

NUMERO 4 - 2016

GIUSTIZIA CIVILE

RIVISTA GIURIDICA TRIMESTRALE

ISSN 0017-0631

DIREZIONE SCIENTIFICA
GIUSEPPE CONTE - FABRIZIO DI MARZIO



ESTRATTO:

MARIA MADDALENA SEMERARO

Rischio d'impresa bancaria e discipline recenti



GIUFFRÈ EDITORE

Indice

<i>Gli Autori di questo fascicolo</i>	662
CLAUDIO CONSOLO	
<i>Le opere e i giorni nel percorso vocazionale di Carnelutti: dalla “Commerciale” alla “Processuale”</i>	665
GIUSEPPE SANTORO PASSARELLI	
<i>Il diritto del lavoro di Francesco Carnelutti</i>	699
FULVIO GIGLIOTTI	
<i>Trust interno e atto di destinazione</i>	743
ROBERTO AMAGLIANI	
<i>Brevi note in tema di amministratore del supercondominio</i>	771
MARIANO ROBLES	
<i>L’ordine pubblico “economico” tra sistematica ed ermeneutica nel recente diritto dei contratti</i>	797
ANNA CARLA NAZZARO	
<i>Danno endofamiliare e danni nei rapporti tra “familiari”</i>	827
MARIA MADDALENA SEMERARO	
<i>Rischio d’impresa bancaria e discipline recenti</i>	849

Rischio d'impresa bancaria e discipline recenti

L'Unione Europea sembra avere risposto alla crisi economica non già mutando modello di mercato, bensì portando a compimento il processo di modificazione formale e sostanziale delle istituzioni della nostra economia, per un verso, completando e, per l'altro, irrobustendo la disciplina che di quel modello dovrebbe essere espressione. In questa prospettiva, assumono particolare rilievo la Direttiva Brrd, la Mifid II e la c.d. Direttiva mutui: tre provvedimenti tra loro complementari, atteso che alla scelta di allocazione del rischio di fallimento dell'impresa bancaria sugli azionisti e sui creditori dell'ente non poteva che fare da contraltare una revisione della disciplina del rapporto contrattuale tra intermediari e clienti. Provvedimenti i quali, unitamente agli altri di più recente introduzione, vanno a comporre un quadro non certo privo di ombre, ma, ciò nondimeno, coerente con le premesse concettuali dell'attuale sistema.

The European Union (EU) has been answering to the financial crisis in two different ways. On the one hand, the EU is completing the process of formal and substantial change in the institutions of our economy; on the other hand it is completing and strengthening the discipline that should be expression of the market model. In this perspective, three complementary directives are significant: the "Bank and Recovery Resolution Directive" (known as BRRD), the "Market in Financial Instruments Directive" (known as MiFID), and the

“Mortgage Credit Directive”. These directives and, the others more recently introduced, establish a framework, which although not flawless, is consistent with the conceptual premises of the current system.

Sommario: 1. Premesse. – 2. Il rischio di sistema. Direttiva Brrd: in particolare, lo strumento del *bail in* e la sua ragionevolezza. – 3. *Segue*: il sacrificio degli azionisti, degli obbligazionisti subordinati e degli altri creditori dell’ente rispetto ai principi di tutela della proprietà e di tutela del risparmio. – 4. *Segue*: il principio di tutela dell’affidamento. – 5. Rischio contrattuale. La Mifid II. – 6. *Segue*: la direttiva 2014/17/UE sui mutui ai consumatori relativi a beni immobili residenziali.

1. - Premesse.

Le cause della più recente crisi economica sono a tutti note. Tra le principali v’è stata certamente l’eccessiva assunzione di rischi da parte degli istituti di credito nell’esercizio della loro attività. In assenza di discipline prudenziali stringenti, il passaggio dal modello c.d. *originate to hold* a quello c.d. *originate to distribute* ha finito con l’assecondare il fenomeno del sovraindebitamento di molti intermediari finanziari – alcuni dei quali reputati troppo grandi per fallire –, portando a un collasso a catena dei mercati ¹. Altrettanto note sono le sue conseguenze sui bilanci nazionali, atteso che, esattamente al fine di evitare il fallimento delle imprese c.d. *too big too fail*, gli Stati hanno dovuto versare ingenti dosi di danaro pubblico. Come ha risposto l’Unione Europe a questa eccessiva assunzione di rischi e alla moltiplicazione delle ipotesi di richieste di aiuti di Stato al fine di salvare gli enti creditizi in crisi? Forse mutando modello di mercato nel settore creditizio?

¹ Seppure con diversità di sfumature v. R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESI-F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, spec. 55 ss.; ID., R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima. (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, Milano, 2013, 37 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici; F. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di se stesso”*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, 141 ss. In prospettiva opposta, E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 541 ss.; ID., *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure*, *ivi*, 2009, I, 652 ss.

Sebbene auspicabile, visto che la liberalizzazione, da un lato, e l'esaltazione dei modelli di operatori economici razionali ², dall'altro, avrebbero dovuto fare presagire quanto poi in effetti si è verificato, nessun mutamento di modello, invero, sembra essere occorso. È occorso, invece, il completamento del lungo ma inesorabile processo di modificazione formale e sostanziale delle istituzioni della nostra economia attraverso l'adozione di una pluralità di provvedimenti normativi: dal Regolamento Emir, del 4 luglio 2012, n. 648 sugli strumenti derivati OTC alla Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale, al Regolamento, da leggersi in combinato disposto con quest'ultima, del 26 giugno 2013, n. 575, sempre sui requisiti prudenziale; dalla Direttiva c.d. Brrd 2014/59/UE, istitutiva di un quadro unico per il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento alle Direttive 2014/65/UE – c.d. Mifid II – e 2014/17/UE, c.d. Mutui.

Molte altre discipline che vanno nella stessa direzione potrebbero essere menzionate ³. L'elenco non è dunque completo, né potrebbe esserlo visto l'iperattivismo del legislatore comunitario. Tra quelle appena citate, hanno particolare rilievo ai fini di queste brevi riflessioni la Direttiva Brrd, che ha introdotto lo strumento del *bail in*, nonché la Mifid II e la c.d. Direttiva mutui. Si tratta di tre provvedimenti tra loro complementari, poiché alla scelta di allocazione del rischio di fallimento dell'impresa bancaria sugli azionisti e, soprattutto, sui creditori dell'ente non poteva non fare da contraltare una revisione della disciplina del rapporto contrattuale tra intermediari e clienti.

Va ribadito che nella prospettiva della regolamentazione del rischio sistemico e contrattuale, il disegno del legislatore comunitario è nel suo complesso tutto sommato coerente con le premesse concettuali a fondamento del più generale disegno del modello di mercato del credito. Con particolare riferimento al rischio contrattuale però, è bene anticipare sin da subito che

² La letteratura è ampissima sul punto. V., per tutti, R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., 48 ss.; Id., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, in *Giust. civ.*, 2015, 1106 ss.; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio di diritto commerciale*, 2012, 1 ss.

