

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

GENNAIO/MARZO

**2020**

[dirittobancario.it/rivista](http://dirittobancario.it/rivista)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

## **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

## **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?**

**SOMMARIO:** 1. Situazioni soggettive e “ridefinizione” degli strumenti di tutela. – 2. Rimedi civilistici e tutela amministrativa: struttura e funzioni. – 3. L’*enforcement* nel diritto privato regolatorio. – 4. Funzione ed efficacia dei rimedi.

### *1. Situazioni soggettive e “ridefinizione” degli strumenti di tutela*

Oggetto del contributo è il problema della “ridefinizione degli strumenti di attuazione coattiva delle posizioni giuridicamente protette”, nel contesto dell’invito – rivolto da Filippo Sartori – a procedere a un “rinnovamento delle modalità di comprensione giuridica dei rapporti d’impresa (tra produttori e fruitori-utenti, così come tra produttori)”, nei c.d. settori regolati, con particolare attenzione al settore del mercato finanziario (in senso ampio)<sup>1</sup>.

Mette conto, peraltro, puntualizzare da subito che lo studio della prospettiva “rimediale”, a sua volta, può rivelarsi fecondo, anche

---

<sup>1</sup> In ragione dell’impostazione prescelta, non saranno, dunque, presi in considerazione problemi analoghi, relativi ad altri “settori”, quali, ad esempio il complesso tema della tutela dell’ambiente e delle sue “interferenze” con l’istituto civilistico delle immissioni, nonché, in termini generali, con le problematiche della responsabilità civile. Sul primo fronte, è noto il dibattito che ha originato il disposto dell’art. 6 *ter* del D.L. n. 208/08, che “interferisce” con l’applicazione della disciplina codicistica (e, dunque, con l’autotutela privata) delle immissioni, pur se limitatamente a quelle acustiche (cfr., ad es., Cass., 7 ottobre 2016, n. 20198; Cass., ord. 20 dicembre 2018, n. 32943). Sul fronte della responsabilità civile, particolare interesse ha destato la disciplina sul risarcimento del danno ambientale, contenuta nella Direttiva n. 2004/35/CE, la quale prevede esclusivamente l’azione pubblica (amministrativa o giudiziaria), per il risarcimento del danno all’ambiente come bene “adespota”. I privati possono solo sollecitare l’esercizio di questo potere e sottoporre un eventuale diniego al controllo giurisdizionale (cfr. artt. 3, par. 3, e 13, par. 2. E cfr. anche l’art. 16, par. 2, per il “divieto del doppio recupero dei costi”, rimesso agli Stati membri)]. Diverso è il c.d. *danno derivante dall’alterazione dell’ambiente*; questo sì risarcibile, su iniziativa dei singoli soggetti danneggiati dal fatto produttivo del danno ambientale, “nella loro salute o nei beni di loro proprietà” (art. 313, co. 7, d. lgs. n. 152/2006). Per un quadro di sintesi e puntuali riferimenti, cfr. G. VISINTINI, voce «*Responsabilità civile e danni ambientali*», in *Enc. Dir., Ann.*, IV, Milano, 2011, 1012 ss.

rispetto al tema – logicamente preliminare – della “identificazione” e “ridefinizione” delle situazioni giuridicamente protette.

Emblematici di questa interrelazione fra identificazione delle situazioni sostanziali e profili rimediali sono – per restare nell’ambito del mercato finanziario – la vicenda SAI-Fondiaria, rispetto alle situazioni soggettive degli azionisti di società quotate (potenziali) destinatari di un’OPA obbligatoria e, più di recente, il problema delle crisi bancarie e degli strumenti di tutela dei diversi finanziatori dell’impresa e dei successivi acquirenti degli strumenti finanziari.

Per quanto banale possa apparire l’evocazione del problema “storico”, dei rapporti fra “*ius*” e “*remedium*”, recenti discussioni sui possibili profili di illegittimità delle disposizioni in materia di crisi bancarie, rispetto, appunto, alle “situazioni soggettive” dei risparmiatori interessati, inducono a ritenere tutt’altro che scontata l’idea secondo la quale la ricostruzione del contenuto delle situazioni giuridiche soggettive non possa prescindere dalla considerazione dell’ordinamento nel suo complesso, anche in una dimensione “settoriale”, ivi comprese le forme di tutela e i rimedi. In altri termini, l’individuazione della situazione giuridica protetta non può essere un prius logico-giuridico, rispetto alla ricostruzione del complessivo quadro normativo di riferimento – generale e settoriale –, ivi comprese le strutture rimediali<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Così, ad es., non è forse del tutto ben posto il quesito se l’art. 47, 1° co., Cost. rechi un principio supremo dell’ordinamento e sia di ostacolo al recepimento del diritto comunitario della crisi, in materia di *bail-in*, per il possibile sacrificio dei risparmiatori (cfr., peraltro, le riflessioni di R. COSTI, *Tutela del risparmio e costituzione: storia e attualità dell’art. 47*, in *Banca imp. soc.*, 2018, III, 398 ss.). Occorre, piuttosto, chiedersi in che misura le situazioni soggettive dei risparmiatori (depositanti ovvero investitori) siano tutelate, nel contesto dell’ordinamento del credito e del mercato finanziario, che realizza un non agevole contemperamento fra una pluralità di interessi – tutti, peraltro, di rango costituzionale –, suscettibili di entrare in conflitto. In particolare, quanto mai delicata è la questione delle situazioni soggettive di chi investe in strumenti finanziari emessi da banche e intermediari finanziari. Il tema è un “classico” del diritto bancario/societario, di recente tornato a formare oggetto di interesse e, per così dire, rivisitato dalla normativa comunitaria, soprattutto successiva alla crisi di inizio millennio (cfr. la Comunicazione della Commissione, 30 luglio 2013). Senza pretesa di affrontare, nel contesto di queste brevi note, una questione complessa e controversa, mette conto, quanto meno, ricordare la posizione di chi ha osservato che la disciplina bancaria e creditizia tutela l’interesse del “risparmio oggettivamente considerato” (non dei risparmiatori,



