



SAGGI

One Size Fits All vs. principio di proporzionalità in ambito bancario e mobiliare

di Pierluigi De Biasi

ABSTRACT

One size-fits-all is the traditional rule under the civil law system, where different rules of the same fact based on quantitative differences are scarce. A concept created by German scholars to limit the enforcement powers of the State, the proportionality rule, via the EU law became a fixture in the soft law production of the various authorities and standard setting institution. The principle, due to a spill-overeffect and to a new law is fully at home in the Italian law system.

The banking law and financial market law environments show that the proportionality rules are widely used and when they are not the effect is to eliminate small players from the market. However regulators implementing such provisions appear to pay lips service to the rule and de facto they impose to the regulated subjects to upgrade towards the more complex set of rules.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La contrapposizione. – 3. Una digressione su assetti alternativi. – 4. Il passaggio da *One-Size-Fits-All* al principio di proporzionalità nel sistema bancario internazionale. – 5. La regola di proporzionalità nella *governance* bancaria italiana. – 6. Il mercato mobiliare, il principio *One-Size-Fits-All* e i FIA. – 7. Una visione più ampia.

1. Premessa

L'ordinamento italiano tradizionalmente basato su regole che si applicano in via generale a tutti i consociati¹ ha recepito in epoche recenti, in modo che

¹ Il tema qui esaminato è solo un caso particolare di un problema generalissimo: la determinazione di quale livello di differenziazione, e quindi di specificità, delle regole sia ottimale. Posto che un problema così colossale non può essere certo affrontato in un breve articolo, ricordiamo che in epoche diverse gli ordinamenti hanno dato risposte molto differenziate, anche nello stesso momento. Per esempio, dopo la rivoluzione francese e l'affermazione dell'uguaglianza dei cittadini davanti alla legge talvolta le regole erano uguali all'interno di gruppi sociali differenziati fra loro (p. es. rapporti di diritto civile e negozi con i mercanti) lungo una linea di faglia che non era diversa dalle categorizzazioni medievali e del resto gli «statuti dei gruppi» (N. IRTI, *L'età della codificazione*, Giuffrè, Milano, 1989, III ed., p. 26) sono tuttora presenti, come a esempio nel caso delle norme a tutela dei consumatori, che per un periodo si trovarono all'interno del codice. Il punto di partenza di un'analisi di carattere generale dovrebbe partire dai vari termini in cui può essere posta l'alternativa generale. Si potrebbe sostenere che le norme sono generali per ragioni etiche, ovvero di giustizia (*rule of law*) (J. HABERMAS, *Fatti e norme. Contributi a una teoria discorsiva del diritto e della democrazia*, Milano, Guerini, 1996, p. 490, tr. it di *Faktizität und Geltung: Beiträge zur Diskurstheorie des Rechts und des demokratischen Rechtsstaats*) ma si potrebbe privilegiare il profilo dell'efficienza,

risulta particolarmente evidente nel diritto dell'economia e nel contiguo diritto amministrativo, gli effetti di una innovazione nel rapporto tra autorità e cittadino. Il principio di proporzionalità affermatosi nel diritto dell'Unione Europea è transitato nella produzione para-normativa delle varie autorità e *standard setting institution*, che elaborano principi, criteri, buone pratiche, linee guida, ossia che producono *soft law*. Parallelamente dapprima per un effetto di *spill-over* e poi anche per effetto di una recezione legislativa il principio ha trovato il suo posto a pieno titolo nell'ordinamento.

Passeremo in rassegna alcuni esempi di fattispecie nelle quali viene usata la regola *one-size-fits-all* e altri retti dal principio di proporzionalità, tratti dalla normativa in materia bancaria e del mercato mobiliare, per poi verificare se l'applicazione quotidiana sia coerente con la regola enunciata.

Non sarà oggetto di esame il contiguo tema della legificazione attraverso l'impiego di *soft law*, che pone evidenti problemi dati dallo stravolgimento del tradizionale processo di formazione delle norme, dalla carenza di *accountability*, per tacere della mancanza di responsabilità, in capo all'emittente e del generale aggiramento di ogni presidio democratico, quando si presuppone che le autorità nazionali siano tenute a conformarsi agli "orientamenti", come è il caso, discusso *in fine*, dell'EBA e, in definitiva, pone inquietanti quesiti sulla redistribuzione della sovranità².

2. La contrapposizione

One-size-fits-all è il frutto diretto della regola pensata dal giurista: è generale e astratta. Il diritto tradizionalmente distingue tra diverse fattispecie e solo di rado distingue impiegando un concetto quantitativo (ad esempio, per una norma tradizionale v. art. 1448, comma 2, c.c., e per una norma "tecnica" recente in materia regolata art. 29, comma 2-bis, TUB). Ancorché l'espressione sia tipicamente impiegata con riferimento a situazioni giuridiche di contenuto prevalentemente economico³, è divenuta moneta comune in ogni campo del diritto⁴. Nel campo del quale si occupa il diritto dell'economia, fortemente impregnato di tecniche specialiste derivanti dall'incontro con altre scienze, la regola, di conio recente, si applica a situazioni nelle quale non esiste un interesse (del regolatore, degli attori o del mercato) a differenziare i trattamenti, ovvero quando il sotto-sistema normativo è relativamente semplice, mentre sull'altro versante la regola di proporzionalità si afferma quando la complessità del sistema si accresce ovvero aumenta la varianza tipologica tra i soggetti regolati.

in quanto esse consentono di economizzare sui costi informativi che una maggiore analiticità comporta.

² Sul tema si indica F. ALBISINNI, *The Rise of Global Standards. Icao's Standards and Recommended Practices*, in *Italian Journal of Public Law*, 2016, pp. 204-207.

³ R.A. EPSTEIN, *Returning to Common-Law Principles of Insider Trading after United States v. Newman*, in *Yale L. J.*, (125), 2016, p. 1482: «*the variety of situations makes it highly unlikely that a one-size-fits-all approach works for all different parts of the complex securities market*».

⁴ R.M. SMITH, *Ackerman's Civil Rights Revolution and Modern American Racial Politics*, in *Yale L. J.*, (123), 2014, p. 2906 partendo da *Brown v. Board of Education* arriva a sostenere che «*a "one-size-fits-all" approach to diverse racial inequalities*» non sia convincente.

Il principio di proporzionalità, a lungo inglobato nell'area semantica della ragionevolezza⁵, grazie all'influsso della normativa sovranazionale ottiene un autonomo riconoscimento come misurazione oggettiva di interessi in conflitto e si sostanzia nella definizione dell'assetto che sia al tempo stesso il più idoneo alla realizzazione dei fini perseguiti dai soggetti interessati e il meno gravoso per chi ne subisce gli effetti.

Il principio di proporzionalità, che quando applicato in materie diverse dal diritto dell'economia ha un contenuto etico intuitivamente evidente, ha la funzione di limitare l'arbitrio del legislatore che tutto può⁶. Il principio, di origine tedesca⁷, viene considerato dalle Corti di Giustizia un principio di rango costituzionale⁸ e per il nostro ordinamento⁹ risulta una importazione di origine comunitaria¹⁰, a seguito del suo esplicito inserimento nei Trattati¹¹. Il principio, che era nato in ambito giurisdizionale come criterio per valutare la conformità costituzionale delle leggi, divenne in seguito un principio legislativamente vincolante per l'azione amministrativa¹². In Italia l'ancoraggio normativo è dato dall'art. 1 della legge 7 agosto 1990, n. 241, come modificato dalla legge 11 febbraio 2005, n. 15 con l'inclusione dei «*principi dell'ordinamento comunitario*» tra i quelli che reggono l'attività amministrativa¹³. In astratto il principio dovrebbe costituire un argine alla tendenza del tecnocrate e del burocrate a regulate tutto minuziosamente, ma i numerosi e pervasivi regolamenti e diret-

⁵ M. CARTABIA, *I principi di ragionevolezza e proporzionalità nella giurisprudenza costituzionale italiana*, Conferenza trilaterale delle Corti costituzionali italiana, portoghese e spagnola, Roma, Palazzo della Consulta, 24-26 ottobre 2013, in www.cortecostituzionale.it, p. 2.

⁶ F. FLEINER, *Institutionen des Deutschen Verwaltungsrechts*, J.C.B. Mohr, Tübingen, 1912, p. 354: «*La polizia non deve sparare ai passeri con i cannoni*».

⁷ M. HEINTZEN, *Il principio di proporzionalità. Un cosmopolita tedesco del diritto costituzionale*, Mucchi, Modena, 2015, p. 80.