³ Più in generale, sulle modificazioni che hanno interessato il mercato del credito negli ultimi decenni S. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 391 ss.

i più recenti interventi normativi, pure apprezzabili su diversi piani, risentono di alcune incrostazioni del passato di ispirazione chiaramente neoliberista che potrebbero vanificare in parte i passi avanti fatti nella direzione di una valutazione oggettiva dell'operato dell'intermediario⁴.

Dunque, alla crisi economica l'Unione Europea non ha risposto mutando modello di mercato. Ha risposto, invece, portando a compimento il processo di modificazione formale e sostanziale delle istituzioni della nostra economia, per certi versi, completando e, per altri, irrobustendo la disciplina che di quel modello dovrebbe essere espressione.

Il modello è, ovviamente, quello concorrenziale. E rispetto a esso non si arretra. È anche vero, però, che la sua attuazione oggi sembra passare per una più intensa regolazione rispetto al passato; regolazione che resta comunque in linea con le costruzioni neoliberiste che ispirano la disciplina comunitaria⁵. Rispetto al passato, ciò che pare cambiare è in definitiva soltanto l'approccio alla regolazione, anzitutto volta alla riduzione del rischio sistemico.

Semplificando molto si potrebbe affermare che sull'assunto della razionalità dell'operatore economico, sia esso intermediario o cliente o investitore, prima della crisi si reputava che fosse sufficiente ad assicurare il corretto funzionamento del mercato la dettagliata disciplina della singola transazione⁶; disciplina che, coerentemente con il menzionato assunto, avrebbe semplicemente dovuto garantire l'instaurazione della negoziazione tra parti parimenti informate⁷. La crisi ha dimostrato che l'operatore non è razionale e che spesso, pur avendo a disposizione tutte le informazioni possibili, non sceglie per il meglio o perché non è in grado di comprendere o gestire le stesse informazioni che gli vengono date o

⁴ In argomento, *infra*, § 5.

⁵ Sulla essenza delle costruzioni neoliberali di recente, in particolare, F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 13 ss.

⁶ F. DENOZZA, *o.u.c.*, spec. 20 ss.

⁷ Ne costituisce un esempio il rilievo attribuito alla distinzione tra operatore qualificato e non ai fini della disciplina applicabile alla fase di formazione del contratto: in argomento M. SEMERARO, *Dichiarazione di operatore qualificato e meritevolezza dei derivati OTC*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, *dirittobancario.it*. Sulla valenza dell'informazione nelle costruzioni di stampo neoliberale ampiamente R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., 48 ss. Su di un piano più generale, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

perché reputa di potere adottare comportamenti opportunistici⁸. Le discipline successive alla crisi, pertanto, lasciando intatte le premesse concettuali originarie, vanno oltre la singola contrattazione, collocandola in un quadro regolatorio più complesso che vede rafforzati i poteri delle Autorità di vigilanza e che continua ad avere quale obiettivo principale, se non esclusivo, la stabilità del sistema bancario.

A tale obiettivo sembrano prodromici gli interventi volti a ridurre sia le ipotesi di assunzione di un rischio eccessivo da parte degli intermediari – e su tale piano il riferimento è alle regole dettate in materia di vigilanza bancaria – sia le possibilità di contagio, quindi di rischio sistemico, in caso di dissesto del singolo intermediario – e a questo proposito il riferimento è alla introduzione dell'obbligo di adozione di piani di risoluzione delle crisi e di strumenti anche idonei ad accollare il rischio di insolvenza agli azionisti e ai creditori dell'ente. In funzione di tale obiettivo, poi, possono essere letti pure alcuni degli interventi che riguardano più da vicino il rapporto contrattuale e, segnatamente, le regole di condotta imposte all'intermediario, volte ad assicurare l'effettiva adeguatezza della contrattazione all'interesse del cliente e al suo profilo di rischio, e quelle che ineriscono più in particolare allo stesso oggetto della contrattazione (a tal proposito basti pensare all'attenzione riservata dalla Mifid II alla contrattazione in derivati).

2. - Il rischio di sistema. Direttiva Brrd: in particolare, lo strumento del *bail in* e la sua ragionevolezza.

È opportuno partire dal provvedimento in materia di risoluzione della crisi bancaria, poiché delle tre discipline menzionate, questa sembra davvero che chiuda il cerchio, completando assai coerentemente il passaggio da un modello di mercato in mano pubblica a un modello di mercato concorrenziale e in mano prevalentemente privata.

La direttiva Brrd è balzata agli onori delle cronache in ragione della previsione in essa contenuta del *bail in*, strumento che sostanzialmente accolla il rischio delle perdite dell'ente creditizio agli azionisti, poi agli

⁸ V. riferimenti bibliografici note 2 e 5.

obbligazionisti subordinati e, successivamente, agli altri creditori secondo l'ordine di priorità stabilito nella procedura concorsuale⁹.

Prima del *bail in* c'era il principio di condivisione degli oneri¹⁰. Con la Comunicazione del 1 agosto 2013 in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, infatti, la Commissione Europea affermò che per potere «concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri d(evono) [...] garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi»¹¹. Sin dal 2013, dunque, la Commissione Europea valutava l'ammissibilità di un aiuto di Stato anche alla luce del grado di partecipazione degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati alle perdite dell'ente. La giustificazione di una tale regola veniva individuata nella sua strumentalità a contenere condotte di *moral hazard*, ovvero comportamenti opportunistici di chi ha poteri gestori, e il relativo limite nel principio in virtù del quale «i creditori subordinati non dovrebbero [...] ricevere, in termini economici, meno di quanto sarebbe valso il loro strumento in caso di mancata concessione di aiuti di Stato». La direttiva Brrd con il *bail in* nella sostanza recepisce tale principio e lo estende a tutti i creditori. A seguito di una crisi di liquidità dell'ente creditizio, non altrimenti superabile, pertanto, i primi a pagare devono essere gli azionisti attraverso l'azzeramento o la riduzione della loro posi-

⁹ Tra i primi commenti al provvedimento F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 2016, 537 ss.

¹⁰ Sulla portata del principio di condivisione degli oneri e delle nuove regole in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento in crisi v. A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 587 ss.