Su questo aspetto è tornata a riflettere e a confrontarsi, in tempi relativamente recenti, la dottrina civilistica, giungendo finanche ad affermare che l'ampliamento della tutela civile oltre i rigidi confini del diritto soggettivo (dove la locuzione "interessi giuridicamente protetti") ha quale conseguenza che il "rimedio" diventi "strumento primario, non più secondario, di realizzazione giuridica"<sup>3</sup>.

Un'ultima considerazione introduttiva.

---

soggettivamente considerati), la cui raccolta con obbligo di rimborso presso il pubblico costituisce momento qualificante l'attività bancaria. Cfr. G. GUIZZI, in *Società bancarie e società di diritto comune - Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, IV, 799. D'altronde, nella disciplina comunitaria della crisi dell'impresa bancaria (nonché degli altri intermediari finanziari), gli obiettivi della risoluzione bancaria – che comporta il sacrificio dei diritti dei soci – sono chiaramente individuati in interessi esterni, soprattutto di mercato (cfr. art. 31 Direttiva n. 2014/59/UE). Al riguardo, si è detto che il termine di confronto, per apprezzare la peculiare posizione del socio nella società bancaria, deve essere non tanto la società di diritto comune, quanto le "società operanti nei mercati finanziari", in ragione della peculiare esigenza di tutela del risparmio e, dunque, della disciplina dell'attività d'impresa esercitata (cfr. G. FERRI jr., in *Società bancarie e società di diritto comune*, cit.). In altri termini, la libertà di gestione del proprio investimento (da parte del socio) risulta subordinata non soltanto all'interesse dell'impresa (e alla esigenza della sua sana e prudente gestione), ma, più in generale, del mercato in cui questa opera, presidiato dalle autorità di vigilanza. Donde la possibile compressione dei poteri di incremento e riduzione della partecipazione, della sua liquidazione, dell'esercizio diritti amministrativi.

<sup>3</sup> Il terreno d'elezione per questo genere di considerazioni è stato, come noto, quello della responsabilità civile, in relazione al sintagma "danno ingiusto", quanto meno, a far data dalla riflessione di S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964, spec. 79 ss. Con particolare riferimento alla questione evocata nel testo, cfr., soprattutto, V. SCALISI, *Lineamenti di una teoria assiologica dei rimedi giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, IV, 1047, nonché, per una posizione più "radicale", D. MESSINETTI, *La sistematica rimediaria*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, I, 15 ss., il quale vede nel rimedio la stessa fonte di giuridicità della situazione "meritevole di tutela". Ma cfr. A. DI MAJO, *Rimedi e dintorni*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 703 ss., per la precisazione secondo cui il rimedio non decide dell'an, ma solo del quomodo della protezione giuridica. Di quest'ultimo A. cfr. anche voce «Tutela (dir. priv.)», in *Enc. Dir.*, XLV, Milano, 1992, 368, per una sintesi della tradizionale contrapposizione fra l'approccio di *civil law* e quello di *common law* al problema del rapporto fra interessi protetti e strumenti di protezione (o "rimedi"), in ragione della "storica" prevalenza, rispettivamente, del formante legale e di quello giurisprudenziale. Su quest'ultimo aspetto cfr., *amplius*, U. MATTEI, *Tutela inibitoria e tutela risarcitoria*, Milano, 1987, 98 ss. Più di recente: G. SMORTO, *Sul significato di «rimedi»*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, 59 ss.

L'analisi dei rapporti fra tutela pubblicistica (*public enforcement*) e tutela privatistica (*private enforcement*) è un tema che ricorre sovente nelle riflessioni dedicate alla regolazione del mercato e poi, in particolare, ai mercati regolati (fra i quali il mercato bancario e finanziario).

L'argomento rientra nella più ampia e risalente riflessione sulle diverse forme di applicazione delle regole giuridiche, generalmente impostata insistendo sulla diversità di soggetti e di interessi protetti, nonché di strumenti di applicazione (preventivi vs. successivi, sanzionatori vs. risarcitori/restitutori, etc.), movendo dalla constatazione secondo cui il modello egemone ha natura "mista", prevedendo la concorrenza di soggetti pubblici e privati nella "applicazione del diritto", con possibili "aree di indistinzione" tra profili pubblicistici e profili privatistici. In questa prospettiva, la contrapposizione fra *public* e *private enforcement*, occulterebbe, in realtà, la concorrenza fra due modelli di applicazione "pubblica" delle regole giuridiche: il primo incentrato sull'azione amministrativa e sul controllo giurisdizionale di legittimità; il secondo rimesso sì all'iniziativa dei privati, ma pur sempre svolto dinanzi a giudici "pubblici"<sup>4</sup>.