⁸ Corte Giust. 17 dicembre 1970, C. 11/70, *Internationale Handelsgesellschaft mBH c. Einfuhrund Vorratsstelle für Getreide und Futtermittel*.

⁹ A. SANDULLI, *La proporzionalità dell'azione amministrativa*, Cedam, Padova, 1998.

¹⁰ Il principio di proporzionalità non è universalmente applicato ed esso «*has been ... widely adopted outside the United States, but not within*» V.C. JACKSON, *Thayer, Holmes, Brandeis: Conceptions of Judicial Review, Factfinding, and Proportionality*, in *Harv. L.R.*, (130) 2017, p. 2366. Per rimanere in area di *common law* si deve precisare che l'ordinamento inglese, partendo dal c.d. *Wednesbury-Test*, il quale indica i casi in cui il giudice può sindacare la manifesta irragionevolezza dell'azione amministrativa (*Associated Provincial Picture Houses Ltd. v. Wednesbury Corporation* [1948] 1 KB 223), arriva ad applicare il principio di proporzionalità con il caso *Alconbury* [2001] UKHL 23; [2001] 2 All ER 929 (9th May, 2001); v. A.C.L. DAVIES-J.R. WILLIAMS, *Proportionality in English Law*, in *The Judge and the Proportionate Use of Discretion: A Comparative Study*, S. RANCHORDÁS-B. DE WAARD (edd.), Routledge, London, 2016, p. 83.

¹¹ Con il Trattato di Maastricht del 1992 il principio di proporzionalità venne inserito all'art. 3 B (poi art. 5 TCE), e si riferiva all'attività delle istituzioni comunitarie. Il Trattato di Amsterdam del 1997 dedica ai principi di sussidiarietà e proporzionalità un protocollo; la disposizione è un calco dell'art. 3 B, ma espressamente estende l'obbligo di rispettare il principio a «*ciascuna istituzione*». Il protocollo (ora Protocollo n. 2) è stato ripreso dal Trattato di Lisbona del 2007.

¹² Per limitarsi a qualche esempio relativo agli argomenti qui trattati, il TUB prescrive che la Banca d'Italia nell'esercizio dei poteri conferitile rispetti il principio di proporzionalità agli artt. 26, comma 3 (*Esponenti aziendali*), 108, comma 6 (*Vigilanza sugli intermediari finanziari*), 112-bis, comma 6 (*Organismo per la tenuta dell'elenco dei confidi*) e 128-terdecies (*Vigilanza sull'Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi*). In tre dei quattro casi è univocamente chiarita la ragione per la quale il principio è invocato. Sottolinea come la precisazione degli scopi legali si presenti quale condizione per l'effettività del principio di proporzionalità, F. TRIMARCHI BANFI, *Canone di proporzione e test di proporzionalità nel diritto amministrativo*, in *Dir. proc. amm.*, 2016, p. 366 ss.

¹³ F. DI PORTO, *Regolazione, principio di proporzionalità e scienza cognitive*, in *Federalismi.it*, 2018, 4, p. 7 elenca numerosi esempi alla n. (29).

tive dell'Unione potrebbero indicare che così non sempre avviene nella quotidiana realtà¹⁴. È possibile che il principio sia stato elevato al rango costituzionale (nell'Unione) per la diffidenza dei politici verso i tecnocrati che inevitabilmente dominano in una istituzione afflitta da un *deficit* di democrazia¹⁵.

Il principio di proporzionalità incarna soprattutto un criterio di efficienza economica: l'allocazione di risorse scarse (nel senso impiegato dagli economisti) e costose, ovvero – per esempio – il capitale dell'intermediario bancario e finanziario, deve essere indirizzato alle priorità funzionali del soggetto e qualsiasi assetto regolamentare che obblighi a spese non proporzionate al risultato, un aspetto «*potentially associated with one-size-fits-all solution*»¹⁶, costituisce una compressione ingiustificata dell'iniziativa economica. Infine, il principio di proporzionalità è strumento per evitare, o almeno minimizzare, le barriere economiche all'entrata. Se qualunque banchetta di paese dovesse rispettare tutte le regole che sono previste per i campioni nazionali del credito nessuno potrebbe gestire, e tantomeno aprire, altro che banche di grandi dimensioni. Peraltro investimenti di carattere regolatorio non soggetti alla regola di proporzionalità, essendo un fattore che non cresce linearmente con la crescita dimensionale dell'impresa, divengono un fattore che ha impatto sulla concorrenza, in quanto consentono di realizzare economie di scala, e in settori che "impongono" una certa redditività l'argomento non è irrilevante¹⁷.

Da opposto punto di vista il costo della regolazione imposta ai maggiori intermediari si configura come una tassa pigouviana¹⁸ nel senso che il costo della *compliance* non è solo un gradino tale da imporre una dimensione minima, ma è anche un mezzo offerto al supervisore per incentivare gli intermediari più complessi a perseguire la propria semplificazione, dismettendo le attività che provocano una crescita nel costo della *compliance*.

3. Una digressione su assetti alternativi

Prima di entrare nel merito, si deve rapidamente ricordare che *one size fits all* non è il solo principio che si può porre in regime di alternatività a quello di proporzionalità e infatti esistono casi nei quali l'alternativa è «*comply or explain*»: tipicamente il bilancio delle imprese è un modello uguale per tutte

¹⁴ Il più recente esempio, non dannoso, ma la cui utilità non è immediatamente evidente, è la c.d. DAFI (*Deployment of Alternative Fuels Infrastructure*) Direttiva 2014/94/UE del 22 ottobre 2014, entrata in vigore il 12 ottobre 2018, che, all'art. 7 prevede schemi di etichettatura per i carburanti venduti nelle stazioni di rifornimento.

¹⁵ H.J. BLANKE-R. BOETTNER, *The Democratic Deficit in the (Economic) Governance of the European Union*, in *Common European Legal Thinking: Essays in Honour of Albrecht Weber*, H.J. BLANKE-P. CRUZ VILLALÓN-T. KLEIN, J. ZILLER (edd.), Springer, Heidelberg, 2015, p. 243.

¹⁶ C.R. SUNSTEIN, *Five Reasons for Choice-Preserving Approaches*, *Harv. L. R.* (127) 2017, p. 210.

¹⁷ Il riferimento è alla necessità per intermediari finanziari e banche di rispettare obblighi relativi al patrimonio ben più stringenti rispetto alle regole di diritto comune sull'integrità del capitale delle società alla circostanza che le conseguenze di una carenza di capitale innescano una spirale negativa nella gestione dell'intermediario. Il godere (in ipotesi) di un vantaggio competitivo di origine legale consentirebbe agli operatori maggiori accumulare capitale in modo più che proporzionale rispetto agli operatori minori.

¹⁸ A.M. LEVINE-J.C. MACEY, *Dodd-Frank is a Pigouvian Regulation*, in *Yale L. J.*, (127) 2018, p. 1336.

(*one-size-fits-all*)¹⁹ e, quindi, ciascuna non è tenuta a spiegare una serie di scelte operate nella redazione del documento, ma in caso la singola impresa intenda discostarsi dalla regola (*comply*) deve darne conto e offrire una motivazione (*explain*): l'esempio più ovvio è l'art. 2423-*bis*, comma 2, c.c. che obbliga a fornire in nota integrativa una serie di motivazioni e informazioni per il caso di deroga ai criteri di valutazione tra un esercizio e l'altro, per tacere del caso – storico – delle «speciali ragioni» che consentivano la deroga alle valutazioni di bilancio secondo l'art. 2425 c.c. nel testo precedente la novella del 1991²⁰.

In astratto esiste anche una differente configurazione di interessi, discussa da decenni dalla dottrina principalmente negli Stati Uniti²¹, nella quale si ipotizza di diversificare le regole («*personalize*») applicabili a relazioni giuridicamente rilevanti, in dipendenza da specifiche caratteristiche di almeno una delle parti, che sono applicabili in mancanza di scelta esplicita di una diversa clausola²². La diversità rispetto alle norme derogabili note al nostro ordinamento è che la norma applicabile automaticamente per noi è una, laddove nel sistema discusso si avrebbero molteplici regole, ciascuna applicabile a un insieme di consociati. Come è stato osservato il dibattito si è sviluppato lentamente ha solo di recente trovato un inquadramento sistematico anche perché le limitazioni tecnologiche «*would have rendered our approach wildly unrealistic*» e il punto è ritenuto oggi superabile grazie alla rivoluzione portata da *Big Data*²³, innovazione tecnologica e rivoluzione di parametri interpretativi che obbliga tutti gli autori a esaminare profili di preoccupazione connessi alla *privacy*, essenzialmente minimizzando il problema²⁴.