¹¹ Già con la Comunicazione del 2009 sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato si affermava che «onde limitare le distorsioni della concorrenza ed ovviare al cosiddetto rischio morale, gli aiuti dovrebbero essere limitati al minimo necessario ed il beneficiario degli aiuti dovrebbe fornire un adeguato contributo proprio ai costi di ristrutturazione. La banca ed i detentori del suo capitale dovrebbero contribuire alla ristrutturazione il più possibile mediante le proprie risorse. Questo è necessario per garantire che le banche oggetto di salvataggio abbiano una responsabilità adeguata rispetto alle conseguenze del comportamento adottato in passato e per creare incentivi appropriati per il loro comportamento futuro».

zione; poi gli obbligazionisti subordinati attraverso, nuovamente, l'azzeramento o la conversione del relativo credito in capitale e poi tutti gli altri, di nuovo, mediante l'azzeramento o la conversione dei rispettivi crediti e nel rispetto del principio secondo il quale nessuno può subire un trattamento peggiore rispetto a quello che avrebbe avuto in caso di messa in liquidazione¹². Sono esclusi con certezza dal *bail in* soltanto alcuni crediti, tra cui i depositi garantiti fino a 100.000 euro.

Immediato e molto acceso, anche alla luce dei più recenti avvenimenti¹³, è stato il dibattito sorto, all'indomani della entrata in vigore della Direttiva, sulla compatibilità di un tale strumento con alcuni principi del nostro sistema: quello di tutela della proprietà¹⁴, soprattutto con riguardo alle forme che tale tutela ha assunto sulla base degli orientamenti della Corte europea dei diritti dell'uomo¹⁵, quello di tutela del risparmio e quello di tutela dell'affidamento, nelle ipotesi di sua applicazione a titoli venduti prima della relativa introduzione¹⁶.

Nel senso della compatibilità si è prima pronunciato l'avvocato generale presso la Corte di Giustizia nelle conclusioni presentate il 18 febbraio 2016 nel corso di un procedimento instaurato a seguito di domanda pregiudiziale proposta dalla Corte costituzionale Slovena¹⁷ e avente a oggetto, tra l'altro, anche la portata vincolante per gli Stati membri del principio di

¹² In particolare, sul c.d. principio del *no creditor worse – off* v. R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta?*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, *dirittobancario.it*.

¹³ Il riferimento è alla recente crisi di quattro istituti di credito che ha trovato soluzione con l'adozione del c.d. Decreto salva banche: d.l., 22 novembre 2015, n. 183.

¹⁴ La Corte costituzionale Austriaca si è pronunciata nel senso della illegittimità dell'intervento mediante il quale il Governo Austriaco, pur non dando attuazione alla direttiva europea sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi in crisi, ha proceduto al salvataggio della Hypo Alpe Adria attraverso l'adozione di una serie di misure, tra le quali anche quella dell'azzeramento di alcuni titoli obbligazionari. Le ragioni della incostituzionalità del provvedimento, tuttavia, non starebbero tanto nella sua idoneità a incidere sui diritti degli obbligazionisti, quanto nel fatto che l'azzeramento ne coinvolge soltanto alcuni, creando così una disparità di trattamento all'interno della medesima categoria. Si tratta della sentenza del 28 luglio 2015, n. 3, sulla quale G. GUZZI, *Il bail in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 1485 ss.

¹⁵ M. MARINI, *Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 493 ss.

¹⁶ F. CORTESI, *L'insostenibile delicatezza dell'amministrazione per legge. Spunti di riflessione a margine delle vicende che hanno condotto all'approvazione della nuova disciplina sul risanamento e sulla risoluzione degli enti creditizi*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, *dirittobancario.it*.

¹⁷ Si tratta delle Conclusioni dell'Avvocato generale Nils Wahl, presentate il 18 febbraio 2016, Causa C-526/14, Kotnik e altri.

condivisione degli oneri contenuto nella Comunicazione del 2013 della Commissione Europea¹⁸. Poi, la stessa Corte di Giustizia¹⁹.

L'attuazione del *bail in* senza dubbio darà luogo nella pratica a non pochi problemi operativi: 1) a monte della procedura si colloca una valutazione che il legislatore afferma debba essere equa, prudente e realistica delle attività e passività dell'ente e che può rivelarsi, *ex post*, anche sbagliata non soltanto per eccesso ma pure per difetto; 2) non certo agevole è la determinazione dei tassi di conversione quando si decida di diluire le azioni e di convertire i crediti in capitale tenuto conto della necessità di rispettare il principio in base al quale nessuno deve avere meno di quanto avrebbe avuto in caso di liquidazione coatta ma anche del fatto che l'attuazione di tale principio deve passare per il rispetto dell'ordine di priorità tra creditori stabilito dalla disciplina della procedura concorsuale; 3) a ciò va aggiunto che a date condizioni alcuni crediti in astratto assoggettabili a *bail in* possono esserne esclusi e che tale esclusione si riverbera sulla posizione degli altri creditori, con quello che consegue in punto di determinazione dei tassi di conversione²⁰.

¹⁸ Su tale portata, peraltro, l'Avvocato generale si è pronunciato negativamente; conclusione, questa, che potrebbe avere un certo rilievo ai fini della valutazione della bontà delle posizioni assunte dalla Commissione Europea in occasione della bocciatura del piano di salvataggio della banca Tercas a opera del Fondo interbancario di tutela dei depositi. Si ricorda che con le due decisioni, l'una preliminare l'altra definitiva, rispettivamente del 27 febbraio 2015 e del 23 dicembre 2015, la Commissione affermò, tra l'altro, che «il FITD nei suoi interventi a sostegno di Tercas non ha agito nella sua qualità di operatore in un'economia di mercato» atteso che «1) ha concesso un sostegno per mezzo di un contributo a fondo perduto a copertura del deficit patrimoniale di Tercas e 2) non ha applicato nessuna commissione per le garanzie emesse a favore di Tercas. Tali azioni, prive di ogni prospettiva di rendimento e per cui di fatto non è possibile alcun rendimento, non sono proprie di un operatore in un'economia di mercato e mostrano che il FITD ha agito nella sua qualità di entità che adempie un mandato pubblico piuttosto che nella sua qualità di operatore in un'economia di mercato».

¹⁹ Corte giust., C-526/14, Tadej Kotnik e a. / Državni zbor Republike Slovenije, 19 luglio 2016, in www.curia.europa.eu, la quale, sulla questione della vincolatività per gli Stati membri della Comunicazione della Commissione in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria afferma che in casi eccezionali il singolo Stato potrebbe chiedere l'applicazione diretta dell'art. 107, paragrafo 3, lett. b) del TFUE, presentando una proposta di aiuto che non contempli il coinvolgimento delle posizioni degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati, in linea con quanto previsto dalla stessa Comunicazione nelle ipotesi in cui sussista il rischio o «di mettere in pericolo la stabilità finanziaria» o di determinare «risultati sproporzionati».

²⁰ Su alcuni dei problemi operativi cui verosimilmente darà luogo l'applicazione della nuova disciplina v. di recente R. LENER, *Bail in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 288 ss.