Per vero, sarebbe possibile un'ulteriore puntualizzazione, non essendo, in realtà, scontata la netta distinzione fra *amministrazione* e *giurisdizione* delle regole giuridiche. Il pensiero corre, soprattutto, alle più recenti epifanie di ADR, in ambito bancario e finanziario, con riferimento alle quali, non a caso, è stato riproposto il problema della in/distinzione fra *amministrazione* e *giurisdizione*, sotto molteplici profili (*e.g.*, autonomia e terzietà del giudicante; indifferenza rispetto alle ricadute pratiche delle decisioni; in/flessibilità della regola enunciata)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Cfr., per questa impostazione, G. FONDERICO, *Public e private enforcement*, in *AIDA*, 2015, 3 ss., il quale precisa che «si possono avere azioni soggettivamente private ma fondate su interessi generali, sovrapposizioni tra le funzioni dei rimedi (risarcitori, sanzionatori ecc.), modelli giudiziali o amministrativi dell'azione pubblica così come dell'azione privata, allocazioni variabili del costo delle risorse da impegnare».

<sup>5</sup> Si vedano le note pronunce della C. Cost., 21 luglio 2011, n. 218, in *Foro It.*, 2011, I, 2906 (relativa all'ABF) e 31 gennaio 2019, n. 13, in *Foro It.*, 2019, I, 1523 (relativa all'AGCM). In quest'ultima pronuncia risulta, in particolare, enfaticamente

In questo contesto – che si ricollega alle riflessioni di teoria della regolazione – ha riscosso un certo successo un’impostazione gius-economica, che esamina costi e benefici dei diversi possibili modelli di applicazione delle regole e di intervento pubblico sul funzionamento dei mercati, anche in una dimensione *prescrittiva*<sup>6</sup>.

In questa sede sarà, per contro, privilegiato un approccio “classico” (se si vuole, più strettamente o “formalisticamente” giuridico), incentrato sulla (appunto) tradizionale contrapposizione fra interessi protetti e forme di protezione (più in generale: “realizzazione del diritto”), tentando di approfondire le reciproche interazioni fra questi due momenti dell’esperienza giuridica, alla luce dell’impostazione suggerita, incentrata sull’evoluzione del diritto privato dell’impresa, nel contesto dell’armonizzazione comunitaria, con particolare attenzione ai mercati regolati del credito e del mercato finanziario.

## 2. Rimedi civilistici e tutela amministrativa: struttura e funzioni

Un utile punto di partenza per fare emergere e, dunque, impostare il problema del (possibile) superamento della distinzione fra tutela amministrativa e autotutela privata può essere offerto dalla ricognizione della “tassonomia” dei rimedi, suggerita in dottrina, e, in particolare, del criterio di distinzione fra rimedi pubblicistici e rimedi privatistici.

In questa visione, sarebbero “rimedi pubblicistici” quelli che una PA offre per autoregolamentarsi (es., ricorsi gerarchici) ovvero quelli

---

(e persuasivamente) ribadito il principio della distinzione fra amministrazione e giurisdizione (cfr. anche quanto si osserva *infra*, nota 34 e testo corrispondente).

<sup>6</sup> Su questi aspetti si è soffermata la riflessione degli studiosi di analisi economica del diritto. Cfr., in luogo di molti, i “classici” contributi di G.S. BECKER, G.J. STIGLER, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in 3 *Journal of Legal Studies* 1 (1974); W.M. LANDES, R.A. POSNER, *The Private Enforcement of Law*, in 4 *Journal of Legal Studies* 1 (1975). Per una sintesi, cfr. il più recente contributo di R.A. POSNER, *Regulation (agencies) versus litigation (courts): an analytical framework*, in D.P. KESSLER (ed. by), *Regulation vs. Litigation Perspectives from Economics and Law*, Chicago, 2012. Nella letteratura giuridica italiana, cfr., P. STELLA, *L’enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 10 ss. Per un’efficace e accurata sintesi del dibattito, con particolare riferimento al problema delle autorità indipendenti, cfr. M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, spec. 14 ss. e 91 ss.; F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 105 ss.

offerti dalla giurisdizione amministrativa avverso provvedimenti o comportamenti di una PA o, ancora, quelli che una PA pone in essere per disciplinare direttamente un proprio interesse (*rectius*: l'interesse pubblico di cui è portatrice).

Sarebbero “rimedi privatistici” quelli “amministrati dalla giurisdizione ordinaria o da eventuale altra entità decisionale direttamente deputata alla tutela di interessi giuridicamente tutelati (di regola, diritti soggettivi) di individui particolari, siano essi aggrediti da altri individui privati o da pubbliche amministrazioni. Anche se non amministrati da una giurisdizione ordinaria sono così da considerarsi rimedi privatistici quelli emessi dall’Autorità per la tutela della privacy e in un certo senso anche quelli dell’Autorità per la tutela della concorrenza e del mercato”<sup>7</sup>.

