto, non impedisce ulteriori forme di tutela fondate sulla responsabilità extracontrattuale, sulla base dell’esperienza giuridica degli Stati membri dell’Ue – è possibile costruire un sistema rimediale veramente completo, dal punto di vista formale, e appagante per il danneggiato, dal punto di vista sostanziale. A tal fine, ma a patto sempre di accertare caso per caso la sussistenza del rilievo giuridico dell’interesse del terzo, sono a sua disposizione:

- il rimedio di matrice europea, basato sulla responsabilità extracontrattuale per colpa grave o dolo, di cui all’art. 35-*bis*, reg. CRA III, volto a garantire un livello minimo di tutela per le infrazioni macroscopiche che attengano alle misure organizzative e procedurali prescritte dai regolamenti europei, che ammette il concorso di ulteriori rimedi risarcitori, in base al diritto interno;
- il modello della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* basato sull’elaborazione dottrinale e giurisprudenziale nazionale, che permette l’inversione

⁷⁰² M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 279.

dell'onere della prova, attraverso il sistema delle presunzioni semplici, e la valorizzazione del criterio della normalità "sociale". In aggiunta, la prova del carattere standardizzato dei processi e delle metodologie di valutazione del merito del credito, appiattiti come sono dalle norme di derivazione europea, permetterebbe di abbassare la soglia della rilevanza dell'illecito allo stadio della colpa lieve, non sussistendo gli estremi richiesti dall'art. 2236 c.c. in materia di responsabilità professionale;

- la responsabilità contrattuale da contatto sociale qualificato, soluzione ideale, invece, per il caso della relazione mediata tra agenzie di *rating* e soggetti danneggiati dagli effetti dei *rating triggers* e, in specie degli *acceleration triggers* – accostati alla figura della condizione risolutiva di adempimento, piuttosto che a quella della clausola risolutiva espressa, per l'opportunità di impedire la propagazione degli effetti dello scioglimento nei confronti dei terzi che abbiano adoperato clausole di insolvenza incrociata (*cross default*)⁷⁰³. Conferma la praticabilità dell'impostazione proposta l'esistenza di collegamento contrattuale e, dunque, la riconducibilità ad una cornice unitaria dei distinti segmenti contrattuali dei quali si compone l'operazione economica considerata nel suo complesso.

Nulla osta, infine, alla possibilità che anche il creditore, nel rapporto di concessione di credito, sia pregiudicato dall'abuso nel *rating*, avendo fatto affidamento, nella fase delle trattative, sulla solvibilità dell'impresa sottoposta a giudizio per la costruzione del regolamento contrattuale. Posto che anche in quest'ultima ipotesi la relazione tra il danneggiato e l'agenzia di rating sarebbe meramente mediata, al sistema di tutele concentriche appena descritto è possibile aggiungere la tutela precontrattuale nei confronti della controparte che, a conoscenza della propria (in)affidabilità, non si sia comportata secondo buona fede nella fase delle trattative, *ex art. 1337 c.c.*⁷⁰⁴.

⁷⁰³ R. LENZI, *Art. 1353 – Contratto condizionale*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 251, discute che la differenza sostanziale, in punto di efficacia, tra la condizione risolutiva di adempimento e la clausola risolutiva espressa possa localizzarsi al livello dell'opponibilità della risoluzione ai terzi.

⁷⁰⁴ M. DI RIENZO, *op. cit.*, p. 287.

Conclusioni

Sin dall'esame preliminare della fisionomia dell'autonomia contrattuale nel sistema delle fonti di tipiche di integrazione, si è manifestata l'opportunità dell'adozione di un approccio metodologico di tipo funzionale e, soprattutto, di una visione stereoscopica rispetto alla problematica dell'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari, che, in quanto tale, valorizzi la natura strumentale del contratto e la variegata dimensione fattuale nella quale si esplica l'autonomia privata nel settore in analisi. L'indagine è, dunque, estesa al complesso delle formule nelle quali si osserva l'eteroregolamentazione e comprende anche l'influenza esercitata da particolari operatori finanziari su altri *partes*, così da permettere la verifica dell'adeguatezza di tutti i mezzi di tutela (teoricamente) a disposizione del soggetto passivo del rapporto di vigilanza.

La rassegna dei principi cardinali in materia, nel diritto primario interno, restituisce l'immagine di uno statuto dell'autonomia niente affatto affievolito: l'autonomia contrattuale in materia finanziaria, nel caso specifico, è vista già dal costituente come veicolo per la circolazione del capitale. La tutela costituzionale del risparmio, da intendersi nel senso più ampio di attività finanziaria, imprime un carattere peculiare all'iniziativa e all'autoregolamentazione privata. Da un lato, attraverso l'unità elementare del contratto, quest'ultima dà impulso all'economia, ma, dall'altro, per le caratteristiche strutturali dei mercati finanziari, reca con sé il germe del rischio sistemico, che, com'è noto, incide nel lungo periodo anche sulle finanze pubbliche e sulla reputazione dello Stato (e degli Stati) che eventualmente pongano in essere operazioni di *bail-out*. Dunque, la vigilanza settoriale è investita di una missione fondamentale, ancorché delimitata dalla riserva di legge prevista, in via generale, dall'art. 41 cost. e, in modo più specifico, dall'art. 47. Le specifiche manifestazioni di autonomia riconducibili alla materia finanziaria sono, invece, soggette a vigilanza, ma, al contempo, sottratte tanto all'arbitrio delle autorità amministrative quanto al rischio di far parte di un "ordinamento" a sé. In questa direzione, un primo indizio dell'appartenenza del settore all'ordinamento giuridico unitario si ricava dall'interpretazione evolutiva dei principi di imparzialità e neutralità dell'amministrazione, ciò che permette l'inquadramento delle autorità amministrative indipendenti all'interno della formula espressa dagli artt. 97, comma 1, e 98 cost.

Completano la cornice di diritto primario il riferimento indiretto alla materia del risparmio nel diritto europeo (artt. 49, 56-57 TFUE) e il fondamentale principio di sussidiarietà, di cui agli artt. 118, commi 1 e 4, cost., e 5 TFUE, che, nelle sue proiezioni verticale e orizzontale, consente di costruire un sistema delle fonti e dei centri di produzione normativa allargato, eppure integrato all'interno dell'ordinamento giuridico.

Individuato il nucleo dell'autonomia contrattuale nelle fonti di diritto primario, lo scrutinio dei diversi tipi di intervento eteronomo nel diritto derivato di provenienza nazionale ed europea permette di individuare, nella dimensione qualitativa dell'origine dell'atto di (auto)regolamentazione e in quella quantitativa della concreta imputabilità del regolamento contrattuale all'iniziativa delle parti private, un criterio ordinante rispetto alla categoria di genere dei contratti soggetti a fenomeni integrativi. In questa prospettiva, soltanto un obbligo giuridico a contrarre annullerebbe il contributo delle parti e, dunque, anche la natura autonoma del regolamento di interessi concretamente adottato. Al di là di questa ipotesi, dunque, l'attività contrattuale privata può sempre considerarsi espressione di un atto di autonomia, per quanto vincolato. Come tale, detto atto di autonomia viene preservato nella sua funzionalità dalle norme di cui agli artt. 1339, 1419, comma 2, e 1424 c.c., che regolano le diverse modalità attraverso le quali il contratto "resiste" al fenomeno dell'integrazione cd. legale, posto che, ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c. dal contrasto con le norme imperative discenderebbe la nullità virtuale del contratto.

Una volta chiarito che il carattere dell'imperatività può riscontrarsi anche nelle previsioni di rango regolamentare elaborate dalle autorità di settore in base ad una delega di fonte legislativa e, in secondo luogo, preso atto che l'integrazione legale costituisce solo uno dei modi di essere dell'eteroregolamentazione degli interessi privati, nel variegato panorama di fonti atipiche, è possibile rileggere il fenomeno del policentrismo normativo attraverso il prisma del potere persuasivo delle sue singole componenti. A tale proposito, l'elencazione delle fonti di integrazione contenute nell'art. 1374 c.c. si completa dei preziosi riferimenti contenuti agli artt. 1375 e 1340 c.c. e restituisce un sistema delle fonti, già nella sua prospettazione più lineare, a dir poco complesso. In esso convivono la legge, intesa nel senso più esteso di atto normativo avente una base legale, gli usi normativi, l'equità, ma anche gli usi contrattuali, la buona fede e soprattutto l'interpretazione giudiziale: in ultima analisi, infatti, spetta sempre al giudice applicare le norme che realizzano, negli effetti, l'integrazione

eteronoma. Di questo passo, un sistema delle fonti di integrazione del contratto che trascuri l'apporto del principio di buona fede interpretativa e della sinergia tra quest'ultima e buona fede oggettiva, correttezza, normalità sociale e usi contrattuali si presenterebbe insufficiente in tutti i settori economici, ma in quello finanziario potrebbe rivelarsi addirittura fuorviante, posto il rilievo della fiducia nel e sul mercato e l'efficacia persuasiva atipica, sostanzialmente normativa, svolta dalla congerie di atti e documenti comunemente definiti di "*soft*" *law*. L'ineludibilità del fenomeno dell'eteroregolamentazione dei contratti, che discende dal normale concorso di tutte le fonti, permette di osservare una tendenza all'obiettivizzazione, ossia al progressivo spostamento di asse dalla volontà delle parti a quella "normativa" delle autorità pubbliche e private intervenienti nel processo di costruzione del concreto regolamento di interessi. In questa prospettiva, e specialmente se si prende in esame la posizione del contraente aderente, la contrattazione standard può costruttivamente considerarsi come l'anello di congiunzione tra auto ed eteroregolamentazione e, nel quadro della cd. eteroregolamentazione riflessa, come vero e proprio "laboratorio" di clausole imposte dalle forze di mercato.