L'evoluzione ha portato a indentificare come area applicativa delle regole personalizzate la protezione contrattuale della parte più debole, variandola secondo le caratteristiche, bisogni e disponibilità economiche per pagare il costo della protezione, ipotizzando che «*one-size-fit-all rules are too weak for some end too strong for others*»²⁵. Viene subito alla mente il sistema di prote-

¹⁹ A stretto rigore il bilancio è un caso di regole uguali per tutti quanto ai principi valutativi delle varie poste e nel modello redazione, tassativo, ma presenta profili di proporzionalità con riferimento ai singoli documenti che devono essere predisposti e infatti sono previste alcune semplificazioni per le imprese che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435-*bis* c.c.) e per le micro-imprese (art. 2435-*ter* c.c.).

²⁰ Della lunga polemica citiamo solo i contributi di P.G. JAEGER, *Deroghe alle valutazioni legali di bilancio in presenza di speciali ragioni* (art. 2425, ult. cpv., c.c.), in *Giur. comm.*, 1974, I, p. 3; F. FENGLI, *Note sull'art. 2425 ultimo comma*, in *Riv. soc.*, 1974, p. 66; G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio di esercizio*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, p. 137 e P. FERRO LUZZI, *Deroghe ai criteri di valutazione e rivalutazione*, in *Giur. comm.*, 1981, I, p. 5.

²¹ A partire da I. AYRES, *Preliminary Thoughts on Optimal Tailoring of Contractual Rules*, in *S. Cal. Interdisc. L.J.*, (3) 1993, p. 1.

²² C. R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, in *U. Pa. L. Rev.*, (162) 2013, p. 1.

²³ A. PORAT-L.J. STRAHILEVITZ, *Personalizing Default Rules and Disclosure with Big Data*, in *Mich. L. Rev.*, (112) 2014, p. 1476.

²⁴ Si nota che gli studiosi di matrice europea sono i più sensibile alle gravi preoccupazioni che questa diffusione di dati solleva: C. BUSCH-A. DE FRANCESCHI, *Granular Legal Norms: Big Data and the Personalization of Private Law* in V. MAK-E. TJONG TJIN TAI AND-A. BERLEE (edd), *Research Handbook on Data Science and Law*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, Ma., 2018, p. 408; C. BUSCH, *Implementing Personalized Law: Personalized Disclosures in Consumer Law and Privacy Law*, in *U. Chi. L. Rev.*, (86) 2019, in corso di pubblicazione, scaricabile a: <https://ssrn.com/abstract=3181913>.

²⁵ O. BEN-SHAHAR-A. PORAT, *Personalizing Mandatory Rules in Contract Law*, in *U. Chi. L. Rev.*, (86) 2019, in corso di pubblicazione, scaricabile a <https://ssrn.com/abstract=3184095>.

zione della clientela nel mercato mobiliare, che prevede tutele crescenti per la controparte dell'intermediario: deboli per i clienti professionali, forti per gli altri, con la possibilità che un cliente non professionale, passato un vaglio in parte oggettivo possa essere trattato come un cliente professionale²⁶. L'ipotesi è stata studiata anche con riferimento alla responsabilità civile²⁷, al diritto delle successioni e del lavoro²⁸ ed è stato riconosciuto che il sistema, costoso, si pone in termini simili all'alternativa tra regole e *standard*, vedendo che l'alternativa tra regole (derogabili) uniformi e granulari si pone in termini di vantaggio comparativo, dovendo scegliere tra certezza e accuratezza²⁹.

La digressione, intesa a indicare che l'alternativa tra i termini dati non è certo binaria, deve concludersi ponendo mente alle specificità dei casi qui in esame. La banca e l'intermediario finanziario operano in condizione di concorrenza con altri operatori e quindi le regole di struttura e di comportamento possono essere applicate in modo differenziato, ma non granulare, e devono essere omogenee per tutti gli appartenenti alla categoria al fine garantire che il campo di gioco sia livellato. Inoltre la logica delle regole personalizzate è di fornire regole derogabili molto specificamente tagliate per ciascun insieme omogeneo di attori, e di consentire una scelta diversa. I casi dei quali qui si discorre sono tutti governati da regole imperative: l'intermediario può collocarsi – a volte – in un campo o in un altro, ma operata la scelta non dispone di ulteriori margini di scelta.

Come anticipato, passeremo in rassegna alcuni esempi di fattispecie nelle quali viene usata la regola *one-size-fits-all* e altri retti dal principio di proporzionalità, tratti dalla normativa in materia bancaria³⁰ e del mercato mobiliare, per poi verificare se l'applicazione quotidiana sia coerente alla regola enunciata.

4. Il passaggio da *One-Size-Fits-All* al principio di proporzionalità nel sistema bancario internazionale

One-size-fits-all è uno slogan che si impone e gode di notorietà nel modo della regolazione, primariamente bancaria, grazie alla prima tornata di regole di Basilea nel 1988, considerando il *Concordat* del 1975³¹, e sue revisioni, come un grado zero della regolazione bancaria internazionale. Il passaggio dalla vigilanza strutturale, ossia dalla babele delle regolazioni nazionali, in larga maggioranza incardinate in diversi paesi (USA e Italia, per esempio, ma non Germania) su principi di specializzazione delle banche nell'erogazione del credito, di diversificazione dei soggetti e di limitata "competenza" territoriale³², alla vigilanza pru-

²⁶ Per i dettagli, v. art. 61, Regolamento Intermediari adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 e, *ivi*, Allegato n. 3 – Clienti professionali privati.

²⁷ O. BEN-SHAHAR-A. PORAT, *Personalizing Negligence Law*, in *N.Y.U. L. Rev.*, (91) 2016, p. 627.

²⁸ I due ultimi settori difficilmente potrebbero essere presi in considerazione per la creazione di un sistema di norme personalizzate in Europa, stanti i diversi impianti concettuali degli ordinamenti, in queste aree del diritto, rispetto agli Stati Uniti e in considerazione delle numerose norme imperative che affollano il diritto successorio e quello del lavoro.

²⁹ A. PORAT-L.J. STRAHILEVITZ, *Personalizing Default Rules*, cit., p. 1477.

³⁰ Esempi diversi, sempre relativi alla normativa bancaria, che tendono a dimostrare la stessa tesi qui sostenuta in G. GRECO, *One Size Fits All, il cannone e la mosca*, in corso di pubblicazione su *Dir. banc.*

³¹ <https://www.bis.org/publ/bcbs00a.pdf>.

³² Negli USA, quanto alla divisione funzionale, il *Glass-Steagall Act* del 1933 obbligava le

denziale avviene imponendo regole uniformi sulla quantità di capitale che l'intermediario deve detenere, consentendo la più ampia scelta degli impieghi attraverso un semplice schema che definisce la ponderazione in base a ipotesi di rischio date dallo statuto del prestatore (Stato sovrano o *supra-national*, banca, impresa), lo Stato nel quale opera (OCSE oppure non-OCSE) o il tipo di garanzia ottenuta. Il sistema è semplice, poco costoso, flessibile e funziona benissimo in un sistema che si avvia a generalizzare l'adozione della banca universale³³. Ovviamente consente alla singola banca di operare arbitraggi³⁴, ma il sistema in generale funziona, può essere impiegato in ogni tipo di banca e costituisce un modo per *level the playing field*, peraltro considerando il solo rischio di credito.