Ancora, non v'è da discutere neppure sul fatto che, in termini di scelte di politica del diritto, il sacrificio di alcune categorie di creditori – in particolare dei correntisti e dei depositanti – impatta enormemente, mutandolo in radice, sul modo di intendere il risparmio e la sua tutela. Sebbene progressivamente eroso a causa della stessa modificazione delle strutture portanti della nostra economia, certo è che il principio di tutela del risparmio trovava il suo ultimo baluardo esattamente nei meccanismi di salvataggio, per certi versi incondizionato, propri del c.d. *bail out* ed evidentemente opposti a quelli propri del c.d. *bail in*.

V'è, tuttavia, che interrogarsi sulla compatibilità della disciplina di recente introduzione con i principi menzionati significa riflettere sulla coerenza interna del sistema, di là da ogni valutazione sulla relativa apprezzabilità. Al fondo del ragionamento che si sta per svolgere ci sono, in altre parole, gli assunti concettuali che costituiscono gli antecedenti dell'adozione di tale disciplina; assunti sui quali si può anche non convenire ma che, allo stato, non sembrano essere messi in discussione. Tenendo fermi questi assunti, l'attuale regolamentazione in tema di crisi degli enti creditizi è certamente perfettibile. Lo potrebbe essere, ad esempio, con riguardo alla individuazione delle soglie di tutela dei depositanti e dei correntisti. Tuttavia, una scelta diversa in punto di salvataggio dei medesimi enti richiederebbe un radicale ripensamento, a monte, dello stesso modello di mercato nel settore creditizio e a valle, quantomeno nel nostro sistema, forse, anche del modello della banca universale ²¹.

Tutela della proprietà, tutela del risparmio e tutela dell'affidamento: è rispetto a questi principi che va valutata la ragionevolezza della regola che impone di accollare il rischio di dissesto ad azionisti e creditori dell'ente. Ovviamente le posizioni – degli azionisti, degli obbligazionisti e degli altri creditori – vanno differenziate. Le ragioni della ragionevolezza del loro sacrificio sono differenti. E infatti differente è anche il grado di incidenza dello strumento del *bail in* sulle rispettive posizioni.

Sulla compatibilità della nuova disciplina con i primi due principi è possibile svolgere un discorso unitario. Qualche considerazione autonoma è

²¹ Cfr., sulla Banca Universale, di recente, E. GLOZZI, *La tutela del risparmio e la banca universale*, in *Giur. comm.*, 2016, 465 ss.

invece opportuna con riguardo alla sua compatibilità con il terzo. Non si tratteggerà singolarmente la portata dei tre principi, assai nota peraltro, ma ci si soffermerà in particolare sulla posizione degli azionisti e dei creditori dell'ente mettendo in evidenza le ragioni che potrebbero giustificare una valutazione in termini di ragionevolezza dell'utilizzo dello strumento del *bail in*.

In apice – è oramai chiaro – la questione è di bilanciamento tra principi. Da un lato ci sono quelli anzidetti, tradizionali del nostro sistema; dall'altro, ve ne sono altri, di derivazione anzitutto comunitaria, come la tutela della concorrenza, della sostenibilità finanziaria dell'azione pubblica e della stabilità del sistema bancario. La regola che accolla il rischio di dissesto agli azionisti e ai creditori è nella sostanza il risultato del bilanciamento tra detti principi. Bilanciamento, che si risolve tendenzialmente nella compressione dei primi tre a vantaggio degli altri, coerentemente perciò con le premesse di sistema alla base di molte scelte adottate dai vertici europei. È chiaro che mutando le premesse, muterebbero anche le conseguenze.

3. - *Segue: il sacrificio degli azionisti, degli obbligazionisti subordinati e degli altri creditori dell'ente rispetto ai principi di tutela della proprietà e di tutela del risparmio.*

Guardando alla posizione degli azionisti, sembra che la scelta del loro sacrificio, alla luce delle dette premesse, si possa considerare ragionevole. Gli azionisti investono nella attività e partecipano totalmente al rischio di imprese. Vi partecipano, è vero, anche a prescindere dall'effettivo ricorrere di un potere di indirizzo sulla attività. È pure vero, però, che il sacrificio dei loro interessi rispetto a quello dei creditori dell'impresa è bilanciato, nell'ipotesi in cui ai primi non facciano capo poteri gestori, dalla responsabilità limitata²². Al fondo vi è l'essenza della disciplina della responsabilità, anzitutto tesa a individuare su chi debbano ricadere le conseguenze dell'evento dannoso. Dinanzi a determinate attività, tra le quali rientra anche l'attività di impresa, il criterio di imputazione è oggettivo. Prescinde cioè dalla colpa.

²² J. GORDLEY, *La teoria della persona giuridica negli Stati Uniti*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 1069 ss.

A questa stregua, l'azzeramento o la diluizione delle azioni al fine di evitare la messa in liquidazione e/o di ridurre il peso che il dissesto dell'ente potrebbe avere sul bilancio pubblico sembrerebbe una scelta ragionevole, atteso che, seppure con tutte le difficoltà del caso, a essa fa da contraltare l'ulteriore principio in base al quale anche gli azionisti non possono sopportare perdite in misura maggiore rispetto a quanto avrebbero sopportato in caso di messa in liquidazione dell'ente. È scelta non necessariamente condivisibile, ma comunque coerente con le premesse poste a monte.

Quanto agli obbligazionisti subordinati, la loro posizione è sicuramente più delicata. Ciò nondimeno, l'esito del ragionamento in punto di compatibilità del relativo sacrificio con i principi di tutela della proprietà e del risparmio potrebbe anche essere positivo ove si distinguano però i due seguenti piani: quello della attività, da un lato, e quello del rapporto contrattuale, dall'altro.

Senza pensare agli ultimi recenti avvenimenti e guardando invece in prima battuta alle caratteristiche dell'obbligazione subordinata, v'è da notare che per questa tipologia di obbligazione, che rappresenta anzitutto uno strumento di finanziamento dell'impresa, la regola della responsabilità connota qualitativamente il titolo; ciò nel senso che proprio da questa regola dipende la sua redditività.

Ebbene, il coinvolgimento dell'obbligazionista subordinato nel salvataggio dell'impresa bancaria, che possa anche tradursi nell'azzeramento della sua stessa posizione per assorbire le perdite, non contraddice detta regola di responsabilità. Sempre che – ed è questa condizione imprescindibile della bontà del ragionamento – all'obbligazionista non sia riservato un trattamento peggiore rispetto a quello che gli sarebbe spettato in caso di messa in liquidazione dell'ente.

L'ingiustizia della soluzione, tuttavia, si manifesta con forza ove si ponga mente alla tipologia di clientela cui viene venduto il prodotto. Molto spesso – ed è stato questo il caso delle quattro banche da ultimo salvate – si tratta di clienti il cui profilo di rischio non avrebbe dovuto consentire simili operazioni. È dunque irragionevole la regola che prescrive il sacrificio di queste posizioni?