La classificazione delle fonti è stata poi incrociata con i diversi centri di produzione che concorrono alla posizione delle "regole del gioco" nel rispetto del principio di leale collaborazione, come condizione di efficienza della regola sussidiaria. L'appena descritto concorso di fonti di diversa provenienza, pubblico-privata, attua, come si vede, il principio di sussidiarietà orizzontale e istituzionale, ma la specialità del cd. ordinamento finanziario rispetto agli altri settori della regolazione economica potrebbe suggerire l'adozione di un diverso approccio, nel quale suddette peculiarità giustificano l'adozione di una formula organizzativa a sé: in altre parole, di un ordinamento a parte. Tuttavia, si è tentato di dimostrare che l'allarme destato dall'attività regolatoria delle stesse autorità di vigilanza ufficiali, sotto il profilo della legittimazione democratica, deve essere ridimensionato nel panorama del policentrismo normativo dei mercati finanziari. Tutti i fenomeni ascrivibili, in qualche modo, al circuito istituzionale, nonostante i diversi livelli ai quali essi sono osservabili, sono, infatti, abbastanza agevolmente sistemabili all'interno dell'ordinamento giuridico unitario; questo stesso processo è, invece, apparentemente più impegnativo rispetto ai cdd. *standard setters*, ai *gatekeepers* (in particolare, privati), agli *standard enforcers* e alle reti informali di regolatori. Ad ogni modo, anche le difficoltà che sorgono intorno al processo di

informal law-making possono essere arginate attraverso un'attenta ponderazione delle concrete esigenze del mercato rispetto ai limiti invalicabili dello statuto fondamentale dell'atto di autonomia e delle possibilità di una sua conformazione alla luce del principio di sussidiarietà. In questo modo, è possibile la "cattura" anche di fenomeni molto eccentrici, così da restituire al giurista gli strumenti necessari ad operare all'interno della griglia di valori che costituiscono "il" sistema. Ciò che, infatti, conferisce a quello finanziario un'impronta peculiare è proprio il forte rilievo pubblicistico che assume l'obiettivo della stabilità: il suo impatto sul quotidiano anche dei non addetti ai lavori, nonché, sia direttamente che indirettamente, sulle finanze dello Stato, rende indispensabile un costante aggiornamento del panorama normativo – e altrettanto indispensabile il contributo tecnico del giurista in sede di interpretazione. In aggiunta, proprio l'onda lunga dello stato di salute dei mercati finanziari e del comparto bancario, in particolare, sembrano evidenziare che, tramite il meccanismo dell'intermediazione, a ritroso, il carattere apparentemente condizionale della normativa di settore non sia altro che uno specchio per le allodole.

Una volta precisato il quadro di riferimento nel quale le autorità di vigilanza svolgono il proprio "ruolo", l'analisi si è spostata all'articolazione del concetto di regolazione economica nelle sue tre componenti della regolazione *strictu sensu*, della vigilanza e dell'esercizio di poteri sanzionatori, e si è tentato di dimostrare come esse costituiscano, a ben vedere, un *continuum*. Nel dettaglio, è stata confutata, almeno per ciò che concerne la vigilanza finanziaria, la tesi che, in base al rango costituzionale del valore tutelato e, quindi, alle funzioni esercitate, permette di distinguere tra autorità di garanzia e autorità regolazione. Infatti, la garanzia costituzionale del "risparmio" e la coesistenza, nelle autorità competenti, di poteri di regolazione, vigilanza e sanzionatori evidenzia una commistione funzionale tra i due piani, giustificata dalla latitudine delle finalità che orientano il loro mandato – e cioè, l'istaurazione di mercati concorrenziali, la stabilità, la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, la correttezza e trasparenza sul piano dei rapporti interprivati, la tutela dell'investitore e, *last but not least*, la fiducia nella stabilità del sistema. Dette finalità costituiscono spesso vere e proprie sfide: l'obiettivo a lungo termine dell'autoregolazione dei mercati (concorrenziali) è ostacolato dalla non-operatività dei meccanismi spontanei di sanzione delle imprese inefficienti, come dimostra il problema delle cdd. istituzioni *Too Big To Fail* e il panorama delle forme di tutela accordate ai soggetti danneggiati, decisamente da completare, al quale è

stato dedicato il terzo ed ultimo capitolo del presente lavoro. D'altra parte, lo stesso coordinamento tra le diverse finalità può, a volte, rivelarsi assai complicato in ragione delle intersezioni tra le diverse aree di competenza delle autorità protagoniste della vigilanza: è questo il caso dell'interazione tra i poteri di intervento e segnalazione attribuiti all'AGCM, rispettivamente, dagli artt. 20, commi 4, 5 e 5-*bis*, e 21, l. n. 287 del 1990, e i doveri di rendicontazione a carico delle autorità di vigilanza finanziaria, *ex art.* 23, comma 2, l. n. 262 del 2005, in relazione ai provvedimenti che suscettibili di avere un impatto sulla concorrenza.

L'esame dell'architettura nazionale della vigilanza finanziaria e dei criteri di riparto delle competenze, introduce quello delle modalità concrete di intervento sull'autonomia privata, che si dispongono intorno a due formule generali: intervento sostitutivo e l'integrazione legale *ex art.* 1374 c.c., per quanto riguarda l'attività normativa; processo di "sublimazione" delle *good practices*, attraverso la *moral suasion* e il valore di "precedente" dei provvedimenti individuali resi nel contesto dell'attività di vigilanza, per quanto riguarda l'attività sanzionatoria e quella paragiurisdizionale. Il potenziale superindividuale delle descritte modalità di intervento sull'autonomia privata è confermato dalla possibilità apertamente riconosciuta ai soggetti estranei al rapporto di vigilanza, nel più ampio contesto europeo, di impugnare le decisioni formalmente indirizzate ad altri, a patto che esse producano un "*direct and individual concern*" nella loro sfera di interessi. Sempre sul piano dell'architettura europea della vigilanza finanziaria, è stato analizzato il meccanismo di omologazione degli *standards* tecnici di regolazione e di attuazione, basati sugli artt. 290 e 291 TFUE, adottati dalle autorità di settore secondo i rispettivi regolamenti istitutivi (regg. nn. 1093, 1094 e 1095 del 2010). Tale procedimento, pur ricordando l'omologazione degli standard contabili internazionali (IASB/IFRS), descritta nel primo capitolo, da essa si discosta in ragione della natura ufficiale delle ESAs. Tra queste ultime, che sono veri e propri *networks* (istituzionalizzati) di regolatori, si distingue il ruolo dell'Autorità Bancaria Europea (EBA), nell'ambito dell'Unione Bancaria. L'organo decisionale dell'EBA riunisce, tra gli altri membri, i rappresentanti delle autorità di vigilanza per il settore creditizio di tutti gli Stati membri dell'Unione Europea – dunque, include anche i Paesi estranei all'Eurozona – e agisce sia come regolatore, nella direzione dell'emanazione degli standard tecnici, che come mediatore, in quella della promozione della convergenza delle pratiche di vigilanza delle autorità nazionali e della risoluzione di eventuali conflitti transfrontalieri (art. 21, parr. 4, reg.

n. 1092 del 2010). È distribuito, invece, tra la Banca Centrale Europea e le autorità nazionali il compito del monitoraggio sulle istituzioni creditizie per l'area di applicazione del Meccanismo Unico di Vigilanza (SSM).

Nella prospettiva più generale dei modi di intervento delle autorità europee sull'autonomia privata e, in specie, sul contratto, anche in questo caso, è stato possibile isolare due modalità tecniche principali, ossia la regolamentazione generale – attraverso regolamenti, direttive, *standards*, atti di implementazione della legislazione quadro, raccomandazioni generali, linee guida e *best practices*, oltre a istruzioni e richieste generali (da parte della BCE) – e l'emanazione di provvedimenti a carattere individuale. In particolare, è stata esaminata l'ipotesi della determinazione amministrativa delle condizioni operative del *bail-in* e si è tentata una qualificazione giuridica della clausola che prevede la conversione/svalutazione delle obbligazioni in conseguenza dell'esercizio dei poteri esercitati dalle cdd. autorità di risoluzione, secondo la dir. BRRD. Il criterio dirimente è dato dall'autenticità dell'atto di autonomia:

- se la conversione/svalutazione è prevista dalla volontà autonoma delle parti, il fenomeno potrà qualificarsi come condizione risolutiva del credito del cliente oppure come diritto potestativo di opzione nascente dal contratto;
- se invece la conversione/svalutazione scaturisce, in via esclusiva, dall'esercizio dei poteri di discrezionalità tecnica dell'autorità di risoluzione, allora la clausola in analisi può rientrare piuttosto agevolmente nell'area dell'integrazione legale.

È stata, inoltre, affrontata la problematica degli effetti cdd. esterni dei provvedimenti individuali e, escluse l'efficacia orizzontale, si è suggerito uno spettro di altre possibilità, da un *minimum*, costituito dall'efficacia persuasiva o “di precedente” sui casi analoghi a quello di specie, ad un *maximum*, rappresentato da un vero e proprio potenziale lesivo “diretto ed individuale”, al quale è possibile rimediare attraverso l'impugnazione. Elemento decisivo, a riprova dell'efficacia esterna dei provvedimenti individuali, è la legittimazione ad agire (anche) dei terzi che provino di aver subito un *direct and individual concern*. Sullo sfondo, naturalmente, si colloca l'attività di implementazione della normativa europea demandata alle autorità di vigilanza finanziaria nazionali. Queste ultime, se da un lato – ai sensi degli artt. 6 t.u.b. e 2 t.u.f. – sono tenute, in via di principio, a conformarsi alle raccomandazioni ad esse indirizzate

dalle autorità europee, nonché al diritto europeo in genere, dall'altro sono soggette, in caso di inottemperanza, all'esercizio di poteri sostitutivi da parte delle omologhe sovranazionali.

Estendendo ulteriormente la prospettiva, fino ad includere il livello globale della *governance* in materia finanziaria, sono state esaminate le modalità atipiche attraverso le quali le reti di regolatori e gli *standard setters* influiscono sul panorama normativo di settore, determinandone l'indirizzo politico oppure, addirittura, gli aspetti di dettaglio, come nel caso degli Accordi di Basilea, puntualmente implementati nel diritto derivato europeo. L'attività degli organismi che, nel corso dell'analisi sono stati definiti *standard enforcers* (Fondo Monetario Internazionale, Banca Mondiale) permette, inoltre, di cogliere nel meccanismo dell'apertura di credito condizionale una sorta di effetto sanzionatorio, che assiste l'adozione delle *best practices* e degli obiettivi indicati dagli *standard setters*.

A riprova dell'opportunità di una visione stereoscopica del problema dell'eteroregolamentazione dei contratti bancari e finanziari, si è tentato di fornire una risposta coerente ed adeguata al fenomeno dell'eteroregolamentazione riflessa del contratto – *i.e.* il processo in forza del quale il contratto riflette il mercato di riferimento e non solo la volontà delle parti o del legislatore. Come evidenziato nel corso del primo capitolo di questo lavoro, il settore finanziario non è immune al *feedback loop* in cui consiste l'attività degli *standard setters* privati, per effetto del quale gli operatori economici sono al contempo autori e destinatari della regolazione. È stata, così, esaminata la problematica dell'omologazione sotto forma di regolamenti – in quanto tali, direttamente applicabili anche ai rapporti orizzontali – degli *standards* contabili internazionali IASB/IFRS da parte del legislatore europeo. Un'ulteriore modalità, attraverso la quale può scorgersi un'affinità sostanziale tra le funzioni svolte dalle autorità di vigilanza ufficiali e quelle di fatto, consiste nell'attività di certificazione e monitoraggio del rispetto delle regole di condotta, spesso demandata ad organismi privati.