L'arrivo di tutte le successive ondate regolatorie, note come Basilea II e via crescendo di ordinale, porta a considerare altre variabili (rischio di tasso e di cambio, per esempio), a concepire regole organizzative di complessità sempre maggiore e regole di adeguatezza patrimoniale correlate alla valutazione del rischio più articolate di quanto fosse la matrice di Basilea I. Le valutazioni possono addirittura essere effettuate dal singolo intermediario e sono basate su modelli matematici che pochi sono in grado di capire e di verificare e talvol-

banche a scegliere tra l'erogazione del credito e la sottoscrizione di titoli. In sintesi, la *Sec. 20* proibiva alle banche partecipanti al sistema della Federal Reserve di avere relazione con qualsiasi soggetto «*engaged principally*» nell'emissione o collocamento di ciò che oggi chiameremmo strumenti finanziari. La *Sec. 16* vietava alle banche nazionali (ossia costituite sulla base di una legge federale, in opposizione a quelle statali) di svolgere attività di collocamento dei titoli e, di converso, la *Sec. 21* rendeva illegale per chi svolgeva le attività indicate nella *Sec. 20* svolgere anche l'attività di ricevere depositi in denaro. Infine la *Sec. 32* poneva l'incompatibilità tra l'essere amministratore o dipendente delle banche partecipanti al sistema della Fed e l'esserlo per le società che esercitavano le attività elencate nella *Sec. 20*. Quanto alle limitazioni territoriali, il *McFadden Act* del 25 febbraio 1927 (12 U.S.C. § 36(c)) concedeva alle banche nazionali di aprire filiali secondo le medesime regole previste per le banche statali e proibiva esplicitamente lo *interstate branch banking*, ossia l'apertura di filiali in altri stati. Tuttavia una *holding company* poteva acquistare banche in vari luoghi e ottenere un risultato equivalente: per chiudere il *loophole* il *Bank Holding Company Act* del 1956 (12 U.S.C. § 1841, *et seq.*) sottopose a limitazioni e controlli chi aveva costituito *holding* per possedere insieme banche e attività non bancarie. I cardini del sistema erano che (i) la costituzione di una *holding* era soggetta all'approvazione del *Board of Governors* della Federal Reserve, (ii) ai soggetti già esistenti fu proibito di acquisire attività non bancarie in numerosi settori e (iii) chi aveva sede in uno stato non poteva acquistare una banca in altro stato. Come è noto il punto di arrivo delle (numerose) leggi sul credito è il *Gramm-Leach-Bliley Act*, del 1999.

Dando per noto il sistema italiano disegnato dalla legge bancaria del 1936, in Germania il *Kreditwesengesetz-KWG* del 5 dicembre 1934, poi sostituito dal *Gesetz über das Kreditwesen* del 10 luglio 1961, preveda il mantenimento della banca universale e un sistema per il quale (i) si imponeva una riserva di liquidità, (ii) un tetto agli investimenti in titoli a breve, (iii) l'obbligo di impiegare in attività a medio-lunga scadenza la raccolta avvenuta attraverso depositi a risparmio e (iv) norme sulla concentrazione dei rischi e sulla diversificazione degli impieghi nei vari settori economici.

³³ Nella Comunità Europea l'atto con cui il sistema legale si aprì all'adozione generalizzata del modello di banca universale può essere identificato nella Seconda Direttiva bancaria (89/646/EEC), la quale in allegato elenca un'ampia serie di attività che possono essere svolte dall'ente, tutte quelle tipicamente svolte da una banca universale. Sul punto da ultimo M. DE POLI, *European Banking Law*, Wolters Kluwer/Cedam, Padova, 2017, p. 82. Peraltro già la Prima Direttiva del 12 dicembre 1977 (77/780/CEE), di poco precedente, all'ottavo considerando ipotizza «*un unico e solo regime di vigilanza*» e prende atto della necessità che la direttiva «*possa essere differita per taluni gruppi o tipi di enti creditizi per cui l'applicazione immediata della stessa potrebbe sollevare problemi di carattere tecnico*», aprendo la via alla banca universale. Negli Stati Uniti l'atto che, dopo una notevole serie di modifiche legislative chiude l'epoca aperta dal noto *Glass-Steagall Act 1933* è il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999, con il quale anche negli Stati Uniti la banca universale trova legittimità. Sul punto E. BANI, *Regolazione strutturale contro regolazione prudenziale: gli insegnamenti della crisi*, Giappichelli, Torino, 2012, pp. 19-21.

³⁴ Il mutuo garantito da ipoteca sulla casa "pesava" il 50%, il finanziamento all'impresa, grande o piccola, il 100%, aspetto che ha distorto le scelte dei prestatori.

ta su serie storiche inadeguate, perché inevitabilmente brevi: i derivati esistono solo dagli anni Novanta, per esempio, i derivati di credito da meno ancora.

Per diretta conseguenza della crescente complessità il sistema deve rinunciare al modello *one-size-fits-all* e si provvede a far nascere l'opzione, che l'intermediario bancario può esercitare, di scegliere uno tra vari gruppi di regole, tale che sia congruente con la propria dimensione, complessità, tipologia operativa, disponibilità di spesa.

A un dipresso lo scambio (il *trade-off*) è: chi può spendere per impiantare un sistema complesso e dispone delle risorse, sia umane che economiche, per gestirlo in modo affidabile potrà misurare con maggiore accuratezza i rischi e quindi l'assorbimento di capitale; per l'effetto la miglior capacità di previsione porterà a una richiesta di un patrimonio di vigilanza più contenuta rispetto a quello necessario ricorrendo al calcolo secondo i metodi semplificati. Chi non voglia o non possa incamminarsi su un sentiero difficile potrà evitare spese e investimenti, ma la sua necessità di capitale sarà superiore.

La Grande Recessione, tra i suoi numerosi effetti, ha dimostrato (e qui è necessario semplificare) che i modelli di valutazione del rischio sono lungi dall'essere affidabili nelle situazioni estreme, ovvero quando in effetti sarebbero più utili³⁵. Il modello più noto di valutazione del rischio, il VaR (*Value at Risk*) predice con una certa accuratezza il rischio di mercato associato a uno strumento (o prodotto) finanziario e indica la probabilità di perdita massima potenziale, in condizioni di mercato normali, tenendo conto sia di uno specifico orizzonte temporale che di un predefinito intervallo di confidenza, usualmente il 95 o il 99%. I punti deboli del sistema, come *ex post* chiunque è in grado di affermare, sono almeno due e si può partire dalla constatazione che l'utilità della predizione deriva dall'operare nei casi estremi (il 5% o l'1% che costituisce il complemento a uno delle probabilità). Un po' più tecnica è la considerazione che a partire dagli anni Settanta del secolo scorso il rischio di un titolo è stato calcolato considerando la sua volatilità, che è un concetto diverso e non incorpora una serie di fattori³⁶. Più in generale l'impiego di formule via via più complesse ha avuto per effetto di introdurre un maggior numero di variabili e, quindi, di possibilità di errore, cullati dalla "sicurezza" di avere impiegato un metodo "scientifico"³⁷.

L'esito, noto, è stato di aggiungere strati di regolazione³⁸ e la complessità raggiunta ha obbligato il sistema a percorrere la strada del principio di proporzionalità. Si potrebbe leggere il principio di proporzionalità come un caso particolare del principio di uguaglianza: se situazioni uguali, o almeno omogenee, devono essere trattate su un piede di parità, allora situazioni diverse o disomogenee richiedono un diverso trattamento.

³⁵ FSA, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, London, March 2009, p. 22.

³⁶ Per estremizzare, possiamo immaginare il caso in cui un'obbligazione sia detenuta da pochi investitori, con pochi scambi e con una bassa volatilità. Il VaR rileva un basso rischio, ma così non è nella realtà, poiché ove uno dei detentori dovesse vendere la inesistente liquidità – rischio che non entra nella definizione del VaR – farebbe crollare il prezzo del titolo.

³⁷ Gli esiti dati dall'applicazione del metodo hanno consentito a investitori di diversa scuola, i seguaci del *value investing*, teorizzato da B. GRAHAM-D. DODD, *Security analysis*, Mc Graw – Hill, New York, 1934, di ripetere la considerazione del filosofo C. Read, spesso attribuita a J.M. Keynes che *it's better to be approximately right than exactly wrong*.

³⁸ In questa tornata non vi è stata una emanazione di provvedimenti sul modello delle grida manzoniane, o del *Bubble Act* (R. HARRIS, *The Bubble Act of 1720*, in *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, Oxford University Press, Oxford, 2003, v. I, p. 294), di almeno formale repressione del comportamento illecito.

Per uscire dai problemi portati dalla Grande Recessione sono state suggerite varie strade, tra le quali due certamente incorporano il ricorso al principio di proporzionalità. La via britannica verso il *ring-fencing* prevede, sotto l'aspetto strutturale, la distinzione tra la banca ordinaria e l'attività di *investment banking*³⁹ e regole diverse in materia di supervisione e gestione, così come un progetto dell'Unione Europea prevedeva una divisione per attività all'interno del gruppo creditizio⁴⁰.

Una prima reazione della comunità internazionale fu l'elaborazione da parte del Financial Stability Board di un quadro regolatorio per gestire il rischio sistemico e il rischio derivante dal *moral hazard* connesso ai SIFI (*Systemically Important Financial Institutions*)⁴¹. Negli Stati Uniti il *Dodd-Frank Act 2010* declina il concetto imponendo le norme più complesse alle istituzioni finanziarie che detengano *asset* per almeno 50 miliardi di dollari⁴². Passato il momento di reazione alla crisi, è parso che il livello di differenziazione dei regimi si ponesse a un livello troppo basso e un provvedimento normativo del 2018, colloquialmente noto come *Dodd-Frank Reform Act*⁴³, eleva la soglia a 250 miliardi di dollari e le banche sotto il limite non devono sottoporsi agli *stress test* e preparare i *living will*.

