

Domenico Siclari

EUROPEAN CAPITAL MARKETS
UNION E ORDINAMENTO
NAZIONALE

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

EUROPEAN CAPITAL MARKETS UNION E ORDINAMENTO NAZIONALE

SOMMARIO: 1. Il metodo della regolazione finanziaria ai fini della realizzazione della *European Capital Markets Union*: l'armonizzazione normativa tra *gold plating* e l'auspicato Codice unico europeo. — 2. Il diritto nazionale e le istanze di riforma alla luce del progetto di una *Capital Markets Union*. — 3. Accesso ai finanziamenti e “finanza per la crescita”. — 4. La necessaria semplificazione della regolazione e degli oneri amministrativi. — 5. Accesso ai finanziamenti e riforma delle garanzie mobiliari non possessorie. — 6. La necessaria armonizzazione della normativa sostanziale in materia di insolvenza. — 7. Conclusioni.

1. Dopo l'avvio dell'Unione bancaria, l'ulteriore passo verso l'integrazione europea è rappresentato da un'unione del mercato dei capitali che, nei progetti degli organi politici dell'Unione europea, possa sostenere l'economia reale e incrementare l'attrattività della piazza finanziaria europea, favorendo lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, in particolare per le piccole e medie imprese, e garantendo, al contempo, una maggiore stabilità del sistema finanziario europeo e una migliore tutela degli investitori.

Come noto, la Commissione europea ha di recente pubblicato un Libro Verde dal titolo “Building a Capital Markets Union” (1) ed ha condotto contestualmente una consultazione pubblica, all'esito della quale è stato emanato un apposito *Action Plan* (2), per individuare le azioni necessarie a migliorare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese e i progetti infrastrutturali in Europa, aiutare le PMI a reperire finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, creare un mercato unico per i capitali eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri nonché diversificare le fonti di finanziamento dell'economia e ridurre il

(1) Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* [COM(2015) 63 final], Bruxelles, 18 febbraio 2015.

(2) EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on Building a Capital Markets Union* [COM(2015) 468 final], Bruxelles, 30 settembre 2015.

costo della raccolta di capitali (3). Nella prefigurata Unione dei mercati dei capitali ci sarà un mercato unico dei capitali per tutti gli Stati membri, senza ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'Unione, che potrà essere in grado di attirare investimenti provenienti da tutto il mondo, rafforzando così la competitività dell'Eurozona (4).

Presupposto e, al contempo, obiettivo per un'effettiva armonizzazione normativa nell'ambito di una Unione dei mercati dei capitali è l'istituzione di un codice unico di norme, che possa sistematizzare le numerose riforme che sono pure state effettuate: si pensi anche soltanto alla legislazione sui mercati degli strumenti finanziari [MiFID II e MiFIR (5)], sugli abusi di mercato [MAD2 (6) e MAR (7)], sui gestori di fondi di investimento alternativi [AIFMD (8)], sulle infrastrutture del mercato europeo [EMIR (9)] e sui depositari centrali di titoli [CSDR (10)], tutte innovazioni introdotte con l'obiettivo di garantire l'ordinato funzionamento dei mercati e l'efficacia dell'attività di supervisione (11).

Nell'ambito della nuova *governance* normativa europea dei mercati finanziari (12), l'elaborazione di un codice unico europeo si pone pertanto come un passo fondamentale verso un quadro regolamentare più armo-

(3) Sugli esiti della consultazione v. EUROPEAN COMMISSION, *Feedback Statement on the Green Paper "Building a Capital Markets Union" accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions "Action Plan on Building a Capital Markets Union"* [SWD(2015) 184 final], Bruxelles, 30 settembre 2015.

(4) Cercando così di superare il perdurante "confronto" che impegna l'Unione europea con le Autorità britanniche: v., sul punto, W.-F. RINGE, *Capital Markets Union for Europe: a commitment to the Single Market of 28*, in *Law and Financial Markets Review*, 9, 1, 2015, 5, secondo cui « proposing a united capital market is clever move to win back the trust of the UK and to overcome the various confrontations between Europe and Britain, which are not just limited to political disagreement concerning financial regulation, but increasingly courtroom battles over financial laws ». Recenti esempi si rinvencono nelle decisioni C-270/12 (*UK v Council and Parliament*) sui poteri dell'ESMA in materia di *short selling*, C-209/13 (*UK v Council*) sulla cooperazione rafforzata in materia di *Financial Transaction Tax*, T-496/11 (*UK v European Central Bank*) sulla localizzazione dei CCPs.

(5) Direttiva 2014/65/UE e regolamento UE/2014/600.

(6) Direttiva 2014/57/UE.

(7) Regolamento UE/2014/596.

(8) Direttiva 2011/61/UE.

(9) Regolamento UE/648/2012.

(10) Regolamento UE/2014/909.

(11) Cfr. Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 5.

(12) Sul nuovo assetto della *governance* normativa europea dei mercati finanziari, che cerca di coniugare un approccio di flessibilità con l'esigenza di assicurare un elevato grado di stabilità, v. di recente H. MARJOSOLA, *Regulating Financial Markets Under Uncertainty: The EU Approach*, in *European Law Review*, 2014, 3, 338 ss.; M. SCHOLTEN-A. OTTOW, *Institutional*

nizzato per i mercati dei capitali, per consentire alle imprese di competere a livello transfrontaliero in condizioni di parità (13), a prescindere dagli sviluppi che si potranno registrare sul piano del riparto dei poteri di supervisione e di regolazione tra le autorità europee e quelle nazionali (14) anche a seguito dell'esperienza della crisi finanziaria (15), sulla falsariga di quanto avvenuto nel settore bancario con la *European Banking Union* (16). Pur rispettando le peculiarità dei sistemi legislativi nazionali, risulta sempre più difficile ammettere pratiche di *gold-plating* normativo in sede di recepimento della normativa europea (17), che può ancora verificarsi anche in un modello di produzione normativa che tende oramai a sostituire le direttive europee con regolamenti direttamente applicabili, prevedendo un significativo coinvolgimento dell'ESMA.

La possibilità ancora concessa in taluni casi agli Stati membri di integrare la norma europea si trasforma spesso in un'aggiunta, raramente giustificata, di requisiti tali a livello nazionale da generare una sovraregolamentazione che ostacola il principio della libera circolazione dei capitali e pone problemi di interpretazione delle norme, applicate in modo diverso da Stato a Stato.

Il rischio di *free riding* di ordinamenti nazionali a danno di altri contrasta con gli obiettivi della tutela dei risparmiatori e della competitività del mercato, in quanto giurisdizioni più permissive possono beneficiare di vantaggi competitivi a danno di altre più rigorose (18). A titolo

Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets, in *Utrecht Law Review*, 2014, 5, 80 ss.

(13) Cfr. Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 24-5.

(14) Sugli sviluppi, tuttora in corso, del processo di riparto v. già le riflessioni di N. MOLONEY, *Resetting the location of regulatory and supervisory control over EU financial markets: lessons from five years on*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2013, 4, 955 ss.

(15) Sull'effetto "conformativo" della crisi finanziaria su tale processo v., in particolare, N. MOLONEY, *The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU*, in E. FERRAN-J. HILL-N. MOLONEY-J.C. COFFEE (eds.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis. International corporate law and financial market regulation*, Cambridge University Press, 2012, 111 ss.

(16) Per cui v. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; D. BUSCH-G. FERRARINI (eds.), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2015.

(17) Sul punto sia consentito il rinvio alle osservazioni contenute già in SICLARI, *Gold plating e nuovi principi di vigilanza regolamentare sui mercati finanziari*, in www.amministrazioneincammino.it, 11 ottobre 2007.

(18) Osserva di recente il Presidente della Consob (*Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente*, Milano, 11 maggio 2015, 24-25) come « i diversi soggetti che concorrono a finanziare le attività produttive dovranno essere sottoposti a una disciplina

esemplificativo, l'estensione in certa misura dei requisiti patrimoniali previsti per le banche anche a intermediari finanziari non bancari, nonché l'estensione della disciplina dei requisiti personali degli esponenti aziendali a una serie di figure (quali gli esponenti delle società di gestione accentrata degli strumenti finanziari) potrebbero configurare dei requisiti aggiuntivi non sempre richiesti che, seppur idonei ad assicurare una maggiore stabilità di tali intermediari, rappresenterebbero in concreto una complicazione operativa per l'esercizio di tali forme di impresa (19).

L'armonizzazione delle legislazioni nazionali dipende anche dalla convergenza in materia di esercizio dell'attività di supervisione, considerato che le Autorità sono chiamate ad una attuazione e ad una applicazione coerente delle norme (20). Alle Autorità di vigilanza europee va assegnato un ruolo chiave nel promuovere la convergenza, in quanto chiamate a rimuovere gli eventuali differenti livelli di protezione degli investitori nonché gli eventuali ostacoli alle operazioni transfrontaliere, mediante l'utilizzo delle revisioni tra pari e dei poteri di indagine su eventuali violazioni delle norme europee, proprio per assicurare coerenza nell'attuazione e nell'applicazione del diritto unionale in tutto il mercato unico.