È molto agevole, a questo punto, prendere in considerazione il ruolo, funzionalmente classificabile come “di vigilanza”, svolto dalle agenzie di *rating*. Non soltanto la loro funzione commerciale appare *prima facie* affine a quella di un vero e proprio *supervisor*, poiché consiste nell'esprimere un giudizio sul merito della solvibilità dei soggetti “vigilati”. A tale proposito, basterà ricordare che sempre più banche centrali dell'eurozona si stanno dotando di una sorta di “unità di *rating*” interna, in attuazione del Quadro Europeo di Valutazione del Merito del Credito – nella prospettiva nazionale, si tratta del Sistema per la valutazione della qualità dei

crediti della Banca d'Italia. Nonostante il meccanismo sia decisamente limitato nello scopo, in quanto non utilizzabile dalle società finanziarie operanti sul mercato, ma solo ai fini delle operazioni di politica monetaria avviate, a livello centrale, dall'Eurosistema, esso risponde alla medesima funzione svolta dai *rating* privati, ossia quella di fornire una valutazione attendibile della qualità degli strumenti utilizzati a garanzia delle operazioni finanziarie. Dunque, la convergenza del Sistema (centralizzato) per la valutazione della qualità dei crediti intorno alla *ratio* del *rating* e la natura propriamente istituzionale degli sviluppatori di detto sistema depone a tutto favore di una sistematica che, sulla base del concreto assetto del monitoraggio sui mercati e della *vis* creativa dell'attività sussidiaria dei privati, non distingue la sostanza degli effetti prodotti dal monitoraggio pubblico da quelli del *private gate-keeping*.

Quanto premesso rispetto all'utilizzo del *rating* per finalità di regolazione non esaurisce le modalità di intervento delle agenzie sul mercato. Esse, infatti possono, influenzare la contrattazione altrui non soltanto sotto forma di *longa manus* delle autorità di vigilanza, ma anche in qualità di *standard setters* privati e, infine, di termine esterno di riferimento ai fini dell'aggiornamento del contenuto contrattuale, tramite i diffusissimi *rating triggers*. Il fenomeno è poco esplorato in letteratura, ma l'applicazione del metodo proposto sin dalle prime battute della presente ricerca permette di tracciare un quadro di riferimento unitario, attento alle ricadute sostanziali dell'attività delle agenzie. La natura privata di queste ultime riporta in primo piano il problema del bilanciamento degli opposti interessi pubblici che governano lo statuto dell'autonomia nell'area dei mercati finanziari; tra questi, in particolare, si distingue quello all'affidabilità del *rating*, che costituisce una direttrice fondamentale nella disciplina di settore (art. 1, par. 1, reg. CRA III). I dubbi e le perplessità legati alla struttura oligopolistica del mercato, ai meccanismi comportamentali che sono alla base del perdurante successo delle agenzie di *rating* e all'assenza di valide alternative fanno da sfondo alle controverse modalità di intervento di queste ultime sulla contrattazione altrui, modalità di intervento che possono condurre all'applicazione di tre diversi regimi giuridici, in ragione della concreta fisionomia del caso concreto.

Per quanto riguarda l'utilizzo del *rating* per finalità di regolazione, è evidente che il dato fornito dalle agenzie finisce per saldarsi alla previsione normativa che ad esso fa rinvio: il contributo privato, dunque, ne assume lo stesso *status* nella gerarchia delle fonti di integrazione del contratto. In relazione, invece, all'attività di *standard-setting* privato

sembrerebbe di essere in presenza di veri e propri usi contrattuali, in quanto tali, da valutarsi nella prassi del mercato di riferimento; tuttavia, vale la pena notare che la minaccia del declassamento produce l'effetto di sollecitare l'allineamento della politica d'impresa del soggetto valutato agli indirizzi contenuti nell'*outlook*. Nel caso, infine, dei *rating triggers*, che attraverso il *downgrade* segnalano il verificarsi di sopravvenienze contrattuali, è possibile prospettare due possibilità: ci si può trovare, a seconda dei casi, in presenza di una clausola risolutiva espressa, oppure di una condizione risolutiva. Quest'ultima soluzione si presenta maggiormente desiderabile, in quanto consente di neutralizzare, in via interpretativa, le esternalità negative (effetto domino e *cliff effect*) nascenti dal contratto risolto nei confronti dei terzi estranei al rapporto al quale si riferisce il *rating trigger*, in perfetta armonia con l'indirizzo politico elaborato dagli *standard setters* globali in seguito all'ultima grande crisi finanziaria. Dirimente, in ogni caso, è il riscontro della dichiarazione di volersi avvalere della clausola risolutiva espressa, secondo quanto previsto dall'art. 1456 c.c. Potrebbe combaciare, inoltre, con la *ratio* che orienta la soluzione da ultimo prospettata anche la tesi che legge nella formulazione dell'art. 1467, comma 3, c.c. l'espressione di un principio generale, corollario di quello di buona fede. Considerando che fanno un uso maggiore dei *rating triggers* i soggetti meno affidabili, dal punto di vista della solvibilità, l'applicazione di detto principio dovrebbe comportare, in questo caso, la doverosità della rinegoziazione dei termini del contratto ogni qualvolta il *rating trigger* sia entrato in funzione, posto che, come si è detto, l'evento del declassamento potrebbe considerarsi addirittura "atteso". Questa impostazione teorica dovrebbe giustificare una sistematica mitigazione degli effetti giuridici dei *rating triggers* e sollecitare l'abbandono delle clausole di insolvenza incrociata, responsabili della propagazione dell'instabilità ai contratti con i terzi. Sembra, invece, più complesso il problema dell'apprezzamento del coefficiente di eteronomia delle clausole che contengano *rating triggers*, apparentemente qualificabili come clausole d'uso in ragione della loro diffusione nei contratti bancari e finanziari. A tale proposito, si propone una definizione in termini di "parametro interposto di normalità", secondo i canoni della buona fede oggettiva in sede di interpretazione (art. 1366 c.c.). Si spiega, così, la funzionalità, a seconda dei casi, correttiva ovvero integrativa rispetto al contratto in cui sono inserite.

L'indagine condotta nel terzo capitolo ha inteso sottoporre la sostanza dell'autonomia contrattuale alla prova dei fatti, misurando le possibilità di tutela e di riparazione dell'interesse

eventualmente ed illegittimamente leso per effetto dell'eteroregolamentazione del contratto. L'analisi si è sviluppata intorno ai due binari del controllo amministrativo sugli atti e della responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza nazionali ed europee, e sono stati adottati come criteri valutativi la giustizia e l'adeguatezza del rimedio rispetto al *petitum sostanziale* e all'obiettivo di una *full jurisdiction*. Lo sviluppo della prima tematica ha richiesto lo scioglimento di una serie di nodi preliminari, consistenti, principalmente, per quanto riguarda la materia del controllo giudiziale (e giustiziale) amministrativo:

- nel riparto delle competenze giurisdizionali;
- nella sostanza della discrezionalità tecnica esercitata;
- nel tipo di sindacato del giudice;
- nella natura dell'interesse leso dall'attività amministrativa;
- nella tipologia di relazione organizzativa che si può riscontrare tra le autorità di vigilanza competenti per lo stesso settore;
- nell'ammissibilità del ricorso straordinario al Capo dello Stato in caso di provvedimenti adottati nell'esercizio della funzione di vigilanza dalle autorità indipendenti, in ragione dell'intervento dell'Esecutivo nel successivo giudizio.

Il risultato è un meccanismo estremamente limitato nello scopo, che consiste in un controllo di legittimità, e lo stesso è a dirsi con riguardo all'impugnazione dei provvedimenti adottati dalle autorità europee, dinanzi al Comitato di Ricorso Congiunto. A differenti conclusioni sembrerebbe condurre, invece, l'esame del giudizio sui provvedimenti sanzionatori, affidato, in séguito all'intervento della Corte Costituzionale, alle cure del giudice ordinario, in considerazione della natura di diritto soggettivo dell'interesse inciso dall'agire amministrativo. Il sindacato piú penetrante, osservabile solo nel caso specifico dell'esercizio di poteri sanzionatori, tuttavia, mal si concilia alla natura, invece, omogenea delle diverse declinazioni della vigilanza, orientate dai medesimi obblighi di risultato. Vale a dire, rispetto ai provvedimenti che costituiscono il risultato dell'attività ispettiva e di quella regolatoria si osserverebbe un irragionevole disparità di trattamento.

Successivamente, è stato esaminato il sistema della responsabilità extracontrattuale. In questo caso, le autorità competenti rispondono, rispettivamente, dinanzi al giudice amministrativo ovvero ordinario – nel caso in cui l'azione sia autonoma, rispetto all'impugnazione dell'eventuale provvedimento in cui si esprima la condotta lesiva – e alla

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nel caso delle ESAs. In questo frangente, gli aspetti piú delicati consistono nell'apprezzamento, da un lato, del nesso di causalità tra condotta antigiuridica ed evento dannoso e, dall'altro, del requisito soggettivo della colpa.