Come è ben noto, la versione comunitaria⁴⁴ pone il *discrimen* a 30 miliardi di euro⁴⁵.

Il principio *one size fits all* è abbandonato, perché concettualmente è legato in modo inestricabile all'esistenza di un modello normativo che imponga una struttura operativa semplice e, si potrebbe aggiungere, poco costosa. E si deve riconoscere, estremizzando, che la banca di credito cooperativo di Monteriggioni⁴⁶ non può essere governata dalle stesse regole alle quali soggiace Citi, non solo sotto il profilo delle dimensioni dell'attività, e della loro derivata pri-

³⁹ Il nucleo del Progetto deriva dalla relazione della c.d. *Vickers Commission: Independent Commission on Banking, Final Report – Recommendations*, London, September 2011. Oggi la separazione opera grazie al *Financial Services (Banking Reform) Act 2013* del 18 dicembre 2013, sul quale: M. LEHMANN, *Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities: Comparison of Structural Reform Acts Around the World*, LSE Law, Society and Economy Working Papers 25/2014, London, pp. 10-12; S. KOROTANA, *The Financial Services (Banking Reform) Act 2013: Smart Regulatory Regime?*, in *Statute Law Rev.*, 2016.

⁴⁰ Il c.d. Liikanen Group produsse lo *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Bruxelles, 2 ottobre 2012.

⁴¹ FSB, *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions*, Basile, 11 November 2010, seguito da *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, 4 November 2011 e infine da *Progress and Next Steps Towards Ending "Too-Big-To-Fail" (TBTF)*, 2 September 2013.

⁴² M. LABONTE-D.W. PERKINS, *Bank Systemic Risk Regulation: The \$50 Billion Threshold in the Dodd-Frank Act*, Congressional Research Service, Washington, DC, December 6, 2017.

⁴³ *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* del 24 maggio 2018, sul quale A. GIANNELLI, *La riforma del Dodd-Frank Act del maggio 2018*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1174.

⁴⁴ Art. 6 (4) del Regolamento (UE) n. 1024/2013 (RMVU, Regolamento del Meccanismo di Vigilanza Unica).

⁴⁵ Le tre condizioni al verificarsi di una delle quali l'istituzione è considerata significativa sono: i) il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di EUR; ii) il rapporto tra le attività totali e il PIL dello Stato membro partecipante in cui sono stabiliti supera il 20 %, a meno che il valore totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi di EUR; iii) in seguito alla notifica dell'autorità nazionale competente secondo cui tale ente riveste un'importanza significativa con riguardo all'economia nazionale, la BCE decide di confermare tale significatività sulla scorta di una sua valutazione approfondita, compreso lo stato patrimoniale, dell'ente creditizio in questione.

⁴⁶ La BCC di Monteriggioni esisteva fino al 2010, oggi è parte della più ampia cooperativa ChiantiBanca, nata da una fusione e che ha aggregato numerose realtà locali.

ma che è costituita dalla complessità amministrativa e gestionale, ma soprattutto per la diversa natura, rischiosità e opacità degli impieghi e delle attività. Di fatto, tuttavia, le regole che oggi chiamiamo come Basilea “n”, nate per una applicazione alle banche attive sul piano internazionale o rilevanti sul piano sistemico, per cosciente ed esplicita scelta del legislatore comunitario, oggi in parte si applicano a qualsiasi operatore, con l’effetto che la regola di proporzionalità è più rispettata con riferimento ai requisiti di capitale, in termini di valore, che con riferimento a sistemi di calcolo del fabbisogno, che anche nel modello semplificato sono completamente diversi dall’intuitivo regime originario⁴⁷.

L’ultimo tentativo di proporre un metodo semplice, relativamente poco costoso, adatto a tutte le stagioni è ormai del 2012 ed è costituito dal famoso discorso di Haldane a Jackson Hole, quando proponeva di abbandonare la strada di Basilea e ripiegare sul più semplice e meno costoso impiego del *leverage ratio* come sistema di controllo dell’attività. La tesi, in breve, era che un esame svolto (*ex post*) su un campione di cento banche, le quali nel 2006 avevano ciascuna impieghi per almeno cento miliardi di dollari, quindi strutture ampie e complesse, sembrava confermare che il metodo originale di Basilea – un metodo basato sul *leverage ratio* con impieghi ponderati e nessuna valutazione all’interno di ciascuna classe di ponderazione, ossia senza tener conto della granularità dei componenti in ciascuna classe di rischio – è pari o superiore nel predire le insolvenze rispetto alle regole più moderne e sofisticate che impiegano i *capital ratios*, imponendo un costo considerevolmente superiore⁴⁸. Il *leverage ratio* entrerà poi nella regolamentazione, ma costituirà uno strato aggiuntivo all’esistente, non il cuore del modello, come proponeva Haldane.

5. La regola di proporzionalità nella *governance* bancaria italiana

Rimanendo nell’area della banca consideriamo la sua *governance*⁴⁹. Le disposizioni di vigilanza della Banca d’Italia⁵⁰ prevedono tre livelli di *governance* differenziati, per rispondere a possibili diverse strutture operative e dimensionali della impresa gestita. La regola di allocazione in una delle tre caselle in prima battuta è dimensionale, quindi oggettiva, ed è basata sugli attivi⁵¹; tutta-

⁴⁷ Un ampio e dettagliato resoconto delle vicende in A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Cacucci, Bari, 3028, pp. 26-76.

⁴⁸ A. HALDANE-V. MADOUROS, *The Dog and the Frisbee*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City economic policy symposium on *The Changing Policy Landscape*, 2012, p. 13. Analogo suggerimento proveniva da un rapporto redatto a caldo: FSA *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, London, March 2009, p. 67.

⁴⁹ La materia del governo societario nasce in sede comunitaria con la Seconda direttiva (1989/646/CE). Sulle normative succedutesi sia a livello nazionale che comunitario v. A. DE PRA, *Il nuovo governo societario delle banche*, in *NLCC*, 2013, pp. 525-529.

⁵⁰ *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, alle quali l’Aggiornamento del 6 maggio 2014 nella Parte Prima ha inserito un nuovo Titolo IV “Governo societario, controlli interni, gestione dei rischi” con il Cap. 1 “Governo societario”.

⁵¹ Ai fini dell’applicazione delle disposizioni in parola si *presumono*: a) banche di maggiori dimensioni o complessità operativa le banche considerate significative ai sensi dell’art. 6(4) del Regolamento (UE) n. 1024/2013 e le banche quotate; b) banche intermedie quelle con un attivo

via se la banca ritiene che i criteri dimensionali non siano sufficientemente significativi per l'attribuzione a una delle tre categorie, vengono in rilievo alcuni criteri qualitativi. Di fatto poi la lettura del testo porta a comprendere che, forse inevitabilmente, la scelta di adottare un modello più complesso non deve essere spiegata, mentre quella di adottare un modello più "basso" deve essere giustificata e, dipendendo la scelta anche dalla dialettica con il regolatore, è ovvio che la tendenza sarà verso la scelta del modello più elevato, soluzione certamente gradita dal regolatore, la cui preferenza non può che indirizzarsi verso il modello più complesso e, in ipotesi, più protettivo nei riguardi dell'impresa, anche ove sia forse eccessivo nel caso concreto.

Il ruolo della vigilanza nel dissesto di una banca è sempre delicato⁵². Aver consentito l'adozione di un modello di grado due o tre per la gestione dell'impresa e (quindi) dei suoi rischi, per il noto fallace ragionamento *post hoc, propter hoc* prova che l'adozione del modello più semplice è all'origine del dissesto. In fondo, con una analogia di non certissima tenuta, possiamo ricordare che la *light touch regulation*, pensiamo a quella svolta dalla FSA in UK, ha prodotto guasti incommensurabili⁵³ e quindi un pizzico sano scetticismo non pare completamente fuor di luogo.

Non esiste, mancando una reale controprova (salvo i casi estremi, si vedano le situazioni nelle quali sono stati commessi fatti penalmente rilevanti), alcun metodo per correlare in modo affidabile e oggettivo il livello di sofisticazione del modello gestionale con il rischio assunto nella gestione dell'impresa e, in definitiva, con il suo risultato.