L'armonizzazione normativa si gioca, nella fase attuale, essenzialmente in sede di attuazione della normativa europea, caratterizzata da una continua interazione tra livello europeo e livello nazionale di regolamen-

regolamentare e di vigilanza omogenea. Ciò potrà avvenire abolendo gli ambiti di attuazione discrezionale della regolamentazione da parte dei singoli Stati e le differenze nelle modalità di supervisione e di *enforcement*. Un sistema di regole e una vigilanza decisi unitariamente e coordinati a livello europeo costituiscono l'unico strumento in grado di cogliere contemporaneamente i due obiettivi della tutela dei risparmiatori e della competitività del mercato. Per tale via, si scongiurerebbe il rischio di *free riding* di alcuni sistemi-Paese, a danno di altri, evitando che giurisdizioni più permissive possano beneficiare di vantaggi competitivi. Per accompagnare questo processo, occorre prendere le mosse dalla redazione di un vero e proprio Testo unico della finanza europeo, che codifichi in una singola fonte tutte le norme sui mercati finanziari del Vecchio Continente, razionalizzandole, conglobando l'infinita congerie di regolamenti e direttive esistenti in materia, semplificandone i contenuti e presentandosi come un corpus normativo finalizzato a sostenere lo sviluppo economico comune. Non è un obiettivo irrealistico. Può essere perseguito nella corrente legislatura europea. Se questa sarà la reale portata della *capital markets union*, essa potrà rappresentare il cruciale punto di passaggio verso una vera unione economica e fiscale ».

(19) In questo senso, le prassi di *gold plating* contrastano con la politica di semplificazione normativa e degli oneri amministrativi che è per fortuna divenuta un punto programmatico del Legislatore e delle Autorità di vigilanza anche nel nostro Paese: cfr. V. SEMINARA-R. DRAGANI VASSILIOS, *Gold-plating e semplificazione regolamentare le novità introdotte dalla Delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012*, in *Riv. soc.*, 2013, 6, 1281 ss.

(20) Cfr. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, 942 ss.

tazione e vigilanza: si pensi, ad esempio, all'attuazione della MiFID II, laddove i *regulatory technical standard* emanati dall'ESMA richiedono un puntuale adeguamento da parte delle autorità e degli operatori nazionali, essendo molto più dettagliati e prescrittivi degli orientamenti vigenti al momento (21).

L'interazione continua tra i diversi livelli di normazione e di vigilanza a livello europeo e nazionale (22) si manifesta anche, talvolta, con la partecipazione attiva della Commissione europea: è il caso, ad esempio, dell'attuazione del Regolamento UE 1286/2014 sui documenti informativi chiave per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (cosiddetti PRIIPs), che anche sotto l'aspetto della rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto e dei costi del medesimo delega alle autorità europee l'elaborazione di *regulatory technical standard*, per la cui definizione si dovrà tenere conto dei risultati di un *consumer testing* svolto appunto dalla Commissione europea.

Non va infine dimenticato che l'interazione tra il livello europeo e quello nazionale, nell'ambito della quale svolgono comunque un ruolo importante i principi generali di governo normativo del settore (23), si deve necessariamente confrontare poi, anche nella costruzione di una futura *Capital Markets Union*, con la *transnational private regulation* posta in essere nei vari *fora* internazionali e sovranazionali e con le relative problematiche di *enforcement* (24).

2. Il recepimento della CRD4 ha apportato rilevanti modifiche alle tradizionali regolazione e vigilanza sugli intermediari finanziari non ban-

(21) Sul rischio di *gold plating* derivante già dal recepimento della prima MiFID v. GANDOLFI, *La disciplina comunitaria: la Mifid e le relative misure di esecuzione. Le fonti comunitarie e i limiti al gold plating*, in *Corr. giur.*, 2008, 4, 570 ss.

(22) Sulla complessità dei procedimenti di regolazione dei mercati finanziari v., prima delle recenti evoluzioni, l'ampia disamina di DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012.

(23) Sottolinea l'importanza del ruolo svolto dai principi generali, anche quale possibile chiave interpretativa unificante tra il livello europeo e quello nazionale, PROVIDENTI, *Regulation of Markets in Financial Instruments in Italy and in the European Union: General Principles*, in SICLARI (ed.), *Italian Banking and Financial Law. II. Intermediaries and Markets*, Basingstoke and New York, Palgrave Macmillan, 2015, 104 ss.

(24) In tema v., *ex multis*, CASSESE-D'ALTERIO-DE BELLIS, *The enforcement of transnational private regulation: a fictitious oxymoron*, in CAFAGGI (ed.), *Enforcement of transnational regulation. Ensuring Compliance in a Global World*, Cheltenham and New York, Edward Elgar, 2012, 331 ss.

cari, modificando significativamente il testo unico dell'intermediazione finanziaria (25).

Dopo la riforma operata con il d.lgs. n. 141 del 2010, che aveva ridefinito le caratteristiche dei controlli sugli intermediari finanziari al fine di garantirne maggiori affidabilità e solidità patrimoniale (26), il recepimento della CRD4 comporterà un rafforzamento ed un'estensione delle norme prudenziali e dei requisiti patrimoniali applicati a tali intermediari. Anche gli operatori di dimensioni più contenute, finora tenuti al rispetto di requisiti minimali, saranno chiamati ad adeguarsi a requisiti patrimoniali, organizzativi e di *corporate governance* più stringenti e ad una supervisione rafforzata in sede di accesso al mercato, di operatività e di crisi aziendali, pure nel dovuto rispetto del principio di proporzionalità.

Quanto alle modifiche apportate alla disciplina delle sanzioni amministrative, viene rivista la disciplina dei criteri di quantificazione delle sanzioni e delle modalità di pubblicazione e si instaura una ripartizione della responsabilità amministrativa tra persone fisiche e persone giuridiche al fine di sanzionare innanzitutto la società o l'ente e, solo ove ricorrano determinati presupposti, anche le persone fisiche interne alla società o all'ente implicate nel compimento delle violazioni accertate.

Con il recepimento della MiFID II e del MiFIR nell'ordinamento nazionale vengono, poi, introdotte rilevanti modifiche nella disciplina dei mercati riguardanti la trasparenza delle negoziazioni nonché la struttura, l'efficienza e l'integrità delle sedi di scambio. Le innovazioni riguardano, in particolare, l'ampliamento del regime di trasparenza *pre e post* negoziazione (27) e degli obblighi di *transaction reporting*, l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione (*organised trading facility* - OTF), una dettagliata regolazione del *trading* algoritmico, la previsione di una disciplina speciale per la consulenza indipendente (28), consistente sostan-

(25) Si tratta delle modifiche apportate dal decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72, recante appunto l'attuazione nell'ordinamento interno della direttiva 2013/36/UE, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, per quanto concerne l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento.

(26) Sulla riforma recata dal d.lgs. n. 141 del 2010 v. PELLEGRINI, *Da un riscontro di regolarità alla « supervisione »*. *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in questa *Rivista*, 2009, I, 593 ss.

(27) Cfr., in generale, PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in questa *Rivista*, 2015, I, 31 ss.

(28) V., in generale, RISSO, "Consulenza in materia di investimenti" e tutela dell'investitore nella direttiva MiFID: tra armonizzazione europea e soluzioni interpretative nazionali, in *Contr. impr. Europa*, 2014, 2, 807 ss.

zialmente nel dovere dell'intermediario di non limitare il *range* degli strumenti finanziari, oggetto di raccomandazione, a quelli di propria emissione o emessi o prodotti da soggetti controllati o collegati e nel divieto di accettare e percepire commissioni o altri benefici da soggetti terzi diversi dal cliente (29), nonché un regime regolatorio semplificato in favore dei mercati per le piccole e medie imprese (i cosiddetti *SME Markets*).

Rilevante appare anche l'obbligo per gli intermediari, sempre contenuto nella MiFID II, di dotarsi di presidi organizzativi di cosiddetta *product governance* per garantire il perseguimento del miglior interesse dei clienti nella fase di ideazione dei prodotti e nella conseguente definizione della serie di prodotti da distribuire alla clientela (30).

Con riguardo alla disciplina in materia di *market abuse*, nell'ottica di tutela dell'investitore le nuove norme europee contenute nella MAD II e nel MAR rafforzano i poteri delle autorità di supervisione e il regime sanzionatorio penale e introducono disposizioni comuni per il *market sounding*, la segnalazione di sospette violazioni alle Autorità e la pubblicazione delle informazioni privilegiate, estendendo l'ambito di applicazione della disciplina a tutte le sedi di negoziazione e al mercato delle merci (31). Quanto al regime delle sanzioni amministrative, tuttavia, contrariamente alla tradizione dell'ordinamento italiano in materia, si stabilisce che gli Stati membri possano non prevedere sanzioni amministrative nel caso in cui le medesime violazioni siano assoggettate a sanzioni penali, auspicandosi in ogni caso un regime armonizzato per superare le attuali divergenze tra gli ordinamenti dei Paesi membri (32).

3. La modernizzazione della finanza d'impresa come fondamentale leva di competitività del Paese, al fine di potenziare gli strumenti di

(29) Non rientrano, tuttavia, nell'ambito di applicazione del divieto i cosiddetti "*minor non monetary benefits*" che possano elevare la qualità del servizio reso e che non pregiudichino la capacità dell'intermediario di perseguire il miglior interesse del proprio cliente.

(30) Cfr. VEGAS, *Una governance bancaria di qualità passa anche per una buona product governance*, in *Bancaria*, 2014, 5, 11 ss.

(31) Sulle modifiche apportate alla disciplina della repressione degli abusi di mercato v. SEPE, *Gli abusi di mercato*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, 791 ss.