La risposta può essere negativa a patto che si mantengano distinti esattamente i due evocati piani: quello dell'attività dell'impresa bancaria, al

quale afferisce altresì il profilo della responsabilità per la medesima attività, e quello del rapporto tra intermediario e cliente.

Sul primo, cui afferisce – si ripete – la regola della responsabilità, il sacrificio degli obbligazionisti subordinati, in seguito a quello degli azionisti, potrebbe anche essere considerato coerente con l'essenza stessa dell'operazione di investimento, pure quando tale sacrificio si sostanzia nella perdita del capitale investito, se strumentale alla tutela delle altre categorie di investitori, le volte in cui costituisca un tassello di un procedimento più ampio diretto al risanamento della medesima impresa e senza il quale l'istituto di credito sarebbe stato sottoposto a liquidazione coatta. Oppure se strumentale soltanto a evitare la stessa messa in liquidazione. In tale prospettiva, la scelta del sacrificio può essere considerata quale risultato di un bilanciamento di interessi rappresentativo di una delle tante possibili modalità di attuazione del principio della tutela del risparmio, forse non la migliore ma pur sempre una delle possibili, atteso che lega coerentemente le sorti dell'investimento alla sua rischiosità.

I termini del ragionamento mutano se dal piano della disciplina dell'attività si passa a quello della disciplina del rapporto: in particolare, del rapporto tra cliente e intermediario. È chiaro, infatti, che su tale piano la soluzione che vede sacrificati gli interessi degli obbligazionisti subordinati non può che apparire ingiusta allorquando il prodotto venga venduto a clienti che non presentano un adeguato profilo di rischio. In questo caso, il loro sacrificio contraddice senza dubbio il principio di tutela del risparmio. Il piano di rilevanza, tuttavia, è un altro; è quello, appunto, del rapporto tra intermediario e cliente. Piano, il quale è stato a sua volta interessato da un altro recente intervento del legislatore comunitario – si tratta della Mifid II – che sembra andare, quanto meno per quel che attiene alla sua ispirazione, nella direzione di rendere più stringenti i parametri di valutazione della adeguatezza della negoziazione in strumenti finanziari rispetto al profilo di rischio del cliente.

Infine c'è la posizione di tutti gli altri creditori sottoposti a *bail in*, coinvolti soltanto quando il sacrificio degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati non sia sufficiente al risanamento dell'ente creditizio in crisi. È proprio rispetto a queste posizioni che si pongono i maggiori problemi di compatibilità con il principio di tutela del risparmio della soluzione alle

crisi degli istituti bancari elaborata dai vertici europei. Anche a tal riguardo, però, sembra che si possa concludere nel senso della ragionevolezza del bilanciamento dei diversi interessi in gioco. Resta inteso, nei termini della coerenza della scelta con l'orientamento del sistema e di là da ogni valutazione di merito in ordine alla sua bontà.

Segnatamente, la regola che prescrive il sacrificio dei creditori diversi dagli obbligazionisti subordinati sembra iscriversi nel più generale disegno delle strutture del mercato dell'Unione Europea. È d'altronde abbastanza noto che in un contesto economico quale quello attuale, in prevalenza fondato sul debito, l'idea stessa del risparmio quale caposaldo del sistema è tramontata. E che questo è accaduto anche (se non anzitutto) in ragione delle scelte di fondo effettuate dal legislatore Europeo e delle quali sono espressione molte discipline, come quella del credito al consumo²³.

Ebbene, nell'ambito di un tale contesto anche il *bail in* finisce con il costituire espressione di un diverso bilanciamento – ragionevole proprio perché attuato in un così mutato contesto – tra principi a loro volta diversi: da un lato, il principio di tutela del risparmio e, se si vuole, anche quello di tutela della proprietà, dall'altro quelli di tutela della concorrenza, di sostenibilità finanziaria dell'agire pubblico e della stabilità del sistema bancario, tutti e tre di derivazione comunitaria. Ragionevole nel contesto, non necessariamente giusto e condivisibile.

4. - *Segue: Il principio di tutela dell'affidamento.*

Da ultimo, è opportuna una riflessione autonoma sulla compatibilità della nuova disciplina con il principio di tutela dell'affidamento, stante la sua applicabilità a posizioni acquisite prima della relativa entrata in vigore²⁴. Sul punto, è noto che la regola *tempus regit actum* si pone anzitutto a tutela dell'affidamento maturato dai cittadini nella riconducibilità delle relative azioni a un ben individuato gruppo di regole. È parimenti noto che tale

²³ Il rapporto esistente tra indebitamento e creazione/soddisfazione di nuovi bisogni sembra evocare il quadro tratteggiato già negli anni cinquanta dello scorso secolo da J.K. GALBRAITH, *La società opulenta*, trad. it., 2014, Roma.

²⁴ G. GUZZI, *Il bail in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie*, cit., 1485 ss.

regola, per quanto attiene alle leggi civili, è derogabile, purché la scelta nel senso della derogabilità sia ragionevole²⁵.

È chiaro che l'affidamento rilevante in questo caso riguarda l'applicabilità della disciplina concorsuale, non anche la prassi degli aiuti di Stato. La prassi, è vero, crea affidamenti, ma non sempre crea diritti. Ciò, laddove l'affidamento di cui si discorre e che può imporsi quale freno alla scelta sulla retroattività, dovrebbe attenere all'applicazione di discipline poste a tutela di pretese giuridicamente rilevanti, qualunque sia la forma giuridica da esse assunta. E tale non è l'affidamento maturato nella prassi del salvataggio pubblico.

A fronte del mutato contesto, pure di questa scelta si può affermare, forse, la ragionevolezza. In particolare, il presupposto della sottoposizione delle azioni, delle obbligazioni subordinate e degli altri crediti dell'ente a *bail in* è l'irreversibilità della crisi. Il che significa che in assenza di un intervento di tal fatta e in assenza di aiuti di Stato, l'istituto creditizio sarebbe stato posto in liquidazione coatta amministrativa. L'obiettivo immediato della nuova disciplina è la salvezza del singolo istituto; quello mediato è la stabilità del sistema nel suo complesso, la quale deve essere assicurata riducendo al minimo l'intervento dell'Autorità pubblica. Anche in questo caso, dunque, la compressione del principio – in particolare del principio di affidamento – sembra trovare la sua giustificazione nel concorso con altri principi, la prevalenza dei quali, nel mutato contesto, sembra avere i caratteri della coerenza con le scelte effettuate a monte dai vertici europei²⁶.

Altra e diversa è la questione della apprezzabilità di detto mutamento e della direzione che ha preso il sistema. Una più profonda valutazione critica è possibile ma implica considerazioni essenzialmente politiche.