La soluzione più efficiente (nel senso che assicura sicurezza) nella prospettiva del regolatore è quella di offrire sul piano regolamentare soluzioni proporzionali, in regime di opzione, e chiedere a tutti gli operatori di adottare il modello più complesso. L'apparenza mostra una adesione al principio di proporzionalità, ma l'applicazione conduce a *one size fits all*.

compreso tra i 3,5 miliardi e i 30 miliardi di euro; c) banche di minori dimensioni o complessità operativa quelle il cui attivo è pari o inferiore a 3,5 miliardi di euro.

⁵² Sarebbe degno di considerazione il fatto che le carenze in tema di *governance* sono comunemente considerate «una delle cause della crisi finanziaria», non solo dai commentatori, ma anche da esponenti delle varie autorità (v. di recente D. BOUZEMARENE, *L'evoluzione della regolamentazione europea in materia di governance delle banche: dalla CRD IV alle guidelines EBA*, in *Banca Impresa Società*, 2016, p. 3), ma non si esamina poi il ruolo del mancato controllo, se non in forza di un mandato di legge almeno come *moral suasion*, delle autorità di vigilanza dell'epoca. In alcuni casi (la Fed attraverso il *Dodd-Frank Act*) le autorità centrali hanno addirittura ricevuto più poteri dopo la crisi e solo nel Regno Unito è stato radicalmente rivisto il modello regolatorio e di vigilanza. Il recente libro di E.A. POSNER, *Last Resort: The Financial Crisis and the Future of Bailouts*, University of Chicago Press, Chicago, 2018, che guarda essenzialmente agli Stati Uniti, afferma che la Fed e altre agenzie federali violarono la legge e lo fecero a buon titolo (sulla base del principio *salus rei publicae suprema lex*) e ciò di cui il sistema avrebbe bisogno è che i poteri del prestatore di ultima istanza non siano limitati, in vista dei futuri *bailout* che sicuramente dovranno essere affrontati. Si può convenirne o meno, ma è singolare che non ponga il tema dell'*accountability*, per tacere della responsabilità, e del resto nessuno tratta *ex professo* l'argomento.

⁵³ RBS, sulla cui vicenda v. I. FRASER, *Shredded. Inside RBS, the Bank That Broke Britain*, Birlinn, Edinburgh, 2014; FSA, *The failure of the Royal Bank of Scotland*, London, December 2011, e Lloyds Banking Group, sul quale I. FALLON, *Black Horse Ride: The Inside Story of Lloyds and the Banking Crisis*, Biteback, London, 2015. FSA, nata in forza del *Financial Services and Markets Act 2000*, nel collasso di Northern Rock non ha avuto un ruolo centrale, posto che la trasformazione in banca della Northern Rock Building Society avvenne nel 1997 e quindi la validazione di un discutibile modello di *funding* non fu opera sua; cfr. H.S. SHIN, *Reflections on Northern Rock: The bank run that heralded the global financial crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2009, 23(1), p. 101, e B. BORTOLOTTI-H.S. SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, p. 79.

Le controindicazioni di natura concorrenziale sono modeste, perché tutti gli appartenenti al segmento più leggero, così come tutti quelli appartenenti al segmento medio, sono spinti verso il modello più alto e costoso. Il problema concorrenziale si porrebbe in caso di diverso atteggiamento dei regolatori stranieri, ove banche straniere operassero in Italia o laddove le banche italiane operassero all'estero. In realtà le banche operano all'estero per lo più attraverso società soggette alla legge del Paese ospite, quindi rispettano le regole locali e il problema di concorrenza si pone ancora entro limiti modesti, ma l'integrazione in corso, quantomeno nell'area europea, pone il problema entro l'orizzonte.

Tornando al punto di partenza, la Circolare 285 prevede che la Banca d'Italia «*valuta l'adeguatezza delle soluzioni organizzative e di governo societario adottate*», ossia esattamente ciò che ci si aspetta dalla Vigilanza, ma le valuta «*avendo riguardo all'attuazione piena e sostanziale delle presenti disposizioni e alle finalità che esse intendono conseguire*», adottando un criterio teleologico che, in astratto, non consente al soggetto di prevedere *ex ante* la posizione del supervisore, aspetto che non può non destare qualche preoccupazione. È forse il caso di porre mente al fatto che alle banche è richiesto di condurre valutazioni sulla loro appartenenza a uno dei tre livelli e di motivarle puntualmente e che poi quando la Banca d'Italia esamina le valutazioni condotte e le scelte operate dalle banche in applicazione del principio di proporzionalità può adottare provvedimenti specifici ai sensi degli artt. 53 e 67 TUB, che sono particolarmente intrusivi. Non è da motivare ulteriormente l'affermazione che la struttura della normativa secondaria eserciti una "pressione" verso l'alto.

6. Il mercato mobiliare, il principio *One-Size-Fits-All* e i FIA

Il segmento del risparmio gestito ha visto succedersi regimi differenti. Le varie direttive UCITS⁵⁴ hanno imposto un modello, i fondi c.d. armonizzati, omogeneo nell'area EU e, infatti, il settore del risparmio gestito è l'area più transnazionale nella galassia della triade assicurazione – banca – mercato mobiliare. Uno degli effetti che conseguono all'adozione del principio *one-size-fits-all*, oltre a rendere comparabili le offerte di fornitori diversi, è stato quello di imporre costi significativi e quindi il mercato si è organizzato in modo che è cresciuta la massa gestita da ciascun operatore o, se si preferisce, esiste oggi, e lo si può desumere dalla lettura dei dati sulla dimensione degli OICR aperti, una barriera all'entrata costituita da una soglia minima di masse gestite, per poter rendere economica l'operazione⁵⁵.

⁵⁴ Direttiva 1985/611/CEE (UCITS I); Direttiva 2001/107/CEE e Direttiva 2001/108/CEE (UCITS III); Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV), Direttiva 2014/91/UE (UCITS V), Direttiva 1993/6/CEE (CAD). Manca la direttiva UCITS II in quanto la proposta di modifica alla direttiva UCITS, effettivamente elaborata, (UCITS II), in presenza di dispute politiche tra alcuni Paesi membri fu abbandonata e la successiva modifica, lontana nel tempo, fu etichettata come UCITS III.

⁵⁵ Secondo i dati pubblicati da Assogestioni le masse amministrare raccolte da fondi aderenti all'associazione, quindi un campione molto rappresentativo, in Italia ad agosto 2018 erano 1.052.290 milioni di euro e dei 997.529 milioni di euro in gestione attraverso fondi aperti (i restanti 54.760 milioni di euro essendo in gestione attraverso fondi chiusi) sono suddivisi in 253.347 milioni di euro in fondi di diritto italiano (25,4%) e in 744.182 milioni di euro in fondi di diritto straniero

Dopo la crisi l'UE interviene sull'area, all'epoca lasciata alla discrezionalità nazionale, dei c.d. fondi alternativi (indicativamente i fondi immobiliari, di *private equity* ed *hedge*), imponendo loro una struttura regolatoria simile a quella alla quale soggiacciono i gestori di fondi UCITS⁵⁶, scelta che, per la verità, il nostro ordinamento aveva già compiuto all'alba degli anni '90, disegnando una struttura molto simile per i gestori di fondi aperti e di fondi chiusi. *One size fits all* dunque?

Nell'Italia fino all'arrivo della direttiva⁵⁷ sicuramente sì, il principio informava il sistema e si può serenamente dire che, a parte una serie di problemi sofferti dai fondi immobiliari, quasi certamente più per il tipo di bene che per difetti gestionali o di supervisione, il sistema ha mostrato criticità in rarissimi casi e la gestione della crisi è stata tale da non danneggiare gli investitori. Oggi, in effetti, l'assunto non è più del tutto vero. Per semplicità continuiamo a limitare il campo d'esame a casa nostra e ricordiamo che le norme attuative della direttiva AIFM rendono possibile, per gestori di fondi relativamente piccoli (c.d. sotto soglia), ricorrere a una struttura organizzativa semplificata, impiegando un capitale ridottissimo, scelta che parrebbe ispirata al principio di proporzionalità: il fondo riservato, soprattutto se è un *private equity* o un immobiliare, compie un numero limitatissimo di operazioni del ciclo investimento/disinvestimento durante la vita del fondo, non deve calcolare il NAV quotidianamente, non deve gestire, una volta raccolta la cifra prevista, nuove sottoscrizioni e non deve occuparsi dei rimborsi richiesti dai sottoscrittori (come invece accade nei fondi aperti, e quindi le attività di natura amministrativo-contabile, di *compliance* nonché di valutazione e gestione dei rischi sono relativamente semplici e si può pensare a un modello organizzativo più leggero di quello usuale.