(32) Sugli effetti nell'ordinamento interno del noto caso "Grande Stevens" v. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, 693 ss.; DI PAOLA, *Gli (attesi) effetti della sentenza « Grande Stevens »: sistema sanzionatorio degli abusi di mercato, ne bis in idem e dubbi di legittimità costituzionale*, in *Foro it.*, 2015, II, 160 ss.

finanziamento delle imprese, soprattutto piccole e medie, superando le difficoltà che ostacolano il rilancio degli investimenti e individuando fonti di finanziamento alternative al mercato bancario (33), presuppone innovazioni dell'architettura normativa in materia, che pure è stata di recente oggetto di importanti modifiche, nell'ambito dei progetti governativi di "finanza per la crescita" (34).

Come noto, per potenziare l'erogazione del credito alle imprese e rafforzare il capitale di rischio, il legislatore nazionale ha introdotto misure dirette a immettere liquidità nel sistema imprenditoriale e ad alimentare e diversificare i canali di finanziamento delle PMI (35), mediante, innanzitutto, una complessiva riforma della disciplina delle cartolarizzazioni, modificando la disciplina degli strumenti finanziari con la previsione dei cosiddetti *mini-bond* (36), e incentivando l'investimento da parte delle imprese assicurative e dei fondi pensione. La legge di stabilità 2014 ha quindi istituito un Sistema nazionale di garanzia per facilitare l'accesso al credito delle famiglie e delle imprese, mentre il decreto-legge n. 91 del 2014 ha introdotto numerose misure per semplificare l'accesso al mercato dei capitali di rischio delle imprese, in particolare di quelle piccole e medie, e per incentivare la quotazione delle imprese italiane salvaguardandone gli assetti. Sono stati, in questa direzione, modificati sia il testo unico dell'intermediazione finanziaria sia le disposizioni del codice civile in materia di società (37).

Il Libro verde, al fine di consentire lo sviluppo di metodi di finanzia-

(33) Prospettiva comune, questa, che per l'Italia notoriamente « assume un carattere strategico, poiché la natura bancocentrica del sistema di finanziamento delle imprese ha da sempre costituito un fattore di debolezza » (Senato della Repubblica, Commissione VI Finanze e Tesoro, *Documento conclusivo dell'Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiana nella prospettiva della vigilanza europea* approvato nella seduta del 16 dicembre 2015, Doc. XVII, n. 3, 11).

(34) Cfr. in tema gli interventi del Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi, *Finanza e crescita dopo la crisi*, Milano, 14 novembre 2013; *Una finanza per lo sviluppo*, Sondrio, 12 settembre 2014, consultabili sul sito Internet della Banca d'Italia.

(35) Cfr. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, 2014, 6, 3 ss.

(36) Sulla disciplina dei mini-bond v., da ultimo, CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183 ss.; CANALINI, *I c.d. « mini-bond » e le « nuove » obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 387 ss.; SANTORO, *Il mini-bond « incentivante »: il caso Bomi*, in *Amministrazione e finanza*, 2015, 81 ss.

(37) Cfr. PACIELLO, *Le modifiche all'art. 2500-ter c.c. introdotte dal d.l. 91/2014*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 441 ss.; M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo restyling per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d.l. n. 91/2014, conv. con legge n. 116/2014)*, in *Studium Iuris*, 2014, 1258 ss.; ALVARO, *Listed companies*, in SICLARI

mento alternativi, tende poi a promuovere, oltre al *peer to peer lending* (38), anche lo strumento del *crowdfunding* (39), per la regolamentazione del quale l'ordinamento italiano si è posto all'avanguardia (40).

Infatti la raccolta di capitale di rischio con modalità innovative, segnatamente attraverso portali *on-line*, è stata come noto disciplinata prima dal legislatore e poi dalla Consob, che con la delibera 26 giugno 2013 ha adottato il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di imprese cosiddette *start-up* innovative, disponendo fra l'altro l'istituzione di un registro dei gestori dei portali pubblicato sul sito della Commissione (41). Gli approcci regolamentari seguiti da altri Paesi membri risultano essere differenti, di guisa che è questo uno dei campi sul quale si dovrà giocare la sfida di una pur minima armonizzazione, almeno per rendere compatibile in un contesto transfrontaliero l'applicazione delle diverse discipline, evitando il verificarsi di fenomeni di "rendita" normativa fra piazze finanziarie diverse.

4. Anche alla luce delle prospettive aperte dal progetto di un' *European Capital Markets Union*, la semplificazione del quadro regolatorio nazionale diventa un'istanza non più rinviabile: ciò sia con riferimento al più generale sistema amministrativo italiano (42), che non può più essere

(ed.), *Italian Banking and Financial Law. III. Regulating Activities*, Basingstoke and New York, Palgrave Macmillan, 2015, 177 ss.

(38) Per cui v. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e Peer-to-peer lending*, in *Banca imp. soc.*, 2013, 277 ss.

(39) Cfr. Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 17.

(40) Cfr., in tema, FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, « crowdfunding » e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 1, 203 ss.; GUACCERO, *La Start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in questa *Rivista*, 2014, I, 699 ss.; OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2014, I, 43 ss.; LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2014, I, 357 ss.; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. e impr.*, 2014, 519 ss.

(41) Tale regolamentazione fissa i requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo e quelli di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, le regole di condotta dei gestori sul comportamento e sulle informazioni alla clientela, facendo perno per la gestione dei fondi sempre sul sistema bancario, dovendo il gestore trasmettere gli ordini per l'esecuzione a banche e imprese di investimento che operano nei confronti degli investitori nel rispetto della normativa di settore.

(42) Cfr. AMOROSINO, *Achille e la tartaruga - Semplificazione amministrativa e competitività del 'Sistema Italia'*, Milano, 2006. Sul tema generale della semplificazione amministrativa nel rapporto con le leggi e i principi generali dell'ordinamento v. da ultimo, nella dottrina

una fonte di svantaggio competitivo nei confronti di altri Paesi (43), sia con riferimento alla specifica regolazione dei mercati finanziari (44), anche per promuovere gli investimenti esteri. In tale ambito acquistano rilievo le istanze di semplificazione e di razionalizzazione della normativa in materia di informazione societaria, di *corporate governance*, di riduzione dei costi indiretti di quotazione nei mercati regolamentati connessi con il mantenimento dello *status* di società quotata nonché di contendibilità degli assetti proprietari, anche in ossequio al principio di proporzionalità dell'azione amministrativa e alle finalità indicate dall'art. 6 del testo unico dell'intermediazione finanziaria (45) secondo il quale, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia e la Consob devono agevolare l'innovazione e la concorrenza.

Esempio di necessaria semplificazione della normativa nazionale sono le attuali disposizioni in materia di controlli interni societari (46), introdotte nell'ordinamento in modo assolutamente non sistematico ma, piuttosto, a mezzo di interventi legislativi occasionali e non organici (47), in risposta a crisi e scandali di varia natura ed entità mediatica.

Tali interventi legislativi, derivati spesso da trapianti di istituti stranieri (48) senza aver la consapevolezza del contesto normativo già esistente, hanno originato un complesso regolatorio disorganico, composto anche da norme di autoregolamentazione degli intermediari, con un effetto di *overshooting* regolamentare (49) e di aumenti ingiustificati dei

amministrativistica, BERTOLISSI-ITALIA, *La semplificazione delle leggi e dei procedimenti amministrativi*, Napoli, 2015.

(43) Cfr. BIANCO-NAPOLITANO, *The Italian administrative system: why a source of competitive disadvantage?*, in TONIOLO (ed.), *The Oxford Handbook of the Italian Economy since Unification*, Oxford University Press, New York, 2013. Sull'integrazione comunitaria del mercato interno e le nuove dinamiche competitive v. DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2015, 249 ss.

(44) Cfr. MOSCO-A. NUZZO (a cura di), *Law & Disorder: L'Italia sotto l'attacco delle regole*, in AGE, 2013, 2.

(45) Sul quale v. il commento puntuale di GASPARRI, *Art. 6. Vigilanza regolamentare*, in FRATINI-GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, 193 ss.

(46) In tema v., *ex multis*, MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 159 ss.

(47) Emblematico il titolo del volume collettaneo curato da BIANCHINI-DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010.

(48) V. così P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in BIANCHINI-DI NOIA (a cura di), *I controlli societari* (nt. 47), 120.

(49) ALVARO-D'ERAMO-GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Collana Quaderni giuridici della Consob, n. 7, Roma, 2015, 25-26.

costi a carico della struttura gestionale degli stessi intermediari, in ciò penalizzati rispetto ai loro concorrenti europei: e ciò anche considerato che ricade comunque già nei compiti e nella responsabilità del consiglio di amministrazione la predisposizione di un assetto organizzativo idoneo in termini di adozione di un sistema dei controlli coordinato ed efficace (50).

Per conseguire una maggiore economicità, efficienza ed efficacia nello svolgimento delle attività di controllo, va sicuramente perseguita la riduzione del numero dei soggetti coinvolti nella funzione di *monitoring* interno, ad esempio affidando poteri e competenze dell'Organo di Vigilanza direttamente al responsabile della funzione di *internal audit* o allo stesso organo di controllo e ripartendo tra gli amministratori delegati, l'organo di controllo e la funzione di revisione interna i compiti certificativi e gestionali attualmente in capo al dirigente preposto (51).

La riflessione sull'assetto ottimale dei controlli va condotta in chiave non astratta, bensì di effettività, in quanto una loro corretta configurazione deve tener conto della struttura economica e dell'assetto proprietario delle società, del sistema di mercato in concreto esistente, del rapporto con il potere politico, dei fattori culturali e sociali nell'ambito dei quali operano gli intermediari (52).