Per quanto riguarda il primo aspetto, in presenza di attività amministrativa, la valutazione del nesso di causalità prevede una prima fase di verifica del collegamento tra il vizio lamentato e il contenuto del provvedimento impugnato, e una seconda fase di vero e proprio apprezzamento del danno provocato; in caso di inerzia, invece, il giudizio controfattuale sarà, secondo le regole generali, un giudizio ipotetico. Resta, invece, il rischio che un regime di responsabilità extracontrattuale troppo severo nei confronti delle autorità di vigilanza favorisca l'azzardo morale degli operatori finanziari. Pertanto, per quanto riguarda l'apprezzamento dell'elemento soggettivo dell'illecito, l'innalzamento della soglia di rilevanza al grado della colpa grave può considerarsi opportuno alla luce di una serie di considerazioni di ordine giuridico ed economico, ma soltanto ad alcune condizioni. Si è tentato di mettere in evidenza che l'esenzione dalla responsabilità per colpa lieve, di cui all'art. 24, comma 6-*bis*, l. n. 262 del 2005, sembra causare un vuoto di tutela inaccettabile, se ci si limita ad un'osservazione superficiale dei modi di essere e dei protagonisti della vigilanza. La misura appare, invece, congrua, se si enfatizza il carattere di contiguità, se non proprio di affinità dei poteri di intervento sulle imperfezioni di mercato – e quindi anche la distribuzione dei rispettivi addebiti – tra autorità dotate di investitura ufficiale e autorità di fatto. In questa prospettiva, l'analisi condotta nel capitolo precedente con riferimento alle agenzie di *rating* consente di lanciare una preziosa suggestione, che con le dovute cautele può condurre al completamento del sistema rimediabile nel senso di una piena riparazione. In altre parole, il ruolo delle autorità private, rispetto ai tradizionali attributi della vigilanza, presenta anche un'inattesa utilità nel senso dell'allineamento del loro *status* giuridico al ruolo di fatto svolto sul mercato. Attraverso una serie di passaggi ermeneutici è stato, infatti, possibile "responsabilizzare" le agenzie di *rating*, sia qualora agiscano in veste di *private standard setters*, sia qualora il contratto rinvii ai giudizi di rating attraverso i *rating triggers*. A tal fine, e a patto di accertare caso per caso la natura dell'interesse del danneggiato, sono a disposizione del danneggiato:

- il rimedio di matrice europea, basato sulla responsabilità extracontrattuale per colpa grave o dolo, di cui all'art. 35-*bis*, reg. CRA III, volto a garantire un livello minimo di

tutela per le infrazioni macroscopiche che attengano alle misure organizzative e procedurali prescritte dai regolamenti europei;

- gli “ulteriori rimedi risarcitori”, in base al diritto interno, e, quindi, il modello della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* basato sull’elaborazione dottrinale e giurisprudenziale nazionale, che permette l’inversione dell’onere della prova, attraverso il sistema delle presunzioni semplici, e la valorizzazione del criterio della normalità “sociale”. L’eventuale produzione della prova del carattere standardizzato dei processi e delle metodologie di valutazione del merito del credito, interamente disciplinati dalle norme di derivazione europea, permetterebbe di abbassare la soglia della rilevanza dell’illecito allo stadio della colpa lieve, non sussistendo gli estremi richiesti dall’art. 2236 c.c. in tema di responsabilità professionale;
- la responsabilità contrattuale da contatto sociale qualificato potrebbe essere la soluzione ideale, invece, per il caso della relazione mediata tra agenzie di rating e soggetti danneggiati dagli effetti dei *rating triggers* e, in specie degli *acceleration triggers*. In questi casi, infatti, deporrebbe a favore dell’estensione del regime della responsabilità contrattuale l’esistenza di un collegamento contrattuale.

Infine, in relazione alla possibilità che anche il creditore, nel rapporto di concessione di credito, sia pregiudicato dall’abuso nel *rating*, al sistema di tutele concentriche appena descritto è possibile aggiungere la tutela precontrattuale nei confronti della controparte che, a conoscenza della propria (in)affidabilità, non si sia comportata secondo buona fede nella fase delle trattative, *ex art.* 1337 c.c.

Bibliografia

- AA. VV., *The fundamental principles of financial regulation*, in *Geneva reports on the world economy* 11, 1999,
http://cepr.org/active/publications/books_reports/viewreport.php?cvno=P197
- ABDURAKHMANOVA S., *Using unsolicited ratings to regulate the credit rating agencies*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2013
- ACCETTELLA F., *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013
- ALLENNA M., *Il sindacato del giudice amministrativo sulle valutazioni tecniche complesse: orientamenti tradizionali versus obblighi internazionali*, in *Dir. proc. amm.*, 2012
- ALPA G., *Diritto della responsabilità civile*, Roma-Bari, 2003
- ALPA G., *La responsabilità civile*, in *ID.* (a cura di), *Trattato di diritto civile*, IV, Milano, 1999
- ALPA G., *La responsabilità d'impresa nel terzo millennio*, in G. ALPA e G. CONTE (a cura di), *La responsabilità d'impresa*, Milano, 2015
- AMATO G., *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1997
- AMATO J.D. e FURFINE C.H., *Are credit ratings procyclical? – BIS Working papers No. 129*, 2003
- AMOROSINO S., *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016
- AMOROSINO S., *La "regolazione" del settore, e mercato, delle infrastrutture*, in *Riv. giur. edil.*, II, 2010
- AMOROSINO S., *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995
- AMTENBRINK F. e HEINE K., *Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: Lessons from Behavioural Science*, in *The Dovenschmidt Quarterly*, 2013
- ANDÒ B., *Responsabilità civile della Consob per omessa vigilanza sugli intermediari*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2011
- ANELLI A., *Quale limite per la responsabilità delle cd. autorità di vigilanza?*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Le società*, 2011

ANGELINI F., *Ordine pubblico e integrazione costituzionale europea. I principi fondamentali nelle relazioni interordinamentali*, Padova, 2007

ANGELONE M., *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, Napoli, 2012

ANGELONE M., *La conversione d'ufficio del contratto nullo tra (interpretazione di) buona fede e «giusto rimedio»*, in *Rass. dir. civ.*, 2014

ANGELONE M., *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»: il controllo amministrativo dell'Agcm avverso le clausole vessatorie*, in *Rass. dir. civ.*, 2014

ANGELONE M., *Poteri regolatori dell'Aeeg e integrazione dei contratti di somministrazione di energia elettrica*, nota a Cass. 27 luglio 2011, n. 16401, in *Rass. dir. civ.*, 2012

ANTONIOLI M., A. Di Pietro, D. Galetta, *I procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali (Art. 23)*, in *Le nuove regole del mercato finanziario – La legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 52°, diretto da F. Galgano, Padova, 2009

ANTONIOLI M., *Vigilanza e vigilanze tra funzione e organizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2013

ANTONUCCI A., *Art. 2. Comitato interministeriale per il credito e il risparmio*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013

ANTONUCCI A., *Art. 3. Ministro dell'economia e delle finanze*, in AA. VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. D. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, t. 1, a cura di C. Costa, Torino, 2013

ANTONUCCI A., *Art. 4. Banca d'Italia*, in AA. VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. D. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, t. 1, a cura di C. Costa, Torino, 2013

ANTONUCCI A., *Art. 5. Finalità e destinatari della vigilanza*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013

ANTONUCCI A., *Art. 6. Rapporti con il diritto dell'Unione europea e integrazione nel SEVIF*, in C. Costa (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – D. lgs 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, Tomo I, Torino, 2013

APRILE A., BOLCATO M., FABBRI L.D. e RODRIGUEZ D., *Proposta di un indicatore di qualità nella valutazione medico-legale della responsabilità professionale in ambito sanitario*, in *Riv. it. med. leg.*, 2014

AZZARITI G., *Il costituzionalismo moderno può sopravvivere?*, Roma-Bari, 2013

BALDASSARRE A., *Le sanzioni della banca d'Italia*, in M. Fratini (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011

BALDASSARRI A. e BALDASSARRI S., *La responsabilità civile del professionista*, Milano, 1993

BALKWILL I. e HUGO S., *Making CR loans CMBS-ready*, in *Journal of International Banking and Financial Law*, 2016

BALUCANI E., *La norma di legge arretra in favore degli usi: il peculiare caso dell'anatocismo ex art. 1283 c.c.*, in AA. VV., *Integrazione non legislativa del contratto*, a cura di E. Lucchini Guastalla, Milano, 2013

BARATTA R., *Le principali novità del Trattato di Lisbona*, in *Dir. Un. eur.*, 2008

BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009

BARCELLONA P., *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969

BATTELLI E., *Codice del consumo, codice civile e codici di settore: un rapporto non meramente di specialità*, in *Eur. dir. priv.*, 2016

BATTELLI E., *L'intervento dell'Autorità Antitrust contro le clausole vessatorie e le prospettive di un sistema integrato di protezione dei consumatori*, in *Eur. dir. priv.*, 2014

BCBS, *A brief history of Basel Committee*, 2015, www.bis.org/bcbs/history.htm

BECKER G., *Crime and punishment: an economic approach*, in *Journal of Political Economy*, 1968

BENATTI F., *Osservazioni in tema di «doveri di protezione»*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1960

BENEDETTI A., *Certezza pubblica e «certezze private». Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, 2010

BERTONAZZI L., *Il ricorso straordinario al Presidente della Repubblica: persistente attualità e problemi irrisolti del principale istituto di amministrazione giustiziale*, Milano, 2008

BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953

BIANCA C.M., *Il contratto*, III, in *Id.*, *Diritto civile*, 2^a ed., Milano, 2000

BILANCIA P., *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, a cura di P. Bilancia e G.C.M. Rivolta, Milano, 2008

BILANCIA P., *Autorità indipendenti nazionali e organismi europei nella regolazione dei mercati di settore*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012

BILANCIA P., *Riflessi del potere normativo delle autorità indipendenti sul sistema delle fonti*, in *Dir. soc.*, 1992

BILSON J.F.O., *The "vicious circle" hypothesis*, in *IMF Staff Papers*, Washington, 1979

BINDER J., *To ring-fence or not and how? Key questions for structural bank reforms in Europe*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2543860

BORGIA F., *La soft law come strumento di regolamentazione delle attività delle imprese multinazionali*, in *Dir. comm. int.*, 2010

BORTOLANI C., *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee: verso una efficiente riforma?*, in *Dir. econ. ass.*, 2009

BRODI E., *Dal dovere di far conoscere al dovere di far "comprendere": l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011

BRUDNEY V. e BRATTON W.W., *Corporate finance*, 4^a ed., 1993

BRUNER C.M., *States, markets and gatekeepers: public-private regulatory regimes in an era of economic globalization*, in *Michigan Journal of International Law*, 2008

BRUNORI M., *Banca mondiale, interventi in agricoltura e diritti umani*, in *Riv. dir. agr.*, 2013

BRUZZONE G., BOCCACCIO M., SAIJA A., *Le sanzioni delle Autorità indipendenti nella prospettiva europea*, in *Giur. comm.*, 2013, pt. 1

BUCHANAN A. e KEOHANE R., *The legitimacy of global governance institutions*, in *Ethics and International Affairs*, 2006

BUCHEIT L.C., *How to negotiate cross-default clauses*, in *International Finance Law Review*, 1993

BUGIOLACCHI L., *Buona fede, obblighi di informazione del contraente e tutela contrattuale dell'assicurato nell'assicurazione per conto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008

BUSNELLI F., *La responsabilità per esercizio illegittimo della funzione amministrativa vista con gli occhiali del civilista*, in *Dir. amm.*, 2012

CALABRÒ G.P., *Autorità della rappresentanza e democrazia*, in AA. VV., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011

CALABRÒ G.P., *Autorità garante della concorrenza e del mercato e i suoi rapporti con le autorità di vigilanza*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities e governo societario*, a cura di P. Bilancia e G.C.M. Rivolta, Milano, 2008