Formalmente all'operatore è richiesto di limitare la sua attività sul piano del servizio, andando oltre la esclusività dell'oggetto⁵⁸ (è ammessa la sola la ge-

(74,6%) e i gruppi di gestori censiti (ad alcuni gruppi bancari appartiene più di un gestore) sono 57. Premesso che dividere il totale delle masse per il numero dei gruppi ha un valore informativo nullo, osserviamo che i primi 4 gruppi gestiscono circa 440.000 milioni di euro, quindi i successivi 53 ne gestiscono circa 557.000, con una media per ciascuno di essi di 10.510 milioni di euro (<http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,12539/2018-08-mappa-mensile-rg.pdf>). La varianza all'interno del campione è considerevole, quindi il dato non ha alcun valore scientifico, serve solo a indicare una tendenza.

⁵⁶ Nell'unico lavoro che tratta globalmente il tema degli OICR di area UCITS e di area AIFMD F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Egea, Milano, 2017, p. 7 vede tra le ragioni della «peculiare impostazione della Direttiva» sul piano storico: il ritardo accumulato nel processo di produzione normativa, dopo la crisi, non poteva procedere guardando alle singole categorie o forme di prodotti della gestione collettiva, dovendo «introdurre regole di armonizzazione idonee a tagliare trasversalmente l'intero settore», salvo quanto già regolato dalle varie direttive UCITS.

⁵⁷ Direttiva 2011/61/UE *Alternative Investment Fund Manager Directive* (c.d. AIFMD). Per una ricostruzione del sistema, dopo la direttiva, ma prima che fosse recepita, R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, cit., p. 383; dopo le modifiche conseguenti al recepimento della AIFMD il lavoro più ampio e articolato è R. D'APICE (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, il Mulino, Bologna, 2016, Un commento al TUF come modificato dalla direttiva in G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dall'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 388; M.L. PASSADOR, *La mano "visibile" del legislatore europeo: il risparmio gestito dalla AIFMD al TUF*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2016, p. 99 e V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi d'investimento alternativi*, in *NLCC*, 2015, p. 346.

⁵⁸ La tradizione italiana porta ad affiancare a un oggetto quanto più ampio possibile una elencazione di atti, funzionali al raggiungimento dell'oggetto, e parrebbe derivare dal fatto che l'art. 89, n. 2, cod. comm. richiedeva l'indicazione della «qualità e specie degli affari», non ripro-

stione collettiva del risparmio con riguardo a FIA riservati) e in termini di dimensione massima dei fondi gestiti (100 milioni di euro in caso di attività acquisite mediante la leva finanziaria, oppure 500 milioni di euro a condizione che i FIA non ricorrano alla leva finanziaria). I vantaggi per il gestore sono la necessità di dotarsi di un capitale risibile (50.000 €), ossia un po' meno della metà di quanto era richiesto nel 1977 per la costituzione di una S.p.A.⁵⁹, a fronte dei 500.000 euro imposti in caso di SGR che svolge esclusivamente l'attività di gestione di FIA chiusi riservati, e di ottenere alcune semplificazioni sia nel procedimento autorizzativo che poi nella gestione (una sola funzione di controllo e non tre). Nella realtà delle cose l'operatività quotidiana impone una certa complessità gestionale, seppur minore di quella richiesta agli operatori che non soffrono di limitazioni operative e sono gravati dall'osservanza di tutti gli obblighi. L'effetto del dover pagare costi di struttura ed effettuare investimenti e richiede la disponibilità di risorse ben diverse da quanto appare in prima istanza. Inoltre la SGR sotto soglia deve rispettare le regole sul patrimonio di vigilanza, senza sconti, ed essendo il calcolo fortemente correlato ai costi operativi il patrimonio iniziale è molto più vicino alla richiesta normale di capitale che a quanto formalmente richiesto per i gestori sotto soglia. L'effetto è che ciò gravemente lesiona l'effettività del principio di proporzionalità: la regola legale comunitaria⁶⁰ e nazionale⁶¹ consentirebbero di differenziare situazioni tra loro distanti, ma la regola amministrativa nazionale riduce la distanza tra i poli al punto da indurre l'operatore a considerare se rinunciare a un vantaggio più apparente che reale, liberandosi così dei limiti imposti alla sua operatività⁶².

dotta dal codice civile, mentre l'art. 122 cod. comm. che vietava agli amministratori di compiere «*altre operazioni che quelle specialmente menzionate nell'atto costitutivo*» avrebbe rafforzato la ragione dell'elenco (G. LA VILLA, *L'oggetto sociale*, Giuffrè, Milano, 1974, p. 175). Un effetto di trascinamento prodotto da queste prassi è ciò che, probabilmente, ha indotto il legislatore a prevedere qualcosa di simile nel definire d'oggetto sociale quando si verte nel caso di attività riservata. Alla SGR è attribuito il privilegio di operare protetta da una riserva di legge, non assoluta, nell'esercizio delle sue varie attività (art. 32-*quater* TUF) e, come previsto in tutti questi casi, il suo oggetto sociale consente di esplicitare solo le specifiche attività previste dalla legge (art. 33 TUF), nel solco di una lunga tradizione, nella quale si inseriscono le banche, le assicurazioni, le società di gestione dei fondi (antesignane delle SGR), le SIM, le società per la cartolarizzazione, gli intermediari finanziari ex art. 106 TUB e, per esempio tutti i nuovi soggetti regolati dal Titolo V e dal Titolo V-*bis* del TUB, che godono tutti di una riserva di legge nella prestazione del servizio e di converso sono obbligati all'esercizio di quella sola attività. Per una ricognizione della varie attività riservate e dei soggetti che le possono svolgere nel campo dei servizi di investimento M. MAGGIOLÒ, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, Giuffrè, Milano, 2012, p. 40. Il dubbio che le attività connesse e strumentali, così come la consulenza, siano attività estranee all'oggetto sociale richiede l'inserimento al secondo comma dell'art. 33 TUF di una lista delle attività accessorie.

⁵⁹ La legge 16 dicembre 1977, n. 904, nota come Pandolfi, aveva elevato l'ammontare minimo del capitale per le società per azioni dall'originario milione a duecento milioni di lire; sul punto si ricordano i commenti critici di E. SIMONETTO, *Il capitale sociale della S.P.A. a duecento milioni!*, in *Riv. soc.*, 1977, p. 1319.

⁶⁰ Direttiva 2011/61/UE, considerando (17), art. 3, comma 2.

⁶¹ Art. 35-*undecies* TUF.

⁶² I casi concreti sono per loro natura aneddotici e quindi privi di valore ai fini di una riflessione, ma forse in nota si possono menzionare i casi nei quali l'ispezione della Vigilanza ha preso atto dell'essere la SGR un operatore sotto soglia e non ha svolto alcun rilievo significativo sull'organizzazione nel verbale ispettivo, ma durante l'ispezione, pur riconoscendo che l'operatore sotto soglia non è tenuto a certi adempimenti, ha evidenziato agli esponenti aziendali come meglio sarebbe stato passare a un livello superiore, come nel caso dell'operatore sopra soglia.

7. Una visione più ampia

Una prima considerazione è che qualsiasi moderno documento di contenuto regolatorio paga un tributo formale⁶³ al principio di proporzionalità⁶⁴, ma la sola incertezza applicativa è una molla che spinge il soggetto regolato verso forme organizzative di rango superiore a quello per esso ipotizzabile.

In una prospettiva un po' più alta si potrebbe considerare che il principio di proporzionalità si deve applicare certamente alle norme sostanziali che regolano l'attività, ma ne dovrebbe derivare un modello condiviso di verifica sulla reale applicazione. In ambito bancario, invece, una recente indagine⁶⁵ indica che, dei 79 Paesi esaminati, 39 gestiscono ancora una ripartizione settoriale a triplice modalità e 23 hanno agenzie integrate (nove delle quali raddoppiano come autorità monetarie). Altri nove hanno due agenzie divise lungo linee settoriali, e otto hanno scelto un cosiddetto sistema *twin peaks*, con un'agenzia che gestisce la regolamentazione del mercato dei capitali e l'altra che controlla la condotta sul mercato e verso i clienti.