Nel fare ciò, va evitato drasticamente il ricorso acritico a istituti stranieri (53) non confacenti alla realtà giuridico-sociale del nostro Paese (54): si pensi, ad esempio, alla figura testè richiamata del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili ai sensi dell'art. 154-*bis* del testo unico dell'intermediazione finanziaria, introdotto sulla scia di quanto previsto dal *Sarbanes-Oxley Act*, il quale, ponendosi nell'ordinamento italiano in linea sostanzialmente gerarchica con l'amministratore delegato, non assicura i propositi della norma (55), ovvero si pensi ancora all'inopportunità di introdurre nel nostro ordinamento il rimedio dei

(50) V. in termini ZOPPINI, *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in BRESCIA-TORCHIA-ZOPPINI (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, 2012, 35 ss.

(51) Così talune delle proposte avanzate da ALVARO-D'ERAMO-GASPARRI (nt. 49).

(52) Così ZOPPINI (nt. 50). Più in generale, sull'efficienza dei "trapianti" di istituti giuridici v. l'ormai classico studio di A. WATSON, *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*, Athens, University of Georgia Press, 1993 nonché ID., *From Legal Transplants to Legal Formants*, in *American Journal of Comparative Law*, 1995, 43, 469 ss.

(53) Sui fenomeni di *import-export* delle norme v. le riflessioni di CASSESE, *Beyond Legal Comparison*, in *Annuario di Diritto comparato e di studi legislativi*, Napoli, 2012, 387 ss., part. 392 ss.

(54) Cfr. MATTEL, *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics*, in *International Review of Law and Economics*, 1994, 3 ss.

(55) Così ZOPPINI (nt. 50).

cosiddetti *whistleblowers*, sulla scia di quanto previsto dal *Dodd-Frank Act* (56), poiché prevedere incentivi monetari a favore di chi denuncia illeciti d'impresa potrebbe portare piuttosto a generare fenomeni opportunistici o financo estorsivi (57). Occorrerebbe piuttosto che, nell'ambito dell'elaborazione della legislazione dell'Unione, il nostro Paese si proponesse — ove sia possibile — come “esportatore” di soluzioni e modelli giuridici che hanno dato prova di efficacia ed efficienza regolativa (58) (si pensi, ad esempio, alla tradizionale disciplina nazionale delle crisi delle banche e degli intermediari finanziari che ha riscosso giudizi molto positivi anche nel confronto europeo (59), almeno prima dell'introduzione della nuova disciplina europea in materia di *banking resolution*, basata su principi differenti (60)).

A livello amministrativo, va comunque ricordato che, in adempimento a quanto stabilito dall'art. 6, comma 3°, del decreto-legge n. 70 del 2011 (61), la Consob sta portando avanti le attività correlate alla misurazione degli oneri amministrativi (“MOA”) (62), procedendo a individuare interventi da attuare attraverso modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volti appunto a ridurre gli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato. Un primo, necessario e urgente

(56) Sulla “reiezione” dei trapianti legali v., *ex multis*, M. SIEMS, *Comparative Law*, Cambridge University Press, 2014, 203.

(57) Cfr. ZOPPINI (nt. 50) e H. FLEISCHER, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2011, 40, 155 ss.

(58) Ricorda di recente CASSESE, *La proiezione europea dello Stato italiano*, in *Annuario di Diritto comparato e di studi legislativi*, Napoli, 2014, 20-21, che, seppure l'Italia abbia generalmente recepito modelli stranieri, piuttosto che esportarli, tuttavia non mancano esempi di istituti che sono stati oggetto all'estero di attenzione e di studio e che sono stati poi “esportati”, quali le istituzioni corporative, la disciplina dei beni di interesse culturale e artistico, l'organizzazione giuridica delle partecipazioni statali, le Regioni.

(59) V. così, da ultimo, LEGGIO, *Italian Crisis Management Procedures in the Banking Sector* e *Id.*, *Crises of Subjects Operating in Italian Financial and Insurance Sectors*, in SICLARI (ed.), *Italian Banking and Financial Law. IV. Crisis Management Procedures, Sanctions, Alternative Dispute Resolution Systems and Tax Rules*, Basingstoke and New York, Palgrave Macmillan, 2015, 4 ss.

(60) Per cui v., *ex multis*, C. HADJEMMANUIL, *Bank Resolution Financing in the Banking Union*, London School of Economics and Political Science Legal Studies Working Paper No. 6/2015; G. SCIASCIA, *Recovery and Resolution in the EU: Devising a European Framework*, in E. CHITI – G. VESPERINI (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015.

(61) Convertito con legge n. 106 del 2011.

(62) Sull'attività di misurazione dettagliata degli oneri informativi, con particolare attenzione a quelli relativi alla regolamentazione sugli intermediari, derivanti dai Regolamenti della Consob v. NATALINI-SARPI-VESPERINI (a cura di), *L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013*, Roma, 2014.

intervento dovrebbe qui consistere nel superamento della duplicazione degli invii di documentazione a Consob e Banca d'Italia da parte degli intermediari vigilati, anche se pure nella nuova legislazione europea sui mercati finanziari si possono ancora riscontrare fenomeni di *overlapping* regolamentare: si pensi, ad esempio, ai *reporting requirements* richiesti in materia di trasparenza sia dalla MiFID/MiFIR sia dall'EMIR (63).

5. Gli obiettivi di migliorare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese e, in particolare, per le PMI nonché di eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'Unione europea, propedeutici alla realizzazione di un'Unione dei mercati dei capitali (64), presuppongono poi nel nostro diritto interno la necessaria riforma delle garanzie mobiliari senza spossessamento del debitore-imprenditore, secondo il modello che si è affermato nei Paesi anglosassoni (65). Ciò in quanto le garanzie reali sono un "anello essenziale" del sistema finanziario (66) e, pertanto, la limitata fluidità di tali garanzie in tutta l'Unione attualmente impedisce ai mercati di essere efficienti, considerando anche che con la crisi finanziaria è aumentata la richiesta di garanzie reali, a causa della necessità del mercato di finanziamenti più sicuri e anche dei nuovi obblighi normativi, come quelli stabiliti dall'EMIR e dal regolamento sui requisiti patrimoniali delle banche (CRR).

Considerato il dibattito europeo in materia (67), già da molti anni la dottrina segnala l'esigenza di riformare in modo organico il diritto nazionale delle garanzie mobiliari (68) e numerosi studi e rapporti internazionali osservano come gli ostacoli più incisivi all'efficienza del sistema di

(63) Come si osserva nell'*Assonime responses to the EU Commission public consultations on Capital Markets Union and Prospectus Directive 7/2015*, 3, « there are many inconsistencies among the many directives of the EU regulatory framework. It is important to avoid overlapping regulation and duplication, causing legal uncertainties and unnecessary costs for issuers (e.g. overlapping transparency reporting requirements under MiFIR/MiFID and EMIR). We suggest a cumulative impact assessment of all financial markets-regulation: in particular, the Commission should assess how the overall policy and regulatory initiatives already in place, ongoing and in draft, impact on SMEs access to finance and investor's ability to access capital markets to invest ».

(64) Cfr. Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 5.

(65) Sul quale v., di recente, L.M. LOPUCKI-A.I. ABRAHAM-B.P. DELAHAYE, *Optimizing English and American Security Interests*, in *Notre Dame Law Review*, 2013, 4, 1785 ss.

(66) Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 26.

(67) Per cui v., *ex multis*, il volume speciale *The Future of Secured Credit in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008.

(68) V., *ex multis*, VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie*, Milano, 2000. Per la dottrina più risalente v. già F. FERRARA JR., *L'ipoteca mobiliare ed insieme un contributo alla teoria della pubblicità*, Roma, 1932.

finanziamento delle imprese e, dunque, fattori frenanti per lo sviluppo dell'economia siano rappresentati proprio dalla rigidità e dalla frammentarietà di tale disciplina giuridica. Né può accamparsi, in senso ostativo, la natura di *civil law* del nostro ordinamento, posto che si è di recente proceduto a riforme organiche del sistema delle garanzie reali mobiliari nell'ordinamento francese (69), nell'ordinamento olandese, nell'ordinamento del Québec, nell'ordinamento del Belgio.

Considerati anche gli indirizzi contenuti nelle Guide Legislative e nei Modelli di legge che la Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale (UNCITRAL) produce con riguardo specifico alla disciplina giuridica delle garanzie mobiliari non possessorie, la diffusione nella gran parte dei Paesi industrializzati di finanziamenti assistiti da garanzie mobiliari senza spossessamento del debitore-imprenditore facilita l'accesso al credito, grazie alla possibilità di costituire diritti reali di garanzia su beni mobili funzionali all'attività di impresa, includendo altresì beni immateriali e futuri, purché determinabili. Gli indirizzi dell'UNCITRAL costituiscono anche in questa materia dei *benchmarks* per misurare, secondo gli indicatori adottati dai Rapporti *Doing Business* elaborati dalla Banca Mondiale, l'efficienza degli ordinamenti giuridici dei singoli Paesi, pure nell'incertezza che ancora si registra in dottrina sulla possibilità di "misurare" una tale efficienza (70), anche con riguardo all'esito di tali misurazioni che porterebbero ad una presunta e intrinseca superiorità dei sistemi di *common law*, si suppone aventi *performances* migliori dei sistemi di tipo civilistico alla francese (71).