²⁵ Sulla portata delle regola *tempus regit actum* e sulla sua derogabilità M. SEMERARO, *Interpretazione autentica, retroattività e ragionevolezza*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 1200 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

²⁶ Cfr. le osservazione di Corte giust. UE, C-526/14, Tadej Kotnik e a. / Državni zbor Republike Slovenije, 19 luglio 2016, cit., a proposito della idoneità della Comunicazione del 2013 in materia di aiuti di Stato a ledere il principio di tutela dell'affidamento. La Corte, in particolare, afferma che pur volendo ritenere maturato un legittimo affidamento negli aiuti di Stato, l'esistenza di un interesse pubblico inderogabile, qual è l'interesse a garantire la stabilità del sistema finanziario, limitando la spesa pubblica e riducendo al minimo la distorsione della concorrenza, comunque osterebbe all'adozione di una disciplina transitoria a tutela delle posizioni sorte antecedentemente.

Ancora, altra e diversa è la questione della efficienza di una tale soluzione nella prospettiva della fiducia dei risparmiatori negli istituti di credito e, più in generale, nel mercato del credito.

5. - Rischio contrattuale. La Mifid II.

Passando dalla disciplina del rischio di sistema nelle ipotesi di dissesto a quella del rischio contrattuale, un ruolo significativo nella risposta alla crisi economica da parte dell'Unione Europea è ricoperto sicuramente dalla Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati finanziari (c.d. Mifid II). La scelta di allocare il rischio del dissesto dell'ente sui suoi creditori non poteva non essere bilanciata da un rafforzamento delle tutele nell'ambito dei rapporti tra intermediari e clienti ²⁷.

Si è detto che l'approccio regolatorio antecedente alla crisi, e che poi ha portato alla crisi, è stato nella sostanza lasco. A fronte dei pochi poteri riconosciuti alle Autorità di regolazione, l'attenzione si è concentrata sulla singola transazione. Transazione, rispetto alla quale l'idea di fondo era che a garanzia della sua efficienza fosse sufficiente riportare a equilibrio le posizioni delle parti per il tramite dello scambio di informazioni ²⁸. L'idea si è rivelata sbagliata: gli intermediari finanziari assai spesso si sono lanciati in investimenti per loro stessi rischiosi e altrettanto spesso hanno esternalizzato il rischio su una platea non in grado di gestirlo.

La Mifid II per parte muta approccio alla disciplina del rapporto. In linea con il passato, dedica ampio spazio allo scambio di informazioni tra intermediari e clienti; a differenza del passato, detta regole stringenti volte ad assicurare l'adeguatezza della contrattazione rispetto al profilo di rischio del cliente. Alcune di queste sembrano esprimere assai bene il passaggio da una valutazione della adeguatezza dell'operazione finanziaria di tipo soggettivo a una valutazione di tipo oggettivo. Passaggio da qualcuno

²⁷ A proposito del progressivo rafforzamento delle tutele, che troverebbe fondamento nel mutamento di approccio alla regolamentazione dei contratti tra intermediari e clienti cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 31 ss.

²⁸ V. riferimenti bibliografici note 2 e 5. V. anche, a fini diversi, le considerazioni di E. PELLECCCHIA, *Dall'insolvenza al sovraindebitamento. Interesse del debitore alla liberazione e ristrutturazione dei debiti*, Torino, 2012, 27 ss.

invero auspicato e realizzato sul piano interpretativo già sulla base della vecchia disciplina ²⁹.

Segnatamente, per un verso, l'art. 24 dispone che «le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target»; per altro verso, l'art. 25 prevede che l'intermediario debba fornire, in caso di servizi di consulenza ³⁰, «una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio», sì da introdurre una sorta di obbligo di motivazione finalizzato alla giustiziabilità dell'agire discrezionale.

Sebbene collocate in una sezione 2 del capo II del Titolo II, intitolata «Disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori», che, con riguardo al suo impianto complessivo, ricalca le linee già tracciate dalla precedente Direttiva relativa ai mercati finanziari – epicentro continua a essere l'informazione, seppure con i dovuti distinguo secondo che la controparte dell'intermediario sia qualificata oppure no ³¹, accompagnata

²⁹ R. Di RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., spec. p. 66 ss.; e, da ultimo, Id., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo, e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in S. CICCARELLO-A. GORASSINI-R. TOMMASINI (a cura di), *Salvatore Pugliatti*, Napoli, 2016, 457 ss. Cfr., in altra prospettiva e con esiti differenti in punto di valutazione oggettiva dell'operato dell'intermediario, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in Id. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 3 ss.

³⁰ Sugli elementi costitutivi della consulenza e sulla distinzione tra consulenza autonoma e strumentale, per tutti, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazioni*, in A. CICU-F. MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, 270 ss.

³¹ La distinzione tra operatore al dettaglio e professionale sostituisce la vecchia distinzione tra operatore qualificato e non: per una dettagliata analisi delle modifiche normative, per tutti, V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, p. 499 ss. Con la Mifid II la distinzione diventa meno rigida rispetto al passato: in particolare, al considerando n. 104, si afferma che «se da un lato è opportuno ribadire che le norme di comportamento dovrebbero essere applicate con riguardo agli investitori che hanno maggiormente bisogno di protezione, è d'altro lato opportuno calibrare meglio i requisiti applicabili alle diverse categorie di clienti». E con riferimento ai soggetti pubblici si osserva che «per meglio precisare la classificazione di comuni e autorità pubbliche locali è opportuno escluderli espressamente dall'elenco delle controparti qualificate e dei clienti considerati professionali, consentendo nel contempo a tali clienti, su richiesta, di chiedere un trattamento quali clienti professionali».

dalla specificazione della portata della valutazione dei giudizi di adeguatezza, in ipotesi di servizio di consulenza, e di appropriatezza, in ipotesi di servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli –, queste previsioni si mostrano confermate della tendenza del sistema a limitare *ex ante* i casi di negoziazione in strumenti finanziari inadeguata alle conoscenze e al profilo di rischio del cliente e ad agevolare *ex post* la valutazione dell'operato dell'intermediario. A ciò si aggiunga che se l'art. 30 della Mifid II esclude l'applicabilità alla controparte qualificata di una serie di norme poste a tutela del cliente *retail* e che impongono all'intermediario alcuni obblighi informativi, sempre l'art. 30 fa salva l'applicabilità dell'art. 25 esattamente là dove prescrive al medesimo intermediario di rilasciare una dichiarazione specificativa delle ragioni di adeguatezza dell'operazione finanziaria conclusa. Dunque, come in passato, pure l'operazione consigliata alla controparte qualificata è soggetta al giudizio di adeguatezza; a differenza del passato, però, l'impresa di investimento deve motivare la raccomandazione, parimenti a quanto accade per il caso del cliente *retail* ³².