Rispetto a questa “classica” contrapposizione, può rivelarsi non agevole la collocazione dei *poteri* spettanti alle Autorità di settore, le quali sono sovente investite di sempre più penetranti strumenti di *intervento* sull'autonomia privata e sull'esercizio dell'attività d'impresa, agendo dinanzi alla giurisdizione ordinaria ovvero incidendo direttamente sulle realtà giuridica (senza, cioè, la mediazione di un provvedimento di un'autorità giurisdizionale).

Non meno problematico è il caso in cui la legge espressamente affidi all’Autorità di vigilanza il compito di esercitare un potere, “avuto riguardo” ovvero “tenendo conto” delle ricadute del suo esercizio su altri interessi protetti.

Significativo, al riguardo, è il disposto dell’art. 110, co. 1 *bis*, T.U.F., in tema di “inadempimento” dell’obbligo di OPA, che: (i) nell’*incipit* fa salva l’applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria; (ii) attribuisce alla Consob il potere di “imporre” l’OPA totalitaria “inadempita”; (iii) *in alternativa* all’alienazione coatta della partecipazione eccedente acquisita *contra legem*; (iv) attribuisce alla Consob il potere di stabilire il prezzo dell’OPA “anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli”; (v) stabilisce che la Consob debba adottare la decisione di imporre l’OPA “con provvedimento motivato”,

---

<sup>7</sup> Cfr. U. MATTEI, *I rimedi*, in *Il diritto soggettivo*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2001, 124-125. Cfr. anche F. CAFAGGI, P. IAMICELI, *The Principles of Effectiveness, Proportionality and Dissuasiveness in the Enforcement of EU Consumer Law: The Impact of a Triad on the Choice of Civil Remedies and Administrative Sanctions*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2017, 580.

“avuto riguardo”, “tra l’altro”, alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all’alienazione coatta, alle modifiche intervenute nella compagine sociale.

È noto che la disposizione richiamata è stata introdotta, in sede di recepimento della Direttiva OPA, per “fotografare” una fattispecie concreta, all’epoca oggetto di un contenzioso “seriale”, nel quale si dibatteva sul problema della possibile qualificazione della violazione dell’obbligo di OPA, in termini di inadempimento contrattuale ovvero di mera violazione di una disciplina pubblicistica, onde stabilire se gli azionisti delusi per il mancato promovimento dell’offerta avessero diritto a un risarcimento del danno<sup>8</sup>. La “occasionalità” dell’intervento, d’altronde, traspare anche dalla rubrica dell’art. 110 novellato, là dove la locuzione “inadempimento degli obblighi” ha sostituito quella originaria “sospensione del diritto di voto”, che rispecchiava il contenuto dell’unico comma originario. L’uso del sostantivo “obbligo”, anziché “obbligazione”, tra l’altro, è stato ritenuto sintomatico di una presa di posizione del legislatore, nel senso della prevalenza di un approccio (meramente) “pubblicistico”, là dove il riferimento alla “obbligazione” evoca senz’altro un rapporto preesistente, di “doverosa cooperazione”, fra soggetti, quanto meno, determinabili<sup>9</sup>.

Ma si pensi anche ai poteri di intervento e di “reazione”, che le discipline speciali del credito e del risparmio ormai da tempo – e in modo sempre più intenso – riconoscono alla Consob e alla Banca d’Italia, anche in concorrenza con l’iniziativa privata. Storicamente, il pensiero corre ai poteri di impugnazione delle deliberazioni assembleari spettanti alla Consob, relativamente alle società quotate (artt. 110, 120, 121, 122 T.U.F.), e alla Banca d’Italia, per le società

---

<sup>8</sup> La vicenda cui si allude nel testo è il “caso SAI-Fondiaria”, che ha dato origine alla questione della risarcibilità del danno subito dai potenziali destinatari di un’offerta pubblica di acquisto obbligatoria non promossa, in violazione dell’obbligo previsto dall’art. 106 T.U.F. A seguito di una singolare contrapposizione fra Tribunale e Corte d’Appello di Milano, la Corte di Cassazione ha accolto la tesi della sussistenza di un diritto degli azionisti delusi al risarcimento del danno. Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n. 14400, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 725, con nota di A. TUCCI, *La responsabilità per violazione dell’obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*.

<sup>9</sup> Il riferimento lessicale è, in realtà, tutt’altro che decisivo, sol che si ponga mente alla rubrica dell’art. 2932, cod. civ., il cui testo chiaramente regola l’*obbligazione* di concludere un contratto. Sulle questioni evocate nel testo, sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *La violazione dell’obbligo di offerta pubblica d’acquisto*, Milano, 2008.

bancarie e per gli intermediari abilitati ai servizi di investimento (artt. 24 T.U.B. e 14 T.U.F.), rispetto a vizi, per così dire, “ordinari” (*i.e.*, annullabilità), ma originati dall’inosservanza di disposizioni dettate anche a tutela del mercato, così realizzando quella che è stata chiamata l’etero-tutela degli investitori.