Al riguardo, va ricordato come fosse già stata presentata in Parlamento una delega al Governo (72) ad adottare un decreto legislativo

(69) Per cui v. BRIOLINI, *La riforma del diritto delle garanzie in Francia*, in questa *Rivista*, 2007, I, 226 ss.; MURINO, *L'autotutela nell'escussione della garanzia finanziaria pignorantizia*, Milano, 2010, 35 ss.

(70) Sul noto dibattito originatosi dopo le tesi sostenute dalla banca Mondiale nel suo Rapporto *Doing Business 2004 v., ex multis*, B. DU MARAIS (dir.), *Les limites méthodologiques des rapports Doing Business*, Paris, La documentation Française, 2006; R. MICHAELS, *Comparative Law by Numbers? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law*, in *American Journal of Comparative Law*, Vol. 57, 2009, 765 ss.; A. GAMBARO, *Misurare il diritto?*, in *Misurare il diritto. Annuario di diritto comparato*, 2012, 17 ss.

(71) Propone, da ultimo di adottare una "middle way" che possa coniugare "the best aspects of the common and civil law families" O.I. POGREBENNYK, *Code or court: the financial-political aspect of correlation between common and civil law*, in *European Journal of Law and Economics*, 2014, 2, 175 ss.

(72) Si tratta del Capo II del disegno di legge C. 2092, presentato dal Ministro della giustizia il 12 febbraio 2014.

finalizzato alla modernizzazione della disciplina delle garanzie reali mobiliari, con l'obiettivo di agevolare l'accesso al credito, specialmente da parte delle PMI, aumentandone l'offerta e riducendone i costi.

L'attuale disciplina giuridica nazionale appare infatti inadeguata sotto più profili. Rileva, innanzitutto (73), la disorganicità delle regole vigenti, sparse in una pluralità di fonti e derivanti anche da pronunzie giurisprudenziali, che ostacola la chiarezza e la prevedibilità della disciplina applicabile.

Elementi di elevata rigidità e mal funzionamento dell'attuale regime delle garanzie, anche in ragione di un impianto codicistico risalente oramai alla prima metà del secolo scorso che non è stato mai adeguato alle esigenze dei traffici moderni e globalizzati, sono costituiti, fra l'altro, dalla regola posta dall'art. 2786 c.c., che subordina la costituzione del pegno allo spossessamento del costituente, impedendo che i beni oggetto di garanzia possano essere utilmente impiegati nel processo produttivo e nello svolgimento dell'attività d'impresa (74); dal divieto del patto commissorio ai sensi dell'art. 2744 c.c., che rende notevolmente più gravoso e incerto l'intero meccanismo di realizzo dei diritti del creditore (75); dai limiti posti, in virtù del principio di specialità, alla costituzione di garanzie su beni non determinati e per crediti non distintamente indicati nell'atto di costituzione.

Onde rimediare a tale rigidità dell'attuale disciplina giuridica, sia il legislatore sia la giurisprudenza hanno cercato di rimediare mediante interventi di legislazione speciale [si pensi, ad esempio, all'art. 46 del testo unico bancario (76), che ha introdotto un privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa, la cui opponibilità non è subor-

(73) V. la Relazione illustrativa al citato disegno di legge C. 2092.

(74) È stato da tempo evidenziato in dottrina come la necessaria presenza dello spossessamento "sia coerente unicamente con le esigenze di un'economia precapitalistica, nella quale il principale, se non l'unico, indice di sicurezza del credito e di circolazione del diritto di garanzia era legato al meccanismo della *traditio* e della *possessio*, e che pertanto essa si rivela oggi inidonea per l'edificazione di un moderno sistema delle garanzie mobiliari" (E. GABRIELLI, *Spossessamento e funzione di garanzia nella teoria delle garanzie reali*, in *Fallimento*, 2002, 933).

(75) Sulle recenti evoluzioni nell'applicazione del divieto v. E. CARBONE, *Debitoris suffocatio e patto commissorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, 1087 ss.; TROTTA, *Il patto commissorio autonomo: tradizione e cambiamento*, in *Giur. it.*, 2013, 340 ss.; M. MARTINO, *Il divieto di patto commissorio: norma materiale e qualificazione del negozio*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 667 ss.; 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, 181 ss.

(76) Sul quale v. G. TUCCI, *Art. 46*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, I, 341 ss.

dinata allo spossessamento, ma alla trascrizione dell'atto da cui risulta il privilegio nel registro di cui all'art. 1524 c.c., ovvero ai decreti legislativi n. 170 del 2004 e n. 48 del 2011 di recepimento delle direttive 2002/47/CE e 2009/44/CE, in materia di garanzie finanziarie (77)] oppure mediante il ricorso a tecniche di interpretazione evolutiva, come nei casi dei limiti di ammissibilità del patto marciano (78) e del pegno rotativo (79). Tuttavia, tali interventi normativi e giurisprudenziali, pure adottati sulla scorta di buoni propositi, hanno portato ad una ulteriore frammentarietà del sistema di disciplina delle garanzie mobiliari.

La riforma delle garanzie mobiliari non possessorie, basata sul superamento del requisito dello spossessamento quale presupposto di opponibilità ai terzi del diritto di prelazione e sulla sua sostituzione con un regime di pubblicità personale, potrebbe basare il suo funzionamento concreto sull'introduzione di un apposito registro elettronico generale, alimentato da fonte affidabile e che garantisca certezza dei dati, ovvero sul coordinamento dei registri mobiliari attualmente in essere, cartacei ed elettronici, ove iscrivere i titoli delle garanzie rilasciate, senza procedere quindi allo spossessamento del debitore (80).

(77) Per cui v., *ex multis*, GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008.

(78) Cfr. CIPRIANI, *La cessione di crediti a scopo di garanzia tra patto commissorio e patto marciano*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, 123 ss.; ADILARDI, *Brevi osservazioni in tema di divieto di patto commissorio, causa concreta del contratto e patto marciano*, in *Giust. civ.*, 2011, I, 1453 ss.; DE MENECH, *Il patto marciano e gli incerti confini del divieto di patto commissorio*, in *Contr.*, 2015, 823 ss.

(79) Per cui v., di recente, D'AGUI, *Pegno rotativo e rilevanza della forma scritta*, in *Contr.*, 2013, 1006 ss.

(80) Nel dettaglio, secondo la delega legislativa configurata nel citato disegno di legge C. 2092, la riforma dovrebbe quindi ispirarsi ai seguenti principi e criteri direttivi: a) superamento del requisito dello spossessamento quale presupposto di opponibilità ai terzi del diritto di prelazione, e sua sostituzione con un regime di pubblicità personale; b) introduzione di un apposito registro informatizzato al fine di consentire le operazioni di consultazione, iscrizione, annotazione, modifica, rinnovo ed estinzione delle garanzie, stabilendosi che la garanzia prenda grado e sia opponibile ai terzi dal momento della sua iscrizione nel registro; c) affievolimento del principio di specialità e previsione — con l'eccezione dell'ipotesi del debitore consumatore — dell'ammissibilità di una garanzia mobiliare avente ad oggetto beni individuati anche per tipologie o categorie funzionali (ad esempio beni in corso di lavorazione, riserve di magazzino, etc.) e in relazione al loro valore, fermo restando il requisito della determinabilità per l'ipotesi di beni futuri; d) previsione dell'ammissibilità di una garanzia mobiliare costituita per uno o più crediti, determinati o determinabili anche in relazione a rapporti futuri, ferma restando la specifica indicazione dell'ammontare massimo garantito; e) introduzione dell'istituto della garanzia mobiliare « ricaricabile », con possibilità di utilizzo della garanzia a beneficio di crediti diversi o ulteriori rispetto a quelli individuati nell'atto costitutivo; f) accettazione del principio per cui, salvo diverso accordo delle parti, il soggetto costituente la garanzia ha la facoltà di utilizzare, nel rispetto della destinazione economica, i beni oggetto di garanzia; nel caso in cui il

Il percorso attuativo per le riforme anzidette del sistema italiano delle garanzie mobiliari potrebbe, quindi, prevedere un ampliamento delle tipologie di beni che possano costituire oggetto di garanzie mobiliari, sul modello del disegno di legge di delegazione legislativa sopra citato e dei richiamati esempi di garanzie atipiche già esistenti nel nostro ordinamento, nonché il coordinamento dei registri cartacei ed elettronici esistenti ovvero l'introduzione di un apposito registro elettronico pubblico per le garanzie mobiliari non possessorie (81). L'adozione di un apposito

debitore concedente sia un imprenditore tale facoltà d'uso si estende anche alla disposizione del bene, con surrogazione reale della prelazione dai beni originari a quelli risultanti all'esito degli atti di disposizione; g) deroga al divieto del patto commissorio e miglioramento della semplicità e dell'efficacia delle tecniche di realizzo dei diritti del creditore, previa adozione di specifiche misure volte alla tutela degli interessi del debitore concedente; h) previsione di limiti più incisivi dell'autonomia contrattuale per l'ipotesi in cui debitore sia un consumatore.