CALANDRA BUONAURA V., *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. comm.*, 2008, pt. 1

CALDERAI V., *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della «fine della finanza»*, nota a Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in *Resp. civ. prev.*, 2011

CALLIANO O.M., *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi tra diritto dei consumatori e nuovo diritto europeo dei servizi finanziari*, in AA. VV., *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2013

CAMILLI E.L., *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario – b) Profili normativi*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2010

CAMPOBASSO G.F., *Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999

CANALINI V., *I c.d. “mini-bond” e le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015

CANNIZZARO E., *Tecniche di soluzione dei conflitti fra politiche dell'Unione. Liberismo e solidarismo nel processo di integrazione europea*, in *Dir. un. eur.*, 2013

CAPOLINO O., *Le autorità*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, vol. 5, Padova, 2008

CAPRIGLIONE F., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim.*, 2016

CARANTA R., *La responsabilità extracontrattuale della pubblica amministrazione. Sistemi e tecniche*, Milano, 1993

CARBONE V., *La regola di correttezza e buona fede: un esempio del diritto vivente*, in *Obbl. contr.*, 2012

- CARDIA L., *La Consob*, in AA. VV., *Le autorità amministrative indipendenti*, a cura di G.P. Cirillo e R. Chieppa, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da Santaniello, vol. 41, Padova, 2011
- CARRESI F., *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, XXI, t. 1, Milano, 1987
- CARRESI F., *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, XXI, t. 2, Milano, 1987
- CARUSI D., *Art. 1456 – Clausola risolutiva espressa*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile* diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011
- CARUSI D., *La disciplina della causa*, in *I contratti in generale*, t. 1, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006
- CARUSI D., *Le obbligazioni nascenti dalla legge*, in *Trattato CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2004
- CASH D., *The international non-profit credit rating agency: the viability of a response*, in *The Company Lawyer*, 2016
- CASINI L., *Domestic Public Authorities within Global Networks: Institutional and Procedural Design, Accountability, and Review*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012
- CASO G., *Fondamento costituzionale del dovere di ospitalità e conformazione dell'autonomia privata*, nota a Cass., 19 giugno 2009, n. 14343, in *Rass. dir. civ.*, 2011
- CASSESE S., *Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni*, in AA. VV., *I garanti delle regole*, a cura di S. Cassese e C. Franchini, Bologna, 1996
- CASTRONOVO C. e MAZZAMUTO S., *Manuale di diritto privato europeo*, 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007
- CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006
- CASTRONOVO C., *Sezioni più unite che antitrust*, nota a Cass., Sez. un. 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Eur. dir. priv.*, 2005
- CASTRONOVO C., *Un contratto per l'Europa? Prefazione all'edizione italiana*, in AA. VV., *Principi di diritto europeo dei contratti*, I, II, a cura di C. Castronovo, Milano, 2001
- CATAUDELLA A., *I contratti - parte generale*, 3a edizione, Torino, 2009
- CAVALLI G., *Norme bancarie uniformi e accordi interbancari*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, vol. XVI, Torino, 1994

CERRINA FERONI G. e PFERSMANN O., *La “Costituzione contingente”: a proposito del dibattito sul judicial review*, in AA. VV., *La Costituzione britannica – The British Constitution*, Torino, 2005

CERULLI IRELLI V., *Premesse problematiche allo studio delle “amministrazioni indipendenti”*, in AA. VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, ne *Il mercato dei valori mobiliari. Quaderni diretti da Mario Bessone*, Milano, 1993

CHERUBINI M.C., *Art. 1372 – Efficacia del contratto*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011

CHIU I.H., *Credit rating agencies in the EU: in search of a coherent regulatory regime*, in *European Business Law Review*, 2014

CINTIOLI F., *Discrezionalità tecnica (dir. amm.)*, in *Enc. giur.*, Annali II, t. 2, Milano, 2008

CLARICH M. e PISANESCHI A., *Le sanzioni amministrative della Consob nel “balletto” delle giurisdizioni*, nota a Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162, in *Giur. comm.*, II, 2012

CLARICH M., *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Annali IV, Milano, 2010

CLARICH M., *Le autorità indipendenti raccontate agli economisti*, in *Dir. amm.*, 1999

COFFEE J., *Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reform*, in *Boston University Law Review*, 2004

CONFORTI A., *L’oggetto*, in AA. VV., *Il contratto*, a cura di P. Fava, Milano, 2012

CONTICELLI M. e TONETTI A., *La difficile convivenza tra regolazione e antitrust: il caso delle comunicazioni elettroniche*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2008

COREA N., *Interpretazione e integrazione del contratto: come opera la buona fede*, nota a Cass., 12 aprile 2006, n. 8619, in *Obbl. contr.*, 2007

COSTANZA M., *Interpretazione dei negozi di diritto privato*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., X, Torino, 1993

COSTANZA M., *La condizione e gli altri elementi accidentali*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2ª ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006

COSTI R., *Vigilanza regolamentare e better regulation*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010

- CRISCUOLO F., *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995
- CRISCUOLO F., *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, *Tratt. dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2008
- CUCURACHI P.A., *Know your customer e suitability: il punto di vista della teoria della finanza*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010
- CUNIBERTI M., *Autorità indipendenti e libertà costituzionali*, Milano, 2007
- D'AMBROSIO R., *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority e dell'European Systemic Risk Board sull'ordinamento nazionale del credito*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, a cura di P. Bilancia, Milano, 2012
- D'AMBROSIO R., *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority e dell'European Systemic Risk Board sull'ordinamento nazionale del credito*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012
- D'AMBROSIO R., *La Banca d'Italia*, in AA. VV., *Le autorità amministrative indipendenti*, a cura di G.P. Cirillo e R. Chieppa, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da Santaniello, vol. 41, Padova, 2011
- D'AMBROSIO R., *La responsabilità delle autorità di vigilanza: disciplina nazionale e analisi comparatistica*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, vol. 5, Padova, 2008
- D'AMICO G., *Applicazione diretta dei principi costituzionali e integrazione del contratto*, in *Giust. civ.*, 2015
- D'ASPREMONT J., *From a Pluralization of International Norm-making Processes to a Pluralization of the Concept of International Law*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012
- D'HERIN H., *La rilevanza nel giudizio risarcitorio dell'omessa o tardiva impugnazione dell'atto illegittimo*, nota a Cons. Stato, 2 novembre 2011, n. 5837, in *Urb. app.*, 2012
- DALLAS L.L., *Short-terminism, the financial crisis, and corporate governance*, in *University of San Diego school of Law Legal studies research paper series No. 12*, 2012
- DE BELLIS M., *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012
- DE BENEDETTO M., *Intorno alla pretesa terzietà delle autorità amministrative indipendenti*, nota a Cass. 20 maggio 2002, n. 7341, in *Giorn. dir. amm.*, 2002

DE BRUYNE J., *Liability of credit rating agencies: regulatory changes and tendencies in case law following the financial crisis*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2016

DE CARLI P., *Considerazioni di sistema su crisi economica e specialità normativa in materia di banca e finanza*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, t. 2, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010

DE CICCIO O., *Concordato preventivo e classi di creditori: dalla postergazione alla prededuzione*, nota a Cass., 4 febbraio 2009, n. 2706, in *Giur. comm.*, 2011, II

DE LUCA P., *Gli atti atipici nel diritto dell'Unione europea*, Torino, 2012

DE LY F., *Lex mercatoria (new law merchant): globalization and international self-regulation*, in *Dir. comm. int.*, 1999

DE LY F., *Uniform commercial law and international self-regulation*, in *Dir. comm. int.*, 1997

DE MARCO E., *Percorsi del "nuovo costituzionalismo"*, 2ª edizione ampliata e aggiornata, Milano, 2008

DE NOVA G., *Le fonti di disciplina del contratto e le autorità indipendenti*, in *Riv. dir. priv.*, 2003

DE PASQUALE P., *Diritto dell'Unione europea e procedimenti davanti alle autorità indipendenti: i principi*, in *Dir. un. eur.*, 2013

DEGL'INNOCENTI ILF., *Rischio di impresa e responsabilità civile*, Firenze, 2013

DEIPENBROCK G., *Trying or falling better next time? The European legal framework for credit rating agencies after its second reform*, in *European Business Law Review*, 2014

DEL PRATO E., *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata. Dal controllo statale a quello delle autorità amministrative indipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2008

DEL PRATO E., *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. Nuzzo, Torino, 2014

DELLA CANANEA G., *I pubblici poteri nello spazio giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2003

DELLA NEGRA F., *The effects of the ESMA's powers on domestic contract law*, in M. Andenas e G. Deipenbrock (a cura di), *Regulating and supervising European financial markets*, New York City, 2016

DENT G.W., *The role of convertible securities in corporate finance*, in *The Journal of Corporation Law*, 1996

- DI AMATO A., *La responsabilità da informazione economica inesatta di società di revisione, intermediari finanziari e banche*, in *Dir. econ. mezzi comunicaz.*, 2003
- DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012
- DI GIOVINE G., *La nuova disciplina della fideiussione sotto il profilo del diritto transitorio (il nuovo art. 1938 c.c.)*, in *Riv. not.*, 1994
- DI GIROLAMO F., *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008
- DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993
- DI MAJO A., *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995
- DI MARZIO, *Forme della nullità nel nuovo diritto dei contratti. Appunti sulla legislazione, sulla dottrina e sulla giurisprudenza dell'ultimo decennio*, in *Giust. civ.*, 2000, pt. 2
- DI PORTO F., *Concorrenza. Introduzione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di N. Ambriani, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. Irti, Milano, 2011
- DI PORTO F., *La disciplina delle reti nel diritto dell'economia*, Padova, 2008
- DI RIENZO M., *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale. Atti del Convegno di Studi – Catania, 21 e 22 settembre 2007*, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008
- DIALTI F., *Ancora sulla natura delle norme ed usi uniformi relativi ai crediti documentari della Camera di Commercio Internazionale*, nota a Cass., 14 ottobre 2009, n. 21833, in *Dir. comm. int.*, 2010
- DIERICK F., *The supervision of mixed financial services groups in Europe – European Central Bank Occasional paper series No. 20*, 2004
- DOLGOPOLOV S., *Regulating merchants of liquidity: market making from crowded floors to high-frequency trading*, in *University of Pennsylvania Journal of business law*, 2016
- DOLMETTA A.A., *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998
- DOW S.C., *Why the banking system should be regulated*, in *The economic journal*, 1996
- DUAN J. e VAN LAERE E., *A public good approach to credit ratings – from concepts to reality*, in *Journal of Banking and Finance*, 2012
- ECB, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area, a Decade after the Introduction of the Euro*, in *ECB Monthly Bulletin*, Frankfurt, 2010