In questi casi, la disciplina di un ordinario rimedio civilistico è “piegata” al perseguimento di un interesse pubblico; donde anche gli adattamenti che la stessa subisce, ad esempio, per quanto riguarda il termine di decadenza dell’azione ovvero per l’irrelevanza del pregiudizio potenziale per l’emittente. Ma la fattispecie potrebbe anche essere descritta in una prospettiva “rimediale”, in termini di intervento suppletivo/sostitutivo dell’Autorità di vigilanza, al fine di attenuare gli effetti dei noti problemi di azione collettiva, nelle società ad azionariato diffuso, che, di fatto, precludono ai soci “minimi” l’esercizio dei diritti sociali, soprattutto ove subordinato al possesso di una soglia minima di partecipazione, o che, comunque, comportano un atteggiamento di “apatia razionale”, rispetto alle vicende sociali.

La “commistione” di problemi e di interessi emerge sovente nella prassi applicativa degli istituti evocati.

Così, ad esempio, il ricordato “arricchimento” dei poteri della Consob, nel caso di violazione dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto, è stato ritenuto sintomatico dell’insussistenza di una situazione soggettiva “piena” degli azionisti delusi per la mancata offerta, ravvisandosi, piuttosto, un interesse legittimo al corretto esercizio dei poteri di intervento e di reazione, da parte dell’Autorità di settore<sup>10</sup>. Impostazione, questa, che chiaramente orienta l’indagine nella prospettiva di una tutela soltanto mediata, ovvero “occasionale”, di interessi privati, rispetto al preminente perseguimento di finalità di regolazione e “correzione” delle dinamiche del mercato del controllo societario<sup>11</sup>.

Più di recente, nel settore bancario, è emerso il problema, per così dire, “speculare”, dell’ammissibilità di azioni individuali per realizzare obiettivi della vigilanza, con particolare riferimento alla questione della sussistenza di un diritto individuale del socio di società bancaria a che

---

<sup>10</sup> Cfr. L. DELLA TOMMASINA, *Violazione dell’obbligo di o.p.a. e tutela degli azionisti esterni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 761.

<sup>11</sup> Cfr., già prima della novella, F. FERRO-LUZZI, *Regole «del mercato» e regole «nel mercato»: due vasi non comunicanti*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 207.

non partecipi all'assemblea un soggetto che abbia violato la disciplina in materia di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti (artt. 19 e 22 TUB), in presenza di una scelta del legislatore di affidare all'Autorità di vigilanza la tutela dell'interesse alla sana e prudente gestione dell'impresa bancaria<sup>12</sup>.

Queste rapide esemplificazioni parrebbero deporre nel senso di una possibile "indistinguibilità strutturale" fra applicazione pubblica e privata delle regole giuridiche.

In effetti, un'analisi che si arresti alla considerazione degli *strumenti applicativi* e dei *soggetti* legittimati ad attivarli potrebbe pervenire a una forse troppo "rapida" conclusione, nel senso del superamento della distinzione. Donde anche la convinzione che l'attribuzione a un'autorità amministrativa di poteri di intervento modellati sui tradizionali rimedi privatistici risulti preclusiva dell'azione privata, in qualche modo esauendo lo spazio di tutela accordato alla situazione soggettiva, fermo restando il possibile sindacato dell'esercizio del potere, dinanzi al giudice (amministrativo ovvero anche ordinario)<sup>13</sup>.

### 3. *L'enforcement nel diritto privato regolatorio*

Nei settori regolati, le tematiche evocate hanno assunto peculiari connotazioni, per effetto della disciplina di matrice comunitaria e della sua evoluzione, nella prospettiva della armonizzazione massima e della progressiva espansione nel terreno dei rimedi, tradizionalmente estraneo all'intervento del legislatore comunitario.

Questa evoluzione ha condotto al superamento dell'originaria impostazione dell'architettura istituzionale europea, incentrata sulla contrapposizione fra produzione normativa e sua attuazione, con la finalità di raggiungere una sempre maggiore "armonizzazione" del diritto degli Stati membri<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Cfr. Trib. Genova 21 marzo 2017, in *Corr. giur.*, 2019, V, 680. Il provvedimento non ha, peraltro affrontato *ex professo* la questione evocata nel testo (ma cfr. le riflessioni, sul punto, di M. STELLA, *Tutela cautelare c.d. «pre-assembleare» finalizzata alla inibitoria del diritto di voto altrui*, in *Corr. Giur.*, 2019, V, 687 ss.).

<sup>13</sup> Cfr., per questo approccio, L. DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, in relazione al problema della violazione dell'obbligo di OPA.

<sup>14</sup> Cfr., sul punto, H. W. MICKLITZ, *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2015,

La nuova strategia normativa dell’Unione Europea enfatizza la regolamentazione uniforme dei diversi mercati, puntando, anche a livello di *enforcement*, sull’azione delle autorità amministrative preposte al “governo” di quei mercati<sup>15</sup>.

Le ricadute di questa evoluzione istituzionale sono molteplici. In questa sede, rileva, principalmente, il mutamento di prospettiva nell’*enforcement* delle regole tradizionalmente appartenenti al dominio del diritto privato e, dunque, affidate all’iniziativa delle parti e alla tutela giurisdizionale dei diritti.