(81) Con decreto del Ministro della giustizia del 28 gennaio 2015 è stata istituita presso l'Ufficio legislativo del corrispondente Ministero una Commissione, presieduta dal presidente Rordorf, per elaborare proposte di interventi di riforma, ricognizione e riordino della disciplina delle procedure concorsuali, che dovrà individuare anche misure funzionali alla semplificazione, razionalizzazione e riduzione delle previsioni dei privilegi, nonché alla valutazione e proposta d'introduzione di sistemi di garanzie mobiliari non possessorie, anche alla luce delle esperienze comparate e delle sollecitazioni internazionali. La Commissione ha quindi redatto uno schema di disegno di legge recante « Delega al Governo per la riforma organica della disciplina della crisi di impresa e dell'insolvenza », ove all'art. 10 si interviene a riformare il sistema dei privilegi, al fine di ridurre le ipotesi di privilegio generale e speciale, con particolare riguardo ai privilegi retentivi, eliminando quelle non più attuali né funzionali ad interessi costituzionalmente protetti, ed adeguando in conformità l'ordine delle cause legittime di prelazione, mentre all'art. 11 si interviene in materia di garanzie non possessorie. Nella specie, lo schema di delega legislativa redatto dalla Commissione intende delegare al Governo: a) ad introdurre una forma di garanzia mobiliare senza spossessamento, avente ad oggetto beni, materiali o immateriali, anche futuri, determinati o determinabili, salva la specifica indicazione dell'ammontare massimo garantito, eventualmente anche a garanzia di crediti diversi o ulteriori rispetto a quelli originariamente individuati, disciplinandone i requisiti, ivi compresa la necessità della forma scritta, e le modalità di costituzione, anche mediante iscrizione in apposito registro informatizzato, nonché le regole di opponibilità ai terzi ed il concorso con gli altri creditori muniti di cause di prelazione; b) a regolamentare forme, contenuto, requisiti ed effetti dell'iscrizione nel registro informatizzato, direttamente accessibile per via telematica secondo modalità che salvaguardino la protezione dei dati, al fine di consentire le operazioni di consultazione, iscrizione, annotazione, modifica, rinnovo ed estinzione delle garanzie, nonché la regolazione del concorso conseguente all'eventualità di plurime annotazioni; c) a stabilire che, salvo diverso accordo tra le parti, il soggetto costituente la garanzia abbia la facoltà di utilizzare, nel rispetto dei principi di buona fede e correttezza e in ogni caso nel rispetto della destinazione economica, i beni oggetto di garanzia, anche nell'esercizio della propria attività economica, estendendosi in tal caso la prelazione dai beni originari a quelli che risulteranno all'esito degli atti di disposizione, senza effetto novativo per la garanzia originariamente concessa, salva la possibilità per il creditore di promuovere azioni conservative o inibitorie nel caso di abuso del costituente; d) a consentire al creditore di escutere stragiudizialmente la garanzia anche in deroga al divieto del patto commissorio, a condizione che il valore dei beni sia determinato in maniera

registro elettronico e l'ampliamento delle categorie di beni mobili sui quali diverrebbe possibile costituire una garanzia reale non possessoria potrebbero favorire significativamente il miglioramento della posizione dell'Italia nelle citate classifiche *Doing Business* della Banca Mondiale.

Appaiono, in definitiva, oramai maturi i tempi per approcciare anche nel nostro ordinamento ad una riforma delle garanzie mobiliari in senso non possessorio, superando il tradizionale giudizio di sfavore verso tale tipo di garanzie, basato su di una loro supposta opacità e, quindi, potenziale lesività degli interessi dei creditori del costituente ovvero del beneficiario del vincolo (82). Di contro, la pubblicità alternativa che si potrebbe comunque realizzare mediante l'iscrizione in pubblici registri accessibili da chiunque depone sicuramente per il superamento dell'attuale concezione statica della garanzia, assicurando nel contempo la dovuta sicurezza nella circolazione del credito.

6. L'armonizzazione della normativa sostanziale in materia di insolvenza è senz'altro necessaria per ridurre l'incertezza per gli investitori che hanno necessità di valutare i rischi d'impresa nei vari Stati membri, superando quelle divergenze che ostacolano l'emergere di mercati azionari e obbligazionari comuni a livello europeo (83). Scoraggiano, in particolare, gli investitori la mancanza o l'insufficienza di norme che consentano una ristrutturazione precoce del debito (84) nonché la lunghezza e i costi eccessivi della procedura d'insolvenza, che possono condurre a bassi tassi di recupero per i creditori. I progressi segnati nel settore delle norme sul conflitto di leggi nelle procedure d'insolvenza transfrontaliere (85) non

oggettiva, e salvo l'obbligo di restituire immediatamente al debitore, o ad altri creditori, l'eventuale eccedenza tra il valore di realizzo o assegnazione e l'importo del credito; e) a prevedere forme di pubblicità e controllo giurisdizionale dell'esecuzione stragiudiziale di cui alla lettera d), regolare i rapporti tra la stessa e le procedure esecutive forzate e concorsuali, adottare misure di protezione del debitore consumatore, nonché forme di tutela dei terzi che abbiano contrattato con il debitore non spossessato, ovvero acquistato in buona fede diritti sul bene mobile oggetto del pegno, curando in ogni caso il coordinamento della nuova disciplina con le disposizioni normative vigenti.

(82) Cfr. E. GABRIELLI, *Le garanzie finanziarie. Profili generali*, in E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 1726.

(83) Libro verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* (nt. 1), 27.

(84) Per una compiuta analisi delle norme e delle prassi di ristrutturazione del debito al di fuori delle procedure d'insolvenza dell'impresa in tutti gli Stati membri v., di recente, R. OLIVARES-CAMINAL (ed.), *Expedited Corporate Debt Restructuring in the EU*, Oxford University Press, 2015.

(85) Ove si riscontra una notevole influenza del diritto statunitense, anche in sede di redazione dell'*UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency*: v. così S.M. FRANKEN,

si sono riflettuti, infatti, sulle singole discipline giuridiche nazionali, ancora molto divergenti (86).

Considerate tali sollecitazioni contenute nel Libro Verde della Commissione europea, gli obiettivi dell'intervento riformatore della normativa nazionale in materia di insolvenza dovrebbero essere rappresentati da un generale miglioramento delle procedure, da una riduzione dei tempi (87) e da una semplificazione nell'escussione di garanzie, dal riconoscimento ai creditori di un ruolo proattivo per un veloce recupero del credito nonché dalla salvaguardia delle imprese che meritano di continuare la propria attività sul mercato (88).

Alcune prime risposte in tale direzione appaiono fornite dal recente decreto-legge n. 83 del 2015 (89), recante « Misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria », che si pone proprio le finalità, fra l'altro, di rafforzare le disposizioni sull'erogazione di provvista finanziaria alle imprese in crisi, di promuovere la contendibilità delle imprese in concordato preventivo in modo da incentivare condotte virtuose dei debitori in difficoltà e favorire esiti efficienti ai tentativi di ristrutturazione, di prevedere la possibilità di concludere nuove tipologie di accordo di ristrutturazione del debito (90).

Cross-Border Insolvency Law: A Comparative Institutional Analysis, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2014, 1, 97 ss.

(86) La Commissione dell'Unione europea ha di recente adottato la Raccomandazione C(2014) 1500 su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza, ove gli Stati membri sono stati invitati a porre in atto procedure di ristrutturazione precoce e disposizioni sulla cosiddetta "seconda opportunità". Più in generale, sulle modifiche alla regolazione europea in materia v., *ex multis*, LATELLA, *The "COMI" Concept in the Revision of the European Insolvency Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2015, 4, 479 ss.

(87) Cfr. PENTA, *Il nuovo concordato in bianco: istigazione ad usi strumentali e dilatori*, in *Fallimento*, 2014, 99 ss.

(88) Cfr., *ex multis*, RUSSO, *Interventi sul financial distress. Aspetti problematici del ruolo delle banche e delle procedure concordate nella crisi d'impresa*, in *Dir. econ.*, 2014, 481 ss.; BELTRAMI, *La disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti*, in questa *Rivista*, 2015, I, 43 ss.; FOLLIERI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ed efficacia giuridica*, in *Contr.*, 2015, 1164 ss.

(89) Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 147 del 27 giugno 2015 e convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2015, n. 132.

(90) Tra le finalità del decreto-legge n. 83 del 2015 rientrano anche quelle di rafforzare i presidi a garanzia della terzietà ed indipendenza degli incaricati che affiancano il giudice nelle gestione delle procedure concorsuali; di migliorare l'efficienza delle procedure di esecuzione forzata, attraverso un ammodernamento delle forme di pubblicità, l'istituzione di un portale delle vendite pubbliche, la modifica dei criteri di aggiudicazione dei beni, una significativa riduzione dei termini stabiliti per il compimento di adempimenti

La disciplina introdotta dal decreto-legge n. 83 del 2015 introduce la concorrenza nelle procedure di concordato, rendendo obbligatorie le offerte concorrenti nei casi in cui la proposta prevede il trasferimento dell'azienda a un soggetto già individuato e prevedendo altresì la possibilità delle cosiddette "proposte concorrenti", consentendo così anche ai creditori di presentare proposte di concordato in concorrenza con quelle del debitore. Tale ultima previsione, in particolare, appare di notevole rilievo poiché l'esclusiva dell'iniziativa nella composizione negoziale della crisi viene sottratta al debitore, che non conserva più così il "monopolio" del concordato. Nelle concretezze, il riconoscimento ai creditori di un ruolo proattivo per un veloce recupero del credito dovrebbe consentire, nelle intenzioni del Legislatore, di procedere anche in Italia alla configurazione di un efficiente mercato dei crediti bancari in sofferenza (*non-performing loans*, NPL) (91).