Sul piano della tutela, il passaggio da una valutazione soggettiva a una valutazione oggettiva dell'operato dell'intermediario – ben espresso, si diceva, per mezzo della introduzione dell'obbligo di motivazione – potrebbe facilitare il ricorso a rimedi differenti da quello risarcitorio, più strettamente inerenti all'efficacia dello stesso atto di investimento, a patto però che si abbandonino i tradizionali schemi ricostruttivi, sino a ora utilizzati per inquadrare il rapporto tra intermediario e cliente, in favore di una riqualificazione di detto rapporto che ponga l'accento sulla preesistenza del dovere del primo di curare l'interesse del secondo ³³. È noto,

³² La scelta dell'estensione dell'obbligo di motivazione alle controparti qualificate è chiaramente spiegata nei considerando della stessa direttiva, là dove si afferma che la crisi economica ha evidenziato i limiti dei clienti non al dettaglio nel valutare i rischi insiti in una operazione di investimento. Sulla vecchia disciplina M. SEMERARO, *Dichiarazione di operatore qualificato e meritevolezza dei derivati OTC*, cit., 3 ss. Nella prospettiva del rischio di sistema, con particolare riguardo alla stessa legittimazione degli operatori economici a negoziare in derivati, F. DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in A. GUACCERO-M. MAUGERI (a cura di), *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Milano, 2014, 147 ss.; R. DI RAMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., 53 ss.

³³ In particolare, l'imposizione dell'obbligo di porre per iscritto le ragioni della adeguatezza della contrattazione al profilo del cliente potrebbe agevolare la riqualificazione dell'agire

infatti, che l'ostracismo nei confronti della dichiarazione di nullità è stato anzitutto dovuto alla distinzione tra regole di condotta e regole di validità, riaffermata in un passato non troppo remoto dalle Sezioni unite in materia di intermediazione finanziaria³⁴. E che la stessa giurisprudenza di merito è dovuta poi ricorrere a costruzioni non sempre condivisibili per potere rimuovere gli effetti delle negoziazioni in strumenti finanziari proprio al fine di non disattendere il principio di diritto enunciato dai giudici di legittimità. Basti pensare alla rappresentazione della causa nei contratti derivati contenuta nella pronuncia della Corte di Appello di Milano del 2013 – che pure procedeva alla riqualificazione del rapporto in termini di ufficio di diritto privato, senza però trarne i dovuti corollari in punto di disciplina applicabile³⁵ – ove si riconducono all'elemento causale l'informazione dell'intermediario al cliente sui costi impliciti, il *mark to market* e gli scenari probabilistici³⁶.

V'è tuttavia da segnalare che anche ove si accogliesse la prospettiva di chi vede nell'imposizione dell'obbligo di motivare sulla adeguatezza una sponda per operare la detta riqualificazione, il rischio di limitare tale acquisizione al solo servizio di consulenza è molto alto, atteso che permane

dell'intermediario quale ufficio di diritto privato; qualificazione in questi termini proposta già sotto la vigenza della precedente disciplina in R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., spec. 66 ss.; e, da ultimo, ID., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo, e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit., 457 ss.; D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 3 ss.

Resta vero, infatti, che sul piano della individuazione del rimedio rileva ben poco la stessa qualificazione dell'attività dell'intermediario in termini di servizio di consulenza, ove si continuano a utilizzare gli schemi ricostruttivi propri del c.d. «agire libero» in luogo di quelli rappresentabili in termini di c.d. «agire funzionale» (sui quali P. FERRO LUZZA, *L'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, 19 ss.; P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 848; R. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645 ter: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 975 s., ove è chiaramente delineata la distinzione tra «agire libero», «agire nell'interesse altrui» e «agire funzionale»); schemi, i quali, valorizzando esattamente la distinzione tra regole di condotta e regole di validità, impongono di ricollegare alla violazione della adeguatezza esclusivamente rimedi risarcitori: in tale ultima prospettiva R. LENER-P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 369 ss.

³⁴ R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 62 ss.

³⁵ R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 308 ss.

³⁶ App. Milano, 18 settembre 2013, in *dirittobancario.it*.

nella Mifid II la netta distinzione tra giudizio di adeguatezza e giudizio di appropriatezza, la quale ripropone a monte la partizione tra servizio di consulenza e servizi in materia di investimento e gestione di portafogli diversi dalla consulenza.

Alla luce di questa distinzione, i passi avanti fatti nell'assicurare una valutazione oggettiva dell'operato dell'intermediario finirebbero col restare confinati al solo servizio di consulenza, dando così luogo a due differenti statuti normativi in ragione non già del tipo di investimento, ma del tipo di servizio prestato ³⁷.

L'individuazione dell'ambito applicativo delle regole in materia di consulenza è questione vecchia. Lo è soprattutto con riferimento alla portata, in ordine alla valutazione dell'operato dell'intermediario, della distinzione tra consulenza autonoma e consulenza strumentale ³⁸. Al proposito è opportuno ricordare che la stessa Consob ³⁹, con riguardo alla precedente disciplina (Mifid, secondo livello di attuazione), aveva esteso l'operatività del giudizio di adeguatezza, riconoscendo la ricorrenza di un servizio di consulenza anche nell'ipotesi di esecuzione di ordini impartiti dal cliente ove l'intermediario avesse rilasciato un «consiglio spot» ⁴⁰.

L'ampliamento della categoria evocata sarebbe stato forse opportuno. Sul punto, tuttavia, la Mifid II sembra avere adottato un approccio conservativo.

³⁷ Sulle caratteristiche del servizio di consulenza v. Corte giust., 30 maggio 2013, causa C-604/11, Genil 48 SL, Comercial Hosteler de Grandes Vinos SL contro Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, in www.iusexplorer.it/Dejure, ove si afferma che dall'art. 4, paragrafo 1, punto 4, della direttiva 2004/39 e dall'art. 52 della direttiva 2006/73 risulta che «la questione se un servizio di investimento costituisca una consulenza in materia di investimenti dipende non già dalla natura dello strumento finanziario che ne costituisce l'oggetto, ma dal modo in cui quest'ultimo è proposto al cliente o al potenziale cliente»: dunque, dalla circostanza che ricorrano oppure no raccomandazioni personalizzate, ossia fatte «ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore» e presentate come adatte «per tale persona, o basat(e) sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona».

³⁸ Per tutti M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazioni*, cit., 270 ss.
³⁹ V. le Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007. Sulle caratteristiche del servizio di consulenza.

⁴⁰ Sulla possibile ricorrenza di elementi della consulenza anche qualora l'intermediario esegua ordini impartiti dal cliente F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 93 ss.

6. - Segue: la direttiva 2014/17/UE sui mutui ai consumatori relativi a beni immobili residenziali.