Nella prospettiva della “armonizzazione massima”, il decentramento dell’applicazione delle regole presenta il serio inconveniente di legittimare possibili diverse applicazioni del diritto (anche uniforme) di matrice comunitaria, anche sulla base di fattori, *lato sensu*, culturali, attinenti, cioè, alla diversa sensibilità giuridica degli attori delle diverse esperienze giuridiche, fra i quali, *in primis*, le autorità giudiziarie.

Significativa, al riguardo, è la vicenda applicativa delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento e, in particolare, il diverso approccio – nell’esperienza continentale e in quella britannica

---

IV, 491 ss.; F. CAFAGGI, P. IAMICELI, *op. cit.* Nel vigore della Direttiva MiFID I, cfr. la sentenza di C. Giust. UE, 30 maggio 2013, C-604/11 (*Genil 48 S L c. Bankinter S A*), per l’enunciazione del principio secondo cui «spetta all’ordinamento giuridico interno di ciascuno Stato membro disciplinare le conseguenze contrattuali del mancato rispetto degli obblighi in materia di valutazione previsti dall’articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 da parte di un’impresa di investimento che propone un servizio di investimento, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività».

<sup>15</sup> Cfr. A. IANNARELLI, *La direttiva sulle pratiche commerciali sleali business to business nella filiera alimentare: considerazioni introduttive in Liber amicorum Guido Alpa*, F. Capriglione (a cura di), Milano, 2019, 456, il quale ravvisa il momento di svolta nella strategia normativa comunitaria nella Direttiva 2005/29/CE, sulle pratiche commerciali sleali (cfr. il 21° *considerando*). Emblematica dell’approdo di questo nuovo modello sarebbe la Direttiva in materia di pratiche commerciali sleali nei rapporti tra imprese nella filiera alimentare, approvata dal Parlamento europeo il 12 marzo 2019 (Dir. 2019/633/UE), che si affida al “*public enforcement*” ovvero agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie, su opzione degli Stati membri (art. 7), tacendo del tutto sulla possibile attivazione di specifici rimedi privatistici. Con specifico riferimento alla protezione dei consumatori, la tendenza a un accentramento del *public enforcement* emerge nel Regolamento (CE) n. 2006/2004 sulla cooperazione tra le autorità nazionali responsabili dell’esecuzione della normativa che tutela i consumatori (“Regolamento sulla cooperazione per la tutela dei consumatori”).



– al problema della c.d. efficacia orizzontale (*i.e.*, nei rapporti con i clienti) delle regole di organizzazione dell’attività degli intermediari abilitati<sup>16</sup>, nonché alla “gerarchia” fra principi generali (*standards*) e regole di dettaglio (*rules*) nella valutazione della condotta degli intermediari, in ragione della diversa “sensibilità” degli operatori del diritto, rispetto all’applicazione diretta di principi e clausole generale, anche in funzione correttiva di regole puntuali<sup>17</sup>.

La crescente attribuzione alle autorità di vigilanza di strumenti di *enforcement* modellati su quelli tradizionalmente affidati alla tutela civilistica – non soltanto di carattere inibitorio, e con una tendenza espansiva, verso modelli di tutela collettiva – assume, dunque, un diverso significato, se inquadrata nel contesto di una strategia di politica del diritto, volta a contrastare le tendenze “centrifughe” dei singoli Stati membri<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr., soprattutto, *Grant Estates Ltd. v. Royal Bank of Scotland* [2012] CSOH 133. Per l’opposta impostazione, cfr., in termini molto netti, ACF, dec. 5.6.2017, n. 1, in relazione a riscontrate carenze organizzative nella gestione degli ordini di vendita impartiti dai clienti, in particolare, per l’affermazione secondo cui «con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento l’art. 21, comma primo, lett. d), TUF [...] si atteggia indiscutibilmente, e fuori di ogni dubbio, quale disposizione che attribuisce rilievo diretto “nella regolamentazione dell’atto”, e dunque anche ai fini della esecuzione della relativa prestazione da esso nascente, “ai criteri di gestione (e organizzazione) dell’impresa”, così allora riconoscendo anche alla controparte contrattuale il diritto a pretendere che la prestazione sia erogata nel contesto di un’attività correttamente organizzata».

<sup>17</sup> Si vedano, in generale, i saggi raccolti nel volume, a cura di D. BUSCH e G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017. In particolare, sugli aspetti seganalti nel testo, cfr. i saggi di D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID I and MiFID II: The Genil Case and Beyond*, *ivi*, § 20, e di L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, *ivi*, § 4. Un problema di “disarmonia” nell’applicazione delle regole è stato riscontrato anche nel settore della concorrenza, nel quale, peraltro, si tratterebbe di applicare una disciplina comunitaria; donde la Direttiva 2014/104/UE. Cfr., su questi aspetti, F. GHEZZI, *L’efficacia dei poteri di enforcement delle autorità antitrust nazionali nella proposta di Direttiva europea e le possibili conseguenze sul sistema sanzionatorio italiano*, in *Riv. soc.*, 2017, V-VI, 965 ss. Per un esempio di applicazione “correttiva” di clausole generali, si veda la recente sentenza di Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, sul problema della contrarietà a buona fede dell’uso “selettivo” delle nullità di protezione, nei contratti bancari e di investimento.