ENGELMANN J.B. et Alii, *Expert financial advice neurobiologically “offloads” financial decision-making under risk*, in *PLOS ONE*, 2009

FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, nota a Trib. Catania 5 maggio 2006, Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, n. 43, Trib. Pinerolo 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. prev.*, 2007

FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008

FALCONE G., *La compliance nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010

FANTETTI F.R., *La lesione dell'integrità del mercato finanziario non costituisce danno per l'ente pubblico di vigilanza*, in *Resp. civ.*, 2010

FARACE D., *Art. 1339 cod. civ., provvedimenti delle autorità indipendenti ed eterointegrazione del contratto*, in *Giur. civ. comm.*, 2012

FERRAN E., *The break-up of the Financial Services Authority*, in *University of Cambridge faculty of Law legal studies research paper series n. 10*, 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1690523

FERRAN E., *The Existential Search of the European Banking Authority*, in *European Business Organization Law Review*, 2016

FERRAN E., *The reorganisation of financial services supervision in the UK: an interim progress report*, in *University of Cambridge faculty of law legal studies research paper series n. 49*, Cambridge, 2011, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1952705

FERRARA C., *Note in tema di vigilanza della Banca d'Italia e tutela del consumatore*, in *Foro amm. C.d.S.*, 2003

FERRI G. e MORONE A., *The Effect of Credit Rating Agencies on Herd Behaviour*, in *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 2014

FICI A., *Il contratto incompleto*, Torino, 2005

FICO V., *La tormentata vicenda del frazionamento della tutela giudiziaria del credito*, nota a Cass., sez. un., 15 novembre 2007, n. 23726, in *Giust. civ.*, 2008, I

FITZPATRICK T.J. IV e SAGERS C., *Faith-based financial regulation: a primer on oversight of credit rating organisations*, in *Administrative Law Review*, 2009

FORTUNATO S., *I principi contabili internazionali e le fonti del diritto (pluralismo giuridico, diritto riflessivo e "governance" nel modello europeo)*, in *Giur. comm.*, 2010

FRACCHIA F., *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2010

FRANCO R., *Lo studio del procedimento giuridico in Salvatore Romano. Ovvero: l'autonomia privata nella dimensione dinamica dello svolgimento, tra ordinamenti e unitarietà sistematica*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015

FRANZONI M., *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, 2^a ed., Torino, 2016

FRANZONI M., *Il contratto e i terzi*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006

FRANZONI M., *L'illecito*, 2^a ed., in *Trattato della resp. civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2010

FRATINI M., GASPARRI G. e GIALLONGO A., *Le sanzioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in M. Fratini (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Padova, 2011

FRENI E., *I nuovi poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Obbl. contr.*, 2007

FUX A., *Ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza: nel Pantheon delle autorità entra anche la F.I.G.C.*, nota a Cass., 31 ottobre 2014, n. 10108, in *Cass. pen.*, 2015

GABRIELLI E., *Art. 1349 – Determinazione dell'oggetto*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011

GABRIELLI E., *Art. 1468 – Contratto con prestazioni corrispettive*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011

GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, t. 1, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006

GABRIELLI E., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in F. Macario e M.N. Miletta, *Tradizione civilistica e complessità del sistema. Valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, Milano, 2006

GAGGERO P., *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. trim.*, 2013

- GALANTI E., *Il sistema delle fonti*, in AA. VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, vol. 5, Padova, 2008
- GALGANO F., *Art. 41*, in *Art. 41-44, Rapporti economici*, t. 2, in *Comm. cost.* Scialoja e Branca, Bologna, 1972
- GALGANO F., *Degli effetti del contratto*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1993
- GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, vol. 2, *Le obbligazioni e i contratti*, t. 2, Padova, 1990
- GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, vol. II, 3^a ed., Padova, 2014
- GALLO F., *La concorrenza fra il diritto nazionale e il diritto europeo (UE e CEDU) nella giurisprudenza costituzionale italiana*, in *Giur. comm.*, 2015
- GALLO P., *Art. 1470 – nozione*, in AA. VV., *Dei singoli contratti (artt. 1470-1577)*, vol. 1, t. 1, a cura di D. Valentino, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Milano, 2011
- GAMBINO F., *Il rapporto obbligatorio*, in *Tratt. dir. civ.* Sacco, *Le obbligazioni*, I, Torino, 2015
- GARRI F., *Elementi della responsabilità della pubblica amministrazione per danni causati a terzi*, in *Foro amm. CdS.*, 2011
- GENTILI A., *Dell'intenzione dei contraenti*, in *Comm. cod. civ.* Gabrielli, sub *Art. 1362 c.c.*, Torino, 2011
- GHEZZI F., *Codici di condotta, autodisciplina, pratiche commerciali scorrette. Un rapporto difficile*, in *Riv. soc.*, 2011
- GHEZZI F., *Strumenti e obiettivi nell'enforcement della disciplina delle intese: la recente esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2008
- GHIDINI G. e AREZZO E., *La prospettiva costituzionale della tutela della concorrenza*, in *Giur. comm.*, 2012
- GHIDINI G., *Concorrenza. Introduzione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di N. Ambriani, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. Irti, Milano, 2011
- GIANNINI M.S., *Gli ordinamenti sezionali rivisitati*, in *La ristrutturazione delle banche pubbliche. L'attuazione della legge n. 218/90*, Milano, 1991
- GIGLIONI F., *L'accesso al mercato nei servizi di interesse generale*, Milano, 2008

- GIORGIANNI M., *La partecipazione del terzo al rapporto obbligatorio – Parte prima. Principio di relatività e partecipazione del terzo*, in *Riv. dir. priv.*, 2015
- GITTI G. e DELFINI F., *Autonomia privata e tipizzazione contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2007
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008
- GLEESON S., *Legal aspects of bail-ins*, in *LSE Financial Markets Group Paper Series – Special Paper 205*, Londra, 2012
- GOLA M., *Principi del procedimento amministrativo e provvedimenti delle authorities finanziarie*, in *Le nuove regole del mercato finanziario – La legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, vol. 52°, diretto da F. Galgano, Padova, 2009
- GOLDMAN B., *La lex mercatoria dans le contracts et l’arbitrage internationaux*, in *Journ. dr. int.*, 1979
- GOODHART C.A.E., *The organisational structure of banking supervision – FSI Occasional papers n.1*, 2000
- GRANELLI C., *La medicina difensiva in Italia*, in *Resp. civ. prev.*, 2016
- GRANELLI G., *La medicina difensiva in Italia*, in *Resp. civ. prev.*, 2016
- GRASSO G., *Le autorità amministrative indipendenti della Repubblica. Tra legittimità costituzionale e legittimazione democratica*, Milano, 2006
- GRECO F., *La responsabilità “extracontrattuale” dell’agenzia di rating nei confronti dell’investitore*, in *Resp. civ. prev.*, 2013
- GREEN S., *Causation in negligence*, Oxford e Portland, 2015
- GRIGOLI M., *La tutela dell’ambiente nautico nella realtà normativa di diritto interno*, in *Giust. civ.*, 1997, II
- GROSSI P., *Prima lezione di diritto*, Roma-Bari, 2003
- GRUNDMANN S., *The Banking Union Translated into (Private Law) Duties: Infrastructure and Rulebook*, in *European Business Organization Law Review*, 2015
- GU B. e LIU T., *Enforcing international financial regulatory reform*, in *Journal of international economic law*, 2014
- GUARNIERI A., *Usi*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, vol. XVI, Torino, 1999

GUARRACINO F., *L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, t. 1, Padova, 2010

GUP B., a cura di, AA. VV., *Too big to fail: policies and practices in Government bailouts*, Santa Barbara, 2004

HAWREY D., *Complexity, Innovation and the Regulation of Financial Markets*, in *Harvard Business L. Rev.*, 2012, vol. 6

HELZEL P.B., *Le «aporie» della rappresentanza nella teoria politica di Hannah Arendt*, in AA. VV., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011

HORSCH A. e KLEINOW J., *Regulation of credit rating companies: an economic point of view II*, in *European Business Law Journal*, 2014

HORSCH A., *Regulation of credit rating companies: an economic point of view*, in *European Business Law Review*, 2014, n.2

IMPINNA M.A., *I poteri di regolazione dell'Aeeg, l'autonomia contrattuale e i poteri impliciti*, nota a TAR 14 marzo 2012, n. 683, in *Giornale di diritto amministrativo*

IMPINNA M.A., nota a Corte cost.15 aprile 2014, n. 94, in *Giur. comm.*, II, 2015

INDRACCOLO E., *Credito al consumo e principio di tutela effettiva del contraente debole. Prime considerazioni sulla direttiva 48/08/CE*, nota a Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 4 ottobre 2007, c. 429/05, in *Rass. dir. civ.*, 2010

INDRACCOLO E., *Rapporti e tutele nel dilettantismo sportivo*, Napoli, 2008

IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2004

JUURIKKALA O., *The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, in *Fordham Journal of Corporate and Finance Law*, 2012

KARMEL R.S., *IOSCO's response to the financial crisis*, in *Journal of Corporate Law*, 2012,

KAUFMAN G.G., *Too big to fail in banking: what does it mean?*, in *Journal of Financial Stability*, 2013, vol. 13, issue C

KERWER D., *Standardising as governance: the case of credit rating agencies*, in *Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter*, 2001, www.coll.mpg.de/pdf_dat/2001_03online.pdf

- KJELDSEN K., *The role of capital in banks*, in *Monetary review – Denmark Nationalbanks*, 2004
- LALLI A., *La valutazione della regolazione distorsiva del mercato: profili amministrativi e giurisdizionali*, in *Dir. Amm.*, 2006
- LASTRA R.M., *International financial and monetary law*, 2a ed., Oxford, 2015
- LAZZARA P., *Istituzioni pubbliche, autonomia privata e mercato nella lezione di Salvatore Romano*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015
- LEMMA V., «Soft law» e regolazione del mercato finanziario, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006
- LENER R., *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016
- LENZI R., *Art. 1353 – Contratto condizionale*, in *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011
- LIPARI N., *Per un ripensamento delle fonti-fatto nel quadro del diritto europeo*, in *Riv. trim.*, 2013
- LIPARI N., *Per una revisione della disciplina sull'interpretazione e sull'integrazione del contratto*, in *Riv. trim.*, 2006
- LLEWELL D., *The economic rationale for financial regulation*, in *FSA – Occasional papers series*, 1, 1999
- LOLLI A., *La crisi delle banche ed i possibili rimedi tra patrimonio di vigilanza e regole di trasparenza*, in *Contr. impr.*, 2016
- LONGOBARDI N., *Autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico-istituzionale*, 2^a ed. aggiornata e ampliata, Torino, 2009
- LOOSVELD S., *Appeals against decisions of the European supervisory authorities*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2013
- LUCATTINI S., *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, 2013
- LUCIANI F., *Potere pubblico, poteri privati e «paradossi» della libertà (le dinamiche del potere tra rappresentanza politica e autonomia privata)*, in AA. VV., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011
- LUGO S., CROCE A. e FAFF R., *Herding Behaviour and Rating Convergence among Credit Rating Agencies: Evidence from the Subprime Crisis*, in *Review of Finance*, 2015