Da ultimo, merita un brevissimo cenno la direttiva 2014/17/UE in materia di contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e, in particolare, la previsione in essa contenuta che consente all'istituto di credito e al consumatore di accordarsi sul trasferimento dell'immobile su cui grava la garanzia dal secondo al primo in ipotesi di mancata restituzione delle rate del mutuo ⁴¹.

Per il tramite di questa disciplina, il legislatore europeo intende armonizzare un settore, quale quello della concessione di crediti ai consumatori per l'acquisto di immobili residenziali, che ha rivestito un ruolo centrale nella recente crisi economica. L'obiettivo dichiarato è di evitare quanto accaduto in passato oltreoceano: ossia il sovraindebitamento del consumatore ⁴². Tale obiettivo viene perseguito attraverso l'introduzione di due gruppi di regole: da un lato, le regole di condotta imposte all'intermediario volte a rendere edotto il consumatore dell'operazione che sta concludendo ⁴³ e delle conseguenze connesse alla presenza di una garanzia (le tecniche di tutela sono l'informazione personalizzata e, ove richiesto dallo stesso consumatore, la consulenza); dall'altro, quelle inerenti alla valutazione del merito creditizio. In queste regole dovrebbero trovare composizione sia il rischio del cliente di ottenere un finanziamento non adeguato ai suoi bisogni e alle sue esigenze, sia il rischio dell'intermediario di essere in futuro dinanzi a un credito deteriorato. C'è poi la regola che riconosce alle parti la facoltà di accordarsi sulla vendita dell'immobile a opera dell'istituto di credito in caso di inadempimento del consumatore, posta chiaramente a tutela della stabilità bancaria.

Ebbene, detto provvedimento sintetizza perfettamente la direzione dell'attuale sistema in punto di regolazione del mercato del credito, con particolare riferimento al profilo della allocazione del rischio di impresa. Per

⁴¹ A. LUPOI, *La Direttiva 17/2014, il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza al credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 234 ss.

⁴² E. PELLECCIA, *La Direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 206 ss.

⁴³ D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 188 ss.

un verso in esso trova spazio una disciplina dettagliata del rapporto tra cliente e intermediario, chiaramente orientata ad assicurare l'adeguatezza dell'operazione. Sebbene il servizio di consulenza sia accessorio, l'intermediario è comunque tenuto a fornire informazioni personalizzate: dunque, a costruire la regola del finanziamento in aderenza alle specifiche esigenze del singolo consumatore, tenuto conto anche della sua situazione economica nella prospettiva della stessa sostenibilità della richiesta di finanziamento. Per altro verso, e con specifico riguardo alla fase patologica del menzionato rapporto, ossia all'inadempimento, con la regola che attribuisce ai contraenti la facoltà di accordarsi sulla possibilità di escutere la garanzia senza passare per l'organo giurisdizionale si riconosce una posizione privilegiata al creditore, in coerenza con il contesto attuale in cui il rischio di impresa bancaria è collocato anzitutto sugli azionisti e sui creditori dell'ente e sul sistema bancario nel suo complesso. In un tale contesto, dunque, il rischio di inadempimento è regolamentato in modo tale da dare preminenza all'interesse dell'ente creditizio a una più rapida soluzione della controversia.

Molteplici sono gli spunti di riflessione che dal punto di vista sistematico pone quest'ultima previsione. In particolare, a proposito dei suoi rapporti con la disciplina interna in materia di garanzia ⁴⁴. Dal punto di vista delle scelte di politica del diritto v'è da notare che il decreto di recepimento

⁴⁴ In particolare, sui rapporti tra divieto del patto commissorio e patto marciano v. Cass., 9 maggio 2013, n. 10986, in *Vita not.*, 2013, 719 ss., secondo la quale «da vendita con patto di riscatto o di retrovendita stipulata fra il debitore ed il creditore, ove determini la definitiva acquisizione della proprietà del bene in mancanza di pagamento del debito garantito, è nulla per frode alla legge, in quanto diretta ad eludere il divieto del patto commissorio. Principale elemento sintomatico della frode è costituito dalla sproporzione tra l'entità del debito e il valore dato in garanzia, in quanto il legislatore, nel formulare un giudizio di disvalore nei riguardi del patto commissorio, ha presunto, alla stregua dell'*"id quod plerumque accidit"*, che in siffatta convenzione il creditore pretenda una garanzia eccedente il credito, sicché, ove questa sproporzione manchi – come nel pegno irregolare, nel riporto finanziario e nel cosiddetto patto marciano (ove al termine del rapporto si procede alla stima del bene e il creditore, per acquisirlo, è tenuto al pagamento dell'importo eccedente l'entità del credito) – l'illiceità della causa è esclusa». V., da ultimo, Cassazione Civile, 28 gennaio 2016 n. 1625, in *Foro, it.*, 2016, I, c. 685 ss. In dottrina N. CIPRIANI, *Patto commissorio autonomo: come salvare la validità del finanziamento e della garanzia*, in *giustiziacivile.com*, 2014; S. PAGLIANTINI, *I misteri del patto commissorio, le precomprensioni degli interpreti e il diritto europeo della dir. 2014/17/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, p. 181 ss. Per un approfondimento in tema di patto commissorio e patto marciano N. CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000.

della Direttiva mutui riconosce all'istituto di credito la facoltà di procedere alla vendita dell'immobile sul quale grava la garanzia soltanto dopo che il consumatore non abbia adempiuto 18 rate, anche non consecutive. È, questa, una regola di chiusura in linea con il contesto. Che peraltro non è unica nel panorama dei mutui bancari, seppure con i dovuti distinguo in tema di condizioni legittimanti alla vendita ⁴⁵. È regola tuttavia che, sul piano della modalità del bilanciamento degli interessi in gioco, nella parte in cui stabilisce il mancato pagamento di diciotto rate anche non consecutive quale condizione di legittimazione dell'istituto di credito alla vendita dell'immobile, appare il frutto di una scelta anzitutto politica.

⁴⁵ Segnatamente, il d.l. n. 59 del 2016 – c.d. decreto banche – prevede che il contratto di finanziamento tra un imprenditore e una banca possa essere garantito dal trasferimento a favore del primo del diritto di proprietà di un immobile, del secondo o di un terzo, sospensivamente condizionato al suo inadempimento. L'art. 2 del menzionato decreto, convertito con l. 30 giugno 2016, n. 119, stabilisce che «per gli effetti del presente articolo, si ha inadempimento quando il mancato pagamento si protrae per oltre nove mesi dalla scadenza di almeno tre rate, anche non consecutive, nel caso di obbligo di rimborso a rate mensili; o per oltre nove mesi dalla scadenza anche di una sola rata, quando il debitore è tenuto al rimborso rateale secondo termini di scadenza superiori al periodo mensile; ovvero, per oltre nove mesi, quando non è prevista la restituzione mediante pagamenti da effettuarsi in via rateale, dalla scadenza del rimborso previsto nel contratto di finanziamento».