<sup>18</sup> Cfr. la Raccomandazione della Commissione europea, 11 giugno 2013 (2013/396/UE) “relativa a principi comuni per i meccanismi di ricorso collettivo di

Ne consegue un progressivo “arricchimento” delle funzioni che le autorità pubbliche devono perseguire, non più limitate alla tutela del mercato (in termini di stabilità, efficienza, concorrenza e correttezza dei comportamenti), ma anche dei soggetti che vi operano e, in particolare, dei soggetti “deboli” (consumatori, utenti, clienti, investitori).

Emblematica di questo mutamento di approccio è la novella del Testo Unico bancario, ad opera del d. lgs. 13 agosto 2010, n. 141, attuativo della direttiva 2008/48/CE, relativa ai contratti di credito ai consumatori, per quanto riguarda, in particolare, le finalità cui deve tendere l’esercizio dei poteri delle Autorità creditizie previsti dal titolo VI (art. 127)<sup>19</sup>, *in aggiunta* alle finalità generali della vigilanza, di cui all’art. 5 T.U.B. (che non contempla, come noto, la tutela dei clienti) e, appunto, l’arricchimento di quei poteri, non soltanto in una dimensione preventiva, ma anche, per così dire, compensativa o ripristinatoria (art. 128 *ter*)<sup>20</sup>, oltre che mediante la valorizzazione dei sistemi stragiudiziali

---

natura inibitoria e risarcitoria negli Stati membri che riguardano violazioni di diritti conferiti dalle norme dell’Unione”, che, da un lato esalta il “valore” delle azioni collettive, a tutela di consumatori e utenti, nei settori regolati dal diritto comunitario, dall’altro sottolinea l’importanza dei sistemi alternativi di risoluzione delle controversie. In ogni caso, si fa salva la “coerenza” con le decisioni delle Autorità indipendenti, eventualmente investite del potere di accertare l’avvenuta violazione di norme dell’Unione (22° considerando) e si suggerisce di attribuire alle autorità pubbliche la legittimazione a proporre azioni rappresentative, in alternativa ovvero in aggiunta alle organizzazioni private (III.7). Un problema analogo è ora risolto dall’art. 840 *ter*, ult. co., c.p.c., rispetto alla nuova azione di classe, ove è previsto che – entro il termine di 30 gg. dalla prima udienza – il Tribunale «può sospendere il giudizio quando sui fatti rilevanti ai fini del decidere è in corso un’istruttoria davanti a un’autorità indipendente ovvero un giudizio davanti al giudice amministrativo». In termini generali, la riduzione dei margini di “sperimentazione” delle regole desumibili dalle disposizioni normative, nel caso in cui l’interpretazione e l’applicazione sia rimessa a un’autorità indipendente, anziché a un giudice, è analizzata da F. DENOZZA, *Norme efficienti. L’analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 115.

<sup>19</sup> E si veda anche l’art. 146 T.U.B., in tema di “sorveglianza sui sistemi di pagamento”.

<sup>20</sup> Cfr. M. PERASSI, *Ruolo della Banca d’Italia e della Autorità Giudiziaria nel preservare l’integrità del sistema economico finanziario*, in *Banca imp. soc.*, 2014, II, 349 ss., il quale ritiene che la menzionata disposizione contenuta nell’art. 128 *ter* persegua una funzione ripristinatoria, di riaffermazione delle condizioni antecedenti a una violazione massiva e diffusa di una o più regole di trasparenza e correttezza.

di soluzione delle controversie (art. 128 *bis*)<sup>21</sup>.

Il fenomeno è stato icasticamente descritto in termini di “*administrative enforcement*” del diritto privato e ricondotto, appunto, alla “integrazione” degli obiettivi della vigilanza, con inclusione della tutela dei risparmiatori/consumatori<sup>22</sup>.

Nella prospettiva del diritto sostanziale, si assiste a una singolare ambivalenza di regole organizzative dell’attività di un’impresa, che opera in un mercato regolato ed è, dunque, soggetta alla vigilanza pubblica e al relativo *enforcement*. Al contempo, queste regole sono riferibili all’attuazione del rapporto obbligatorio fra intermediari e clienti, caratterizzando la prestazione attesa e, dunque, “esigibile” dal cliente, ferma restando la loro rilevanza nel rapporto “verticali”, con le autorità di vigilanza<sup>23</sup>.

Peculiarità di queste regole di “diritto privato regolatorio” è di non essere espressione dell’autonomia dei privati, bensì di un preciso disegno di politica economica, nel cui contesto l’attribuzione di situazioni soggettive ai privati è strumentale al conseguimento di obiettivi pubblici, che, nel nostro ordinamento, possono senz’altro

---

<sup>21</sup> Sul punto, cfr. A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 26 ss., il quale ravvisa nelle previsioni del “nuovo” art. 127 T.U.B. un momento di sintesi fra le finalità della vigilanza sulla stabilità macroeconomica del mercato e l’esigenza di tutela informativa dei soggetti che operano nel mercato.