La nuova disciplina attribuisce più incisivi poteri al commissario, permettendo al tribunale di nominare un amministratore giudiziario con poteri sostitutivi anche dell'assemblea, oltre che dell'organo amministrativo del debitore, sul modello delle procedure concorsuali speciali previste per le banche e gli intermediari finanziari. Viene poi rivista la materia dei contratti pendenti nel concordato preventivo, in connessione anche con l'obiettivo della salvaguardia delle imprese che meritano di continuare la propria attività fruendo dei finanziamenti cosiddetti "ponte", che consentono all'imprenditore di ottenere in tempi rapidi le risorse finanziarie necessarie per continuare l'attività aziendale e dare esecuzione al piano di concordato (92). Risulta, infatti, cruciale un'efficace regolazione della finanza cosiddetta interinale, che consente il mantenimento dell'afflusso

procedurali; di intervenire sulle procedure esecutive introducendo misure a sostegno del debitore, in particolare con riferimento al pignoramento delle pensioni e delle somme depositate in conto corrente. Nel dettaglio, nell'ambito della facilitazione della finanza nella crisi d'impresa, l'art. 1 del decreto-legge n. 83 del 2015 interviene, ad esempio, in materia di finanza interinale, modificando l'art. 182-*quinquies* della legge fallimentare; l'art. 3 interviene in materia di proposte concorrenti, modificando l'art. 163 della legge fallimentare; l'art. 9 introduce nella legge fallimentare il nuovo art. 182-*septies*, regolando gli accordi di ristrutturazione nelle crisi d'impresa con prevalente indebitamento verso intermediari finanziari.

(91) Cfr. BOTTARI, *La gestione dei crediti non performing: le bad banks*, in *Banche e banc.*, 2014, 2.

(92) Cfr. STANGHELLINI, *Finanziamenti ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2010, 1350 ss.; DE RUSSIS, *Riflessioni sulla cd. "finanza ponte" nelle pratiche negoziali di composizione della crisi di impresa*, in *Contr.*, 2013, 1131 ss.; VITALE, *Finanza « ponte », finanza « in esecuzione » e « interinale » (ossia il puzzle della disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi): appunti*, in *Contr. e impr.*, 2015, 167 ss.

di liquidità al debitore, con riguardo all'ambito di applicazione dell'istituto della prededucibilità ai creditori istituzionali che forniscono all'impresa in crisi il necessario sostegno finanziario ovvero i beni o servizi necessari a garantire la regolare prosecuzione dell'attività di impresa (93) e con riguardo, in particolare, alla disponibilità per l'impresa di linee di credito cosiddette autoliquidanti (ad esempio, i contratti di anticipo su fatture, il salvo buon fine o le ricevute bancarie) (94).

Con riguardo, infine, all'accordo di ristrutturazione dei debiti (95), viene introdotto l'accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari, sul modello dello *scheme of arrangement* previsto nell'esperienza anglosassone (96), che permette di vincolare i creditori finanziari a maggioranza, prevedendo inoltre che con la convenzione di moratoria gli effetti possano essere estesi ai creditori finanziari non aderenti (97).

(93) In tema v., da ultimo, PISANI MASSAMORMILE, *La prededuazione e i finanziamenti alle imprese in crisi*, in questa *Rivista*, 2015, I, 1 ss. e G. FERRI jr., *In tema di prededuazione fallimentare*, in *Corr. giur.*, 2015, 449 ss.

(94) Cfr. FRIGENI, *Linee di credito "autoliquidanti" e (pre)concordato preventivo*, in questa *Rivista*, 2013, I, 537 ss.; CEDERLE, *Concordato con riserva: applicabilità dell'art. 169-bis l.fall. ai contratti bancari autoliquidanti*, ne *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2014, 798 ss.; BONTEMPI, *I contratti bancari « autoliquidanti » nel concordato preventivo: tra scioglimento e retrocessione delle somme incassate dalla banca*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, II, 281 ss.

(95) Cfr. FABIANI, *La domanda « prenotativa » di concordato preventivo*, in *Foro it.*, 2012, I, 3184 ss.; ROMUALDI, *La revoca all'ammissione al concordato preventivo per il compimento di atti di straordinaria amministrazione non autorizzati nelle more della domanda prenotativa*, in *Dir. fall.*, 2014, II, 671 ss.; DIMUNDO, *Accordo di ristrutturazione e domanda prenotativa. I reciproci effetti*, ne *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2014, 1019 ss.

(96) Cfr. J. PAYNE, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 89/2013.

(97) In materia si segnalano anche le numerose disposizioni di riforma contenute nel già citato schema di disegno di legge recante « Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza », elaborato dalla Commissione ministeriale istituita dal Ministro della Giustizia con decreto 28 gennaio 2015 e presieduta dal presidente Rordorf. Tale schema intende delegare il Governo ad emanare uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle procedure concorsuali di cui al r.d. 16 marzo 1942, n. 267 e della disciplina sulla composizione della crisi da sovraindebitamento di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3, per il riordino dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e delle misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito con modificazioni dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39. Nell'esercizio della delega il Governo dovrebbe tener conto della normativa dell'Unione europea, ed in particolare del Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento europeo e del Consiglio sulle procedure di insolvenza, oltre che della Raccomandazione della Commissione n. 2014/135/UE, nonché dei principi della *Model Law* elaborati in materia di insolvenza dall'UNCITRAL. Lo schema prevede, fra l'altro, all'art. 1 che nell'esercizio della delega il Governo provveda ad adottare un unico modello processuale per l'accertamento dello stato

7. Allo stato attuale del processo di integrazione europea nell'ambito della regolazione del mercato dei capitali, si è quindi in presenza di una tendenza alla convergenza dei sistemi legali dei vari Paesi membri che, partendo da differenti basi normative, sono condotti verso soluzioni

di crisi o di insolvenza del debitore, ispirato al vigente art. 15 del r.d. 16 marzo 1942, n. 267, caratterizzato da particolare celerità anche in fase di reclamo, introducendo la legittimazione ad agire anche dei soggetti con funzioni di controllo sull'impresa, ammettendo l'iniziativa del pubblico ministero in ogni caso in cui egli abbia notizia dell'esistenza di uno stato di insolvenza, specificando la disciplina delle misure cautelari, con attribuzione della relativa competenza anche alla corte d'appello ed armonizzando il regime delle impugnazioni, con particolare riguardo all'efficacia delle pronunce rese avverso i provvedimenti di apertura della procedura di liquidazione giudiziale, ovvero di omologa del concordato; ad assoggettare al procedimento di accertamento dello stato di crisi o di insolvenza ogni categoria di debitore, sia esso persona fisica o giuridica, ente collettivo, consumatore, professionista o imprenditore esercente un'attività commerciale, industriale, agricola o artigianale, con esclusione dei soli enti pubblici, disciplinandone distintamente i diversi esiti possibili, con riguardo all'apertura di procedure di regolazione concordata o coattiva, conservativa o liquidatoria, tenendo conto delle relative peculiarità soggettive e oggettive, ed in particolare assimilando il trattamento dell'imprenditore che dimostri di rivestire un profilo dimensionale inferiore a parametri predeterminati, in linea con il vigente art. 1 del r.d. 16 marzo 1942, n. 267, a quello riservato a debitori civili, professionisti e consumatori; a recepire, ai fini della disciplina della competenza territoriale, la nozione europea di "centro degli interessi principali del debitore" (COMI); a dare priorità di trattazione, salvi casi di abuso, alle proposte che comportino il superamento della crisi assicurando la continuità aziendale, anche per il tramite di un diverso imprenditore, e riservando la liquidazione giudiziale ai casi nei quali non venga proposta una soluzione alternativa adeguata; a uniformare e semplificare, in raccordo con il processo civile telematico, la disciplina dei diversi riti speciali previsti dalle disposizioni in materia concorsuale; a ridurre la durata ed i costi delle procedure concorsuali, anche attraverso misure di responsabilizzazione degli organi di gestione e di contenimento delle ipotesi di predeuzione, ivi comprese quelle riguardanti i compensi dei professionisti, al fine di evitare che il pagamento dei crediti prededucibili assorba in misura rilevante l'attivo delle procedure; a riformulare le disposizioni che hanno originato contrasti interpretativi, al fine di favorirne il superamento, in coerenza con i principi espressi dalla presente legge delega; ad assicurare la specializzazione dei giudici addetti alla materia concorsuale. Lo schema di delega legislativa prevede poi, all'art. 5, che vada integrata la disciplina dei piani attestati di risanamento, degli accordi di ristrutturazione dei debiti e delle convenzioni di moratoria, consentendo, fra l'altro, al debitore, il quale nell'ambito di soluzioni non esclusivamente liquidatorie concluda l'accordo di ristrutturazione ovvero una convenzione di moratoria con creditori, anche diversi da banche e intermediari finanziari, rappresentanti almeno il settantacinque per cento dei crediti di una o più categorie giuridicamente ed economicamente omogenee, di chiederne l'omologazione, con estensione degli effetti ai creditori della medesima categoria non aderenti, purché adeguatamente informati e messi in condizione di partecipare alle trattative, fatta salva la loro facoltà di opporsi all'omologazione in caso di frode, non veridicità o incompletezza dei dati aziendali, inattuabilità dell'accordo ovvero praticabilità di soluzioni alternative più soddisfacenti, nonché eliminando o riducendo la soglia del sessanta per cento dei crediti prevista nell'art. 182-bis del r.d. 16 marzo 1942, n. 267, ove il debitore non proponga la moratoria del pagamento dei creditori estranei né richieda le misure protettive previste dalla norma. Si prevede anche, all'art. 6 dello schema di delega legislativa, il riordino della disciplina della procedura di concordato preventivo prevedendo, fra l'altro, l'ammissibilità di proposte esclusivamente liquidatorie

giuridiche simili e armonizzate. Un tale processo andrà seguito e valutato sia sulla base del perseguimento degli interessi pubblici, determinati dagli organi politici, che devono informare la regolazione pubblica dei mercati finanziari (98), sia sulla base di una valutazione di efficienza delle soluzioni normative adottate.