Questa diversità strutturale non garantisce coerenza nell'attuazione di *standard* che, in linea di principio, sono di applicazione mondiale, ma anche limitandoci al territorio dell'Unione Europea vediamo che, all'interno dell'area euro, in metà degli Stati Membri la supervisione si trova all'interno della banca centrale, laddove nell'altra metà, conseguentemente, i supervisori sono esterni. Un'applicazione coerente richiederebbe che il *Financial Stability Board* indicasse un modello preferibile. È possibile dedurre che la mancata omogeneità nell'applicazione degli *standard* conduca a una struttura dei costi diversa tra operatori di magnitudine simile, ma soggetti a supervisori diversi. Se consideriamo le banche non quotate il punto è di limitatissima rilevanza: si tratta di banche il cui mercato è nazionale (e dunque la popolazione dello specifico insieme è omogeneamente trattata) e le cui azioni non hanno un definito valore di mercato giornalmente verificabile attraverso il prezzo espresso dalla borsa. Se consideriamo le banche quotate, spesso capogruppo di società con sede in Paesi diversi, la (ipotetica) differenza nel costo della *compliance* si riverbera sull'utile e, *ceteris paribus*, sulla capitalizzazione, con un effetto distorsivo.

Più in generale, come considerazione di chiusura, si potrebbe leggere – limitatamente a quanto discusso – l'opposizione tra la regola *one-size-fits-all* e il principio di proporzionalità come un caso particolare dell'opposizione tra regola e *standard*⁶⁶. La regola che si applica in modo indistinto a tutti i consociati

⁶³ La divertente espressione inglese è «*pay lip service to s.thing*».

⁶⁴ Nel caso del governo societario la Circolare 285 (Parte prima, Tit. IV, Cap. 1, Sez. I) dedica al principio l'intero paragrafo 4.1. Il documento EBA, *Orientamenti ABE sull'organizzazione interna*, (GL 44), Londra, 27 settembre 2011, dedica (Titolo I) al principio il paragrafo 2.4. Molto più estesa e analitica è la trattazione in documenti più recenti dell'EBA quali EBA, *Orientamenti sulla governance interna*, (EBA/GL/2017/11), Londra, 21 marzo 2018 (Cap. 4, Tit. I) e ESMA-EBA, *Final report. Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*, (EBA/GL/2017/12), London, 26 September 2017 (Cap. 4, Tit. I).

⁶⁵ D. CALVO-J.C. CRISANTO-S. HOHL-O.P. GUTIÉRREZ, *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?*, Financial Stability Institute, FSI Insights on policy implementation, No 8, Basle, 2018.

⁶⁶ Nella letteratura italiana il testo classico è F. DENOZZA, *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni 'virtuali'*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 327. Da ultimo v. A. MAZZONI, *Procedure concorsuali e standards internazionali: norme e principi di fonte Unci-*

(*one-size-fits-all*) normalmente deriva dalla legge e, anche quando deriva da norme di natura regolamentare o di *soft-law*, tendenzialmente contiene precise prescrizioni, per consentire al soggetto di sapere *ex ante* se il comportamento rispetti quanto prescritto. L'art. 2043 c.c. è di nettezza esemplare, ma – come detto – non è necessariamente sempre così definita e all'opposto, per un caso meno netto, possiamo guardare a una regola legale più recente e sfumata, i «*principi di corretta gestione societaria*» di cui all'art. 2497 c.c.⁶⁷. Lo *standard* lascia invece «*the precise determination of compliance to adjudicators after the fact*»⁶⁸ e quindi ben si presta ad attività discrezionali gestite da un organo di vigilanza.

Il principio di proporzionalità, invece, può essere variamente declinato, e passare da una univoca indicazione delle regole applicabili a ciascuno dei vari sottoinsiemi di consociati fino a un'indicazione di schemi e “norme” privi di precisa vincolatività giuridica, con un contenuto in parte descrittivo e in parte esortativo.

Nell'esempio svolto sopra, al netto delle valutazioni sulla effettiva proporzionalità dell'ordinamento, un'applicazione del principio chiaramente delineata è quella relativa alle SGR «sotto soglia»⁶⁹. Nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio⁷⁰, sfruttando l'ancoraggio normativo dell'art. 35-*undecies* TUF, (i) sono analiticamente elencate le semplificazioni in sede di richiesta dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività (ii) è indicata la riduzione del capitale minimo richiesto, (iii) è stabilito il limite dimensionale delle masse amministrate oltre il quale la SGR non è più sottosoglia (iv) è indicata l'attività che la SGR sotto soglia può svolgere e, infine, (v) sono identificate le semplificazioni consentite all'operatore sotto soglia. La scelta tra il regime ordinario e quello sotto soglia, semplificato, può avvenire conoscendo *ex ante* i parametri e non si pone alcun tema di discrezionalità che il supervisore possa esercitare.

Di converso la Circolare 285, il cui ancoraggio normativo formale è il TUB, in via mediata attua quanto previsto da una direttiva (2013/36/UE, c.d. CRD IV) e anche le linee esposte in documenti sovranazionali di *soft law*⁷¹. Una peculiarità dei documenti formati dalle entità di più recente istituzione è che, secondo la legge istitutiva, attraverso un meccanismo del tipo *comply or ex-*

tral e Banca Mondiale, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 41-47. Ma v. anche R. DWORKIN, *I diritti presi sul serio*, il Mulino, Bologna 2010, II ed., p. 48 ss. (trad. di *Taking Rights Seriously*).

⁶⁷ Restando nell'ambito bancario il mantra della sana e prudente gestione dall'essere originariamente un'indicazione concettuale proposta dal legislatore comunitario è stato utilizzato con «*entusiasmo*» (A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Giuffrè, Milano, 2012, V ed., p. 56) dal legislatore ed è divenuto il «*criterio di giudizio su cui si incentra l'attività di vigilanza*», di fatto incontestabile da parte del giudice (F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa*, 2017, I, p. 143).

⁶⁸ J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2017, III ed., p. 32.

⁶⁹ Il testo, procedendo per casi, non rende conto del fatto che le regole sugli operatori sotto soglia si applicano anche ai gestori di fondi EuVECA ed EuSEF, alle SICAV e alle SICAF.

⁷⁰ Provvedimento 29 gennaio 2015, modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016.

⁷¹ Gli orientamenti dell'Autorità bancaria europea, *Orientamenti ABE sull'organizzazione interna*, (GL 44), Londra, 27 settembre 2011 e le linee guida emanate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria *Principles for enhancing corporate governance*, Basile, October 2010 e *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Basile, September 2012. In effetti oggi la materia deve anche tenere conto di EBA, *Orientamenti sulla governance interna*, (EBA/GL/2017/11), Londra, 21 marzo 2018.

plain, devono essere oggetto di ricezione da parte dell'autorità nazionale competente⁷². I documenti di *soft law* tipicamente contengono indicazioni⁷³ ed esprimono concetti, anche per consentire, attraverso una flessibilità che mira al risultato, in presenza di una molteplicità di diritti societari nazionali⁷⁴, di assicurare uniformità e coerenza nell'attuazione e quindi l'inserimento dell'istituto o della regola operativa⁷⁵ e non di una regola specificamente redatta, nel singolo ordinamento, e di impedire arbitraggi regolamentari⁷⁶.

La struttura della Circolare, sebbene molto più puntuale e precisa dei documenti di *soft law* dai quali almeno in parte deriva, non è sempre prescrittiva e utilizza ampiamente il concetto di «adeguatezza», che essendo indeterminato lascia all'interprete ampi margini interpretativi e, stante la possibile gravità degli interventi che la Banca d'Italia può porre in essere per correggere l'assetto della banca, ha l'effetto di generare una spinta verso l'alto. In sé il fenomeno, se porta al miglioramento e concretizza una sana e prudente gestione, è certamente da salutare con favore, ma il corpo normativo dal quale si parte non dovrebbe essere considerato come un effettivo caso di applicazione del principio di proporzionalità.

⁷² Gli orientamenti EBA sono emanati ai sensi dell'art. 16 Regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea). Le autorità nazionali sono tenute a conformarsi agli orientamenti mediante il loro inserimento nelle prassi di vigilanza e a notificare all'EBA entro il termine assegnato degli orientamenti se le prassi di vigilanza sono conformi ovvero se intendono conformarsi; in alternativa le autorità nazionali sono tenute a indicare le ragioni della mancata conformità.

⁷³ In termini lessicali si nota che nelle versioni inglesi prevalgono i condizionali "*should*" sulla forma futura "*shall*", che indica il comando, e correlativamente nelle versioni italiane i "dovrà" compaiono con frequenza molto inferiore ai "dovrebbe".

⁷⁴ Nello stesso senso A. MIRONI, *Regole di governo societario e assetti statutarie delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2017, 2, p. 20.

⁷⁵ Copio la locuzione, ora non più infrequente, da R. SACCO, *L'interpretazione*, in *Le fonti non scritte e l'interpretazione*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Utet, Torino, 1999, p. 226.

⁷⁶ Nello stesso senso L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole*, Atti del convegno internazionale di studi – Venezia, 13-14 novembre 2015, Giuffrè, Milano, 2016, p. 361.