LUPI R., *Concorrenza tra ordinamenti, Comunità europea e prelievo tributario*, in *Rass. trib.*, 2004

MACARIO F., *Adeguamento e rinegoziazione*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006

MAIETTA A., *La responsabilità delle società di rating*, nota a Trib. Roma, 7 febbraio 2014, in *Danno e resp.*, 2015

MANCINI M., *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 2013

MANNA A., *Causalità e colpa in ambito medico fra diritto scritto e diritto vivente*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014

MANNA L., *Le obbligazioni senza prestazione*, in *La struttura e l'adempimento*, t. 3, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, a cura di L. Garofalo, in *Tratt. Delle obbligazioni*, diretto da L. Garofalo e M. Talamanca, I, Padova, 2010

MARCHETTI B., *A proposito di «The law of global governance» di Alan Benvenuti. I possibili ostacoli a una disciplina unitaria della «governance» mondiale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014

MARJOSOLA H., *Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach*, in *European Law Review*, 2014

MARUZZI L., *Vigilanza bancaria e potere di ordinanza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998

MASCHIO F., *Effetti del contratto verso terzi e responsabilità per illecito antitrust*, in *Giust. civ.*, 2012

MASERA R., *La crisi globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosiere*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, t. 2, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V Troiano, Padova, 2010

MATTEI U., *La tutela dell'investitore come strumento del capitalismo finanziario. Su alcuni modelli transnazionali di riferimento*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010

MAUGERI M.R., *Sulla tutela di chi conclude un contratto con un'impresa che partecipa ad un'intesa vietata*, nota a Cass., 9 dicembre 2002, n. 17475, in *Riv. dir. comm.*, 2003, II

MAYER M., *Sovereign Credit Risk and Banking Crises*, in *SSRN Electronic Journal*, 2013, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785893

MAZZAMUTO S., *Libertà contrattuale e utilità sociale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011

- MAZZANTINI G. e BERTOLI P., *Gli impegni nel diritto italiano della concorrenza: un'analisi empirica a cinque anni dalla loro introduzione*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2013
- MAZZONI A., *Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato*, in *Riv. soc.*, 2005
- MAZZONI A., *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. soc.*, 2001
- MCCLINTOCK EKINS E. e CALABRIA M.A., *Regulation, market structure, and role of the credit rating agencies*, in *Policy Analysis*, 2012
- MCDONALD R.L., *Contingent capital with a dual price trigger*, in *Journal of Financial Stability*, 2013
- MELIS G., *Vincoli internazionali e norma tributaria interna*, in *Riv. dir. trib.*, 2004
- MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo «quasi» giallo*, Bologna, 2000
- MESSINEO F., *Contratto (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961
- MICCOLI A.M., *Nuovi limiti all'autonomia contrattuale nei contratti per servizi di investimento finanziario*, Napoli, 2005
- MIGLIO C., *L'autonomia privata nel rapporto di finanziamento bancario*, in *Giust. civ.*, 2013
- MIGNEMI G., *Ricorso straordinario al Capo dello Stato e autorità amministrative indipendenti*, in *Foro amm.*, 1995, II
- MIRONE A., *Le "fonti private" del diritto bancario: concorrenza, trasparenza e autonomia privata nella (nuova) regolamentazione dei contratti bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009
- MIRONE A., *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014
- MISHKIN F.S., *The economics of money, banking and financial markets*, 9a ed., Boston, 2012
- MOLONEY N., *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences. Part 1: rule making*, in *European Business Organization Law Review*, 2011
- MONACI E., *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, 2007
- MORBIDELLI G., *Il principio di legalità e i c.d. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007
- MORBIDELLI G., *Il principio di legalità e i cd. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007

- MÖRKOETTER S., STEBLER R. e WESTERFELD S., *Competition in the credit rating industry: benefits for investors and issuers – University of St. Gallen School of Finance Research Paper n. 5*, San Gallo, 2015
- MORO B., *The European Twin Sovereign Debt and Banking Crises*, in *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch*, S.P.S. ROSSI, R. MALAVASI (a cura di), New York, 2016
- MORO B., *The European Twin Sovereign Debt and Banking Crises*, in *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch*, a cura di S.P.S. Rossi e R. Malavasi, New York, 2016
- MOSCATI E., *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003
- MÖSLEIN F., *Third Parties in the European Banking Union: Regulatory and Supervisory Effects on private Law Relationships Between Banks and their Clients or Creditors*, in *European Business Organization Law Review*, 2015
- MUGGE D., *Limits of legitimacy and the primacy of politics in financial governance*, in *Review of International Political Economy*, 2011
- MUNARI F., *La disciplina dei cd. servizi essenziali tra diritto comunitario, prerogative degli Stati Membri e interessi generali*, in *Dir. un. eur.*, 2002
- NASCIMBENE B., *Il principio di attribuzione e l'applicabilità della Carta dei diritti fondamentali: l'orientamento della giurisprudenza*, in *Riv. dir. int.*, 2015
- NASTI I., *Risarcimento danni da atto illegittimo e responsabilità civile delle Autorità indipendenti: il caso AGCOM*, nota a Tar Lazio 26 maggio 2014, n. 5570, in *Corr. giur.*, 2015
- NAVARRETTA E., *Art. 1343 – Causa illecita*, a cura di E. Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011
- NEGRO A., *Obbligo di parità di trattamento da parte del monopolista tra fase genetica e fase funzionale del rapporto contrattuale*, nota a Cass., 25 novembre 2014, n. 26354, in *Resp. civ. prev.*, 2014
- NORMAND A., *Causation and the “but for” test*, nota a Bye c. Fife Council 2007, in *Civil Practice Bulletin*, 2007
- NUZZO M., *Regole di condotta degli intermediari e best execution*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010
- NUZZO M., *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975

ORILIA M., *Collegamento negoziale, interesse delle parti e intergrazione ermeneutica del regolamento contrattuale*, in *Corti salernitane*, 2014

ORILIA M., *I diritti audiovisivi sportivi nell'esperienza italiana*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2bis

ORLANDI M., *Appunti sull'eteronomia contrattuale*, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, a cura di V. Scalisi, Milano, 2004

ORTINO M., *Oggetto e metodo del diritto dell'economia*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, t. 1, Padova, 2010

P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003

PANICO C., *Regimi di regolazione finanziaria: alcune osservazioni*, in *Federalismi*, 2013, www.federalismi.it/AppOpenFilePDF.cfm?eid=264&dpath=document\editoriale&dfile=EDITORIALE_18022013152958.pdf&content=Regimi+di+regolazione+finanziaria:+alcune+osservazioni&content_auth=Carlo+Panico

PARMEGGIANI F., *Rating triggers, market risk and the need for more regulation*, in *European Business Law Review*, 2013

PARTNOY F., *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in F. YASUYUKI e R.E. LITAN (a cura di), *Financial gatekeepers: can they protect investors? – San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, Washington-Tokyo, 2006

PASQUALE F., *Law's acceleration of finance: redefining the problem of high-frequency trading*, in *Cardozo law review*, 2015

PAUWELYN J., *Informal international lawmaking: framing the concept and research questions*, in AA. VV., *Informal international lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012

PAUWELYN J., *Is It International Law or Not, and Does It Even Matter?*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012

PAUWELYN J., WESSEL R.A. e WOUTERS J., *Informal International Lawmaking: An Assessment and Template to Keep It Both Effective and Accountable*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012

PENNASILICO M., *Metodo e valori nell'interpretazione dei contratti*, Napoli, 2011

PERLINGIERI P. e MARINARO M., *Art. 47*, in P. PERLINGIERI et Alii (con la collaborazione di), *Commento alla costituzione italiana*, 2^a ed. agg., Napoli, 2001

PERLINGIERI P. e BISCONTINI G., *Efficacia dei contratti*, in P. Perlingieri, *Manuale di diritto civile*, 7^a ed., Napoli, 2014

PERLINGIERI P., *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Il giusto proc. civ.*, 2011

PERLINGIERI P., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, 3^a ed., Napoli, 2006

PERLINGIERI P., *Il diritto come discorso? Dialogo con Aurelio Gentili*, in *Rass. dir. civ.*, 2014

PERLINGIERI P., *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990

PERLINGIERI P., *Per un'ermeneutica rinnovata*, in AA. VV., *Studi in onore di Nicolò Lipari*, Milano, 2008

PERLINGIERI P., *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della MiFID*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010

PERLINGIERI P., *Relazione conclusiva*, in AA. VV., *Il diritto privato regionale nella prospettiva europea. Atti del Convegno internazionale, Macerata 30 settembre-1 ottobre 2005*, a cura di E. Calzolaio, Milano, 2006

PERLINGIERI P., *Sulla «depatrimonializzazione» del diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 1983

PETTI G., *Clausole contraddittorie del contratto e del testamento tra conservazione e interpretazione di buona fede*, in *Riv. trim.*, 2010

PETTI G., *Clausole contraddittorie del contratto e del testamento tra conservazione e interpretazione di buona fede*, in *Riv. trim.*, 2010

PEZZIMENTI C., *La responsabilità penale del medico tra linee guida e colpa "non lieve": un'analisi critica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015

PFERSMANN O., *Ragionevolezza e competenza legislativa. Il problema dei concetti aggiunti*, in A. CERRI (a cura di), *La ragionevolezza nella ricerca scientifica e il suo ruolo specifico nel sapere giuridico. Atti del Convegno di Studi Roma, 2-4 Ottobre 2006*, t. 1, Roma, 2007

PFERSMANN O., *Shaping militant democracy: legal limits to democratic stability*, in A. Sajó (a cura di), *Militant Democracy*, Utrecht, 2004

PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011

PIAZZA M., *La democrazia rappresentativa nella Costituzione italiana*, in AA. VV., *Autorità e rappresentanza*, a cura di G.P. Calabrò e P.B. Helzel, Cosenza, 2011