È opportuno, utilizzando i termini dell'approccio di *comparative law and economics*, che vi sia un *movement towards efficiency* (99) quale risultato di un processo competitivo, affinché l'Unione europea si possa configurare come un'area regolatoria efficiente e competitiva nei confronti sia dell'area nordamericana, sia dell'area asiatica (100), in grado così di attirare e gestire capitali da tutto il resto del mondo (101).

Il rischio di un tale "mercato legale" (102), pure opportuno per individuare la soluzione giuridica più efficiente (103), può essere tuttavia quello di una gara al ribasso tra ordinamenti dei Paesi membri [la

solo in caso di apporto di risorse esterne che aumentino in misura apprezzabile la soddisfazione dei creditori e la legittimazione del terzo a promuovere il procedimento nei confronti del debitore che versi in stato di insolvenza, nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore medesimo, nonché di misure dirette a prevenire condotte abusive.

(98) Cfr. CAPRIGLIONE-SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015.

(99) Come osservano MATTEI-ANTONIOLLI-ROSSATO, *Comparative Law & Economics*, in BOUCKAERT-DE GEEST (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, 508, « the general convergence of modern legal systems, despite the large variety of institutional backgrounds, could be explained as a movement towards efficiency. In this case there seem to be a synergy between the efficient model and the prestigious model. Efficiency may be used to evaluate legal transplants. The framing of legal rules may be explained as the outcome of a competitive process ».

(100) In tal senso, anche l'efficienza del sistema giudiziario gioca un ruolo determinante: cfr. al riguardo, da ultimo, R. IPPOLITI-A. MELCARNE-G.B. RAMELLO, *Judicial efficiency and entrepreneurs' expectations on the reliability of European legal systems*, in *European Journal of Law and Economics*, 2015, 1, 75 ss.

(101) A tal fine, è necessario assicurare una stabilità normativa che generi, nel tempo, certezza del diritto e delle regole applicabili negli scambi sui mercati finanziari e agli investimenti esteri: come si osserva infatti nell'*Assonime responses to the EU Commission public consultations on Capital Markets Union and Prospectus Directive 7/2015*, 11, « it would be important to avoid repeated changes of legislation that generate uncertainties in potential non-EU investors, in the EU and national legislative and regulatory framework ».

(102) Per cui v., con riferimento specifico alla *European Securities Law*, B. GABOR, *Regulatory Competition in the Internal Market Comparing Models for Corporate Law, Securities Law and Competition Law*, Cheltenham and New York, Edward Elgar, 2013.

(103) Al riguardo può vedersi, ad esempio, il caso della *corporate mobility* a livello europeo: cfr., in tema, W.-G. RINGE, *Corporate Mobility in the European Union - a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, 2, 230 ss.

cosiddetta *race to the bottom* (104)], anche a discapito della tutela dell'investitore. Simili fenomeni di scelta del diritto (105) andrebbero evitati, considerato che l'attuale processo di integrazione comunitaria richiede un *level playing field* per gli operatori di tutti i Paesi membri che assicuri una piena parità concorrenziale fra i diversi mercati nazionali (106) e che, con riferimento precipuo all'ordinamento italiano, un eventuale *gold plating* regolamentare tenderebbe a incidere sfavorevolmente proprio sulla posizione competitiva dell'industria finanziaria italiana nei confronti delle concorrenti industrie estere.

Occorre evitare, in questo senso, che l'applicazione del principio di proporzionalità nell'esercizio dell'azione amministrativa delle autorità nazionali si possa, nelle concretezze, trasformare in uno strumento mascherato di *gold plating*, portando a flessibilità regolatorie più o meno accentuate e, quindi, a rischi di arbitraggi normativi e ai relativi, differenti costi per gli intermediari operanti negli Stati membri.

A tal fine, risulta propedeuticamente fondamentale pervenire a modalità efficaci di analisi costi/benefici (107) della regolamentazione finanziaria da parte del legislatore e delle Autorità di regolazione (108), anche per sterilizzare il rischio di conflitti di interesse e di cattura del regolatore (109), evitando che, in assenza di soluzioni alternative, si giunga al paradosso che debba essere il giudice, in sede di revisione delle regole, ad imporre lo svolgimento preventivo ed effettivo di una tale analisi, richiedendone come esito finale una dettagliata *quantification* degli oneri, sulla

(104) Cfr. M. GNES, *La scelta del diritto. Concorrenza tra ordinamenti, arbitraggi, diritto comune europeo*, Milano, 2004, 17 ss.

(105) Sui quali v., in generale, M. GNES (nt. 104) e ZOPPINI (a cura di), *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, Roma-Bari, 2004.

(106) Va ricordato come fosse già la stessa direttiva di secondo livello 2006/73/CE, recante misure di esecuzione della MiFID, che, al fine di assicurare un'applicazione uniforme dei requisiti armonizzati stabiliti a livello europeo, al *considerando* n. 7 vietava espressamente agli Stati membri e alle autorità competenti di aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella direttiva, salvo qualora quest'ultima lo prevedesse espressamente.

(107) In tema cfr., da ultimo J.C. COATES IV, *Towards Better Cost-Benefit Analysis: An Essay on Regulatory Management*, in *Law and Contemporary Problems*, 2015, 74.

(108) Cfr., ad esempio, B. KRAUS-C. RASO, *Rational Boundaries for SEC Cost-Benefit Analysis*, in *Yale Journal on Regulation*, 2013, 30, 289.

(109) Osserva al riguardo C.R. SUNSTEIN, *Cost-Benefit Default Principles*, in *Michigan Law Review*, 99, 2001, 1651 ss., che « the case for cost-benefit analysis is strengthened by the fact that interest groups are often able to use ... cognitive problems strategically, thus fending off regulation that is desirable or pressing for regulation when the argument on its behalf is fragile ». In tema v. anche J.C. COATES IV, *Private vs. Political Choice of Securities Regulation: A Political Cost/Benefit Analysis*, in *Vanderbilt Journal of International Law*, 41, 2001, 531.

scorta delle recenti esperienze d'oltreoceano (110). Anche per questo, la semplificazione della regolazione e degli oneri amministrativi in capo agli intermediari rappresenta un obiettivo non più eludibile né rinviabile (111), potendo fare la differenza tra una *good regulation* e una *bad regulation* (112) senza attendere necessariamente scandali o crisi finanziarie per l'adozione di nuove regole e senza esserne poi giocoforza condizionati (113).

DOMENICO SICLARI

Prof. ass. di Diritto dell'economia e dei mercati finanziari
Sapienza Università di Roma

(110) Sulla *judicially enforced quantification*, quale nuova, precipua forma emersa di *cost-benefit analysis* della regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti, v. il dibattito che si è sviluppato a partire dalla pubblicazione del saggio di J.C. COATES IV, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, in *Yale Law Journal*, 124, 2015, 882 ss. e le successive repliche sulla stessa Rivista: E.A. POSNER-E.G. WEYL, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulations: A Response to Criticisms*; C.R. SUNSTEIN, *Financial Regulation and Cost-Benefit Analysis*; B.R. KRAUS, *Economists in the Room at the SEC*; J.C. COATES IV, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: A Reply*. Con riguardo alla critica più generale, da parte della dottrina amministrativistica statunitense, della revisione giurisdizionale dei provvedimenti delle autorità di regolazione assunti in condizioni di incertezza v. A. VERMEULE, *Rationally Arbitrary Decisions (in Administrative Law)*, Harvard Law School Working Paper No. 13-24, 2013.

(111) Ricorda PADOAN, *Riforme per la crescita e consolidamento virtuoso (Reforms for growth and virtuous consolidation)*, in *Econ. it.*, 2013, 18-19, che « reform legislation that regulates markets represents an important step forward, but the additional challenge is the implementation of the new rules, without which the benefits of the reforms do not materialize. The OECD indicators of the degree of regulation in the Italian economy show that, in some areas, thanks to the reforms implemented over the last two decades, Italy has already — at least in principle — reduced regulatory burdens more than many other OECD countries. But these improvements do not seem to emerge and the results of the measures are not seen in the dynamics of productivity. It is due, in fact, to the lack of implementation, of which the causes are different. Here we will mention two in particular: the slow pace of civil justice and the burden of public administration ». Sulla semplificazione come “chiave” da adottare per le future attività di Governo v., da ultimo, C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The Future of Government*, New York, Simon & Schuster, 2014.

(112) Cfr. I.A. MOOSA, *Good Regulation, Bad Regulation. The Anatomy of Financial Regulation*, Basingstoke and New York, Palgrave Macmillan, 2015.

(113) Sul nesso fra cicli regolatori e cicli dei mercati finanziari v., da ultimo, T. LOHSE-C. THOMANN, *Are bad times good news for the Securities and Exchange Commission?*, in *European Journal of Law and Economics*, 2015, 1, 33 ss.