PIERUCCI A., *L'arbitro bancario e finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, I

PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II*, Milano, 2008

POLLACK M.A. e SHAFFER G.C., *The Interaction of Formal and Informal International Lawmaking*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012

PORTINCASA M.F., *Arbitrato e diritto antitrust*, nota a App. Milano, ord. 13 settembre 2002, in *Dir. Ind.*, 2003

PROSPERETTI M., *Tutela del risparmio del fruitore dei servizi bancari e assicurativi*, in *Dir. econ. Ass.*, 2012

PRUSSIANI C., *Nullità ed eteroregolazione del contratto al tempo delle autorità amministrative indipendenti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, pt. 2

PUGLIESE S., *L'unione bancaria europea tra esigenze di coerenza interna e risposte alle sfide globali*, in *Dir. un. eur.*, 2014

RABITTI BEDOGNI C., *Le nuove funzioni e i nuovi poteri di vigilanza della Consob*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, a cura di P. Bilancia e G.C.M. Rivolta, Milano, 2008

RENZULLI V., *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, nota a App. Milano, 17 maggio 2012, e Trib. Napoli, 13 febbraio 2013, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014

RICCI F., *Potere "normativo" dei privati, clausole generali e disciplina dei contratti*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. Nuzzo, Torino, 2014

RICCIUTO V., *Nuove prospettive del diritto privato dell'economia*, in E. PICOZZA e V. RICCIUTO, *Diritto privato dell'economia*, Torino, 2013

RICCOBENE A., *L'integrazione del contratto*, in *Casi e questioni di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XXI, *Il contratto in generale*, a cura di R. Alessi e G. Grisi, Milano, 2002

RISPOLI FARINA M., *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza: Europa ed USA in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in AA. VV., *Scritti in onore di*

Francesco Capriglione, t. 2, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010

RISPOLI G., *Asimmetrie contrattuali e limiti all'eterointegrazione normativa*, in *Giur. it.*, 2012

RISSO G., "Interferenze" tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, nota a Trib. Roma 27 marzo 2015, in *Le Società*, 2016

RISSO G., *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, nota a Cass., Sez. un., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *Dir. comm. int.*, 2013

RIZZO V., *Interpretazione dei contratti e relatività delle sue regole*, Napoli, 1985

RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, ristampa integrata, Milano, 2004

ROMANO SANTI, *L'ordinamento giuridico. Studi sul concetto, le fonti e i caratteri del diritto*, parte I, Pisa, 1918

ROPPO V., *Il contratto*, 2^a ed., in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. iudica e P. Zatti, Milano, 2011

ROPPO V., *La formazione del contratto, il testo, le clausole*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucuranchi, Napoli, 2010

ROSSELLO C., *La governance di internet tra diritto statale, autodisciplina, soft law e lex mercatoria*, in *Dir. comm. int.*, 2006

ROSSI CARLEO L., *La "tipizzazione" dei contratti tra modelli normativi e autoregolazione*, in AA. VV., *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, a cura di M. Nuzzo, Torino, 2014

ROSSI CHAUVENET C., *Il codice di autodisciplina delle società quotate come strumento di self-regulation*, in AA. VV., *Integrazione non legislativa del contratto*, a cura di E. Lucchini Guastalla, Milano, 2013

RUTTER D.WP. WESSEL e R.A., *The Legal Nature of Informal International Law: A Legal Theoretical Exercise*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012

RULLI M., *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*, nota a Corte di Giustizia dell'Unione europea, 22 gennaio 2014, C-270/14, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014

SACCHI R., *Competizione fra ordinamenti, mercati finanziari e interessi protetti*, in AA. VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Il pendolo del diritto americano e le prospettive del diritto italiano. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Napoli Federico II*, a cura di C. Amatucci e V. Buonocore, Milano, 2008

SACCO R., *Contratto, autonomia, mercato*, in R. Sacco e G. De Nova, *Il contratto*, I, 3^a ed., in *Tratt. dir. civ.* Sacco, Torino, 2004

SACCO R., *Interpretazione del contratto (i mezzi ermeneutici nell')*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, agg. IV, Torino, 2012

SACCO R., *L'integrazione*, in R. Sacco e G. De Nova, *Il contratto*, I, 3^a ed., in *Tratt. dir. civ.* Sacco, Torino, 2004

SALANITRO N., *Obblighi informativi e oneri probatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011

SALVATORE M., *L'informazione diretta al cliente o potenziale cliente e la graduazione delle tutele nel sistema della direttiva MiFID*, in AA. VV., *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, a cura di S. Adamo, E. Capobianco e P.A. Cucurachi, Napoli, 2010

SALVESTRONI U., *La teoria di Salvatore Romano sul «Procedimento giuridico» negli «Ordinamenti giuridici privati» e sul principio e giudizio di «equità»*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015

SANTORO A., *La responsabilità da contatto sociale. Profili pubblici e applicazioni giurisprudenziali*, Milano, 2012

SANTORO P., *Legalità e legittimità: garanzie pluriordinamentali e livelli di controllo*, in *Foro amm.*, 2000

SASSI A., *Il ruolo delle permanenze nella formazione del mercato interno*, in AA. VV., *Diritto privato del mercato*, Perugia, 2007

SCACCIA G., *Sussidiarietà istituzionale e poteri statali di unificazione normativa*, Napoli, 2009

SCHLICKENMAIER M., *Basel III and credit risk measurement: variations among G20 countries*, in *San Diego International Law Journal*, 2012

SCIARRONE ALDIBRANDI A., *I bisogni finanziari dell'impresa, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, vol. 2, Torino, 2014

SCOGNAMIGLIO C., *L'interpretazione*, in AA. VV., *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, II, 2^a ed., in *Tratt. contratti* Rescigno e Gabrielli, Torino, 2006

SCOGNAMIGLIO R., *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, rist. 2^a ed., Napoli, 2008

SCOGNAMIGLIO R., *Dei contratti in generale*, in *Comm. c.c.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1970

SCOGNAMIGLIO R., *Responsabilità civile e danno*, Torino, 2010

SERGES G., *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*, nota a Corte cost. 15 aprile 2014, n. 94, in *Giur. cost.*, 2014

SICLARI D., *La limitazione della responsabilità civile della autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6 bis, della legge n. 262/2005: un primo monito dalla Cassazione?*, nota a Cass. 25 febbraio 2009, n. 4857, in *Giur. it.*, 2009

SICLARI D., *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla neutralizzazione dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016

SICLARI D., *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione. Le regole del mercato finanziario*, t. 1, a cura di G. Alpa, S. Amorosino, A. Antonucci, G. Conte, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, Padova, 2010

SINISI G., *Gli ordinamenti giuridici privati e l'autonomia privata in Salvatore Romano*, in AA. VV., *Salvatore Romano*, a cura di G. Furguele, in *I Maestri italiani del diritto civile*, Napoli, 2015

STANGA I., *Sovereign and Bank Credit Risk During the Global Financial Crisis*, DNB Working Paper n. 314, Amsterdam 2011

STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014

TAMPONI M., *La risoluzione per inadempimento*, in *I contratti in generale*, t. 2, a cura di E. Gabrielli, 2^a ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006

TROIANO P., *Le competenze dell'European Securities and Markets Authority*, in AA. VV., *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, a cura di P. Bilancia, Milano, 2012

TROIANO S., *La ragionevolezza nel diritto dei contratti*, Padova, 2005

TUFARELLI F., *L'autonomia delle imprese e l'attività di controllo da parte dei pubblici poteri: evoluzione comunitaria e riflessi nazionali*, in *Giur. merito*, 2009

UBERTAZZI L.C., *Banche e concorrenza. Scritti*, Torino, 2007

- VALASTRO A., *Le autorità indipendenti in cerca di interlocutore*, Napoli, 2008
- VALENTINO D., *Cessione dei crediti, factoring e cartolarizzazione*, in E. BRIGANTI E D. VALENTINO, *Le vicende delle obbligazioni: la circolazione del credito e del debito*, in *Tratt. di dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2007
- VALENTINO D., *Il contratto “incompleto”*, in *Riv. dir. priv.*, 2008
- VALENTINO D., *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999
- VAN DE CALSEJIDE R., *Quis custodiet ipsos custodes? The regulation of sovereign ratings by Regulation 462/2013*, in *International Trade and Law Regulation*, 2014
- VAN ROY P., *Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II – European Central Bank Working paper series no. 507*, Francoforte, 2005, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp517.pdf?6d91d46f21c928dd5508592da2ab3027
- VATTERMOLI D., *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011
- VENOSTA F., *Prestazioni non dovute, “contatto sociale” e doveri di protezione “autonomi”*, in *Eur. dir. priv.*, 2014
- VERDE G., *Ancora su pregiudizialità amministrativa e riparto di giurisdizione*, nota a Cass. Sez. un., 23 dicembre 2008, n. 30254, in *Riv. dir. proc.*, 2009
- VETTORI G., *Il diritto dei contratti fra Costituzione, codice civile e codici di settore*, in *Riv. trim.*, 2008
- VILLALTA R., *Pubblica amministrazione e servizi pubblici*, in *Dir. amm.*, 2003
- VISENTINI G., *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; le riforme; oggi*, in AA. VV., *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Atti del Convegno del 18 maggio 2007, promosso dalla Facoltà di Scienze Politiche dell’Università di Napoli Federico II*, a cura di C. Amatucci e V. Buonocore, Milano, 2008
- VITI V., *Il contratto e le autorità indipendenti*, Napoli, 2013
- VITI V., *Provvedimenti normativi dell’Autorità per l’energia elettrica e il gas ed integrazione contrattuale*, nota a Cass., 1 ottobre 2013, n. 22453, in *Giur. it*
- VOIGT S., *The Economics of Informal International law: An Empirical Assessment*, in AA. VV., *Informal International Lawmaking*, a cura di J. Pauwelyn, R.A. Wessel e J. Wouters, Oxford, 2012
- WANAMBWA A., *Civil liability of credit rating agencies*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014

WAŚNIEWSKI K., *Discretionary freedom of choice and risk in alternative capital markets*, in *European Journal of Law and Economics*, 2015

WHITE L., *The credit rating agencies: understanding their central role in the subprime debacle of 2007-2008 – Working papers 09-06* New York University Leonard N. Stern School of Business Department of Economics, 2009

YADAV Y., *The failure of liability in modern markets*, in *Virginia law review*, 2016

ZICCARDI F., *Interpretazione*, in *Enc. giur.* Treccani, XVII, Roma, 1989

ZOPPINI A., *Appunti in tema di tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012