<sup>22</sup> Cfr. H. W. MICKLITZ, *op. cit.*, 498. Sulla insussistenza di un “nesso sistematico diretto” fra finalità della vigilanza (che, ormai, include la tutela dei singoli) e i rimedi civilistici cfr., peraltro, le riflessioni di R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, Milano, 2012, p. 77, traendo spunto da C. Giust. UE, 12 ottobre 2004, C-222/02, in *Foro It.*, 2005, IV, 101, in merito all’insussistenza di un diritto dei singoli depositanti al risarcimento del danno, in caso di indisponibilità dei loro depositi imputabile a una vigilanza carente da parte delle autorità di settore. Nell’ambito della tutela dei consumatori, può ritenersi sintomatica della visione segnalata nel testo la disciplina della “tutela amministrativa contro le clausole vessatorie”, di cui all’art. 37 *bis*, cod. cons., incentrata sul *public enforcement* dell’AGCM, pur se circoscritto all’*accertamento* della vessatorietà delle clausole (cfr. anche il quarto comma). In argomento cfr., tra gli altri, E. MINERVINI, *La tutela amministrativa contro le clausole vessatorie nei contratti del consumatore*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 563 ss.; M. ANGELONE, *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»: il controllo amministrativo avverso le clausole vessatorie*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, I, 16 ss.

<sup>23</sup> Cfr., soprattutto, O. CHEREDNYCHENKO, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2015, IV, 632, ove la sintetica descrizione in termini di “*European supervision private law*”.

trovare una “copertura” nella tutela del risparmio, *oggettivamente considerato*, sancita nell’art. 47 Cost., anche nella prospettiva “dinamica”, del suo investimento in strumenti di finanziamento di iniziative economiche<sup>24</sup>. Si è in presenza di un approccio ben più “invasivo”, rispetto a quello, tradizionale, dell’integrazione delle fonti del regolamento contrattuale con regole eteronome, destinate a “correggere” e finanche a “indirizzare” l’esercizio dell’autonomia dei privati.

All’ampliamento dei poteri e delle finalità dell’azione delle autorità amministrative corrisponde soltanto in apparenza un rafforzamento delle situazioni soggettive o, quanto meno, non nel senso “tradizionale”, di tutela dei diritti su iniziativa del titolare, poiché l’autorità si trova a dover contemperare una pluralità di interessi, nell’esercizio di quello che resta pur sempre un pubblico potere.

Già si è fatto cenno al singolare potere di ordinare l’esecuzione in forma specifica dell’OPA obbligatoria, attribuito alla Consob e da esercitare tenuto conto, oltre che delle ragioni della violazione e, dunque, della situazione soggettiva dei mancati oblati, anche di profili di stabilità dei mercati (art. 110, co. 1 *bis*, T.U.F.). Ma problemi analoghi potrebbero porre i poteri di intervento su negoziazione e collocamento di prodotti finanziari successivi al recepimento della Direttiva MiFID II, la cui previsione risente del superamento dell’ideologia incentrata sulla fiducia verso la capacità del mercato e degli attori privati (emittenti, intermediari, investitori) di “selezionare” i prodotti finanziari, in virtù delle regole di trasparenza e di comportamento, in occasione e/o “a valle” della loro immissione nel mercato (mediante collocamento ovvero negoziazione)<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr. E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, E. Ginevra (a cura di), Torino, 2019, 108 ss., per il richiamo al disposto del secondo comma dell’art. 47 Cost. Per utili spunti – con specifico riferimento all’intervento sul contenuto del contratto, ma sulla base di considerazioni di portata più generale – cfr. M. SEMERARO, *Provvedimenti delle autorità indipendenti e patologie contrattuali*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, 653 ss. (spec. § 4). Più in generale, cfr. S. MAZZAMUTO, *L’autonomia privata e la tutela del consumatore in Europa tra codice civile e Costituzione*, in *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, M.A. Sandulli (a cura di), Milano, 2005, 40 ss.

<sup>25</sup> Cfr., D. BUSCH, *Product Governance and Product Intervention under MiFID II/ MiFIR*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets:*

Almeno un cenno merita, infine, il profilo della interazione fra *public e private enforcement*, in termini di “ibridazione” delle forme di tutela, riscontrabile nei casi in cui l’ordinamento prevede che un’ autorità amministrativa possa adottare provvedimenti volti a indennizzare i soggetti lesi da una condotta illecita, nello svolgimento di un’ attività sottoposta alla vigilanza pubblica.

L’esempio, forse, più eclatante è offerto dalla previsione, nella *section 404 del Financial Services And Markets Act*, del potere dell’Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (*Financial Conduct Authority – “FCA”*) di imporre agli intermediari di adottare un “*consumer redress scheme*”, nel caso in cui risultino diffuse e reiterate violazioni di regole di condotta, dalle quali sia derivato o possa derivare ai clienti un danno, suscettibile di tutela dinanzi all’ autorità giudiziaria. L’aspetto singolare di questo incisivo “rimedio pubblicistico” è proprio la singolare “ibridazione” dello strumento di tutela, la cui attivazione è rimessa sì all’iniziativa dell’Autorità di vigilanza, ma sulla base di una valutazione prognostica del possibile esito di un’iniziativa giudiziaria da parte degli investitori<sup>26</sup>.

---

*MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, § 5.41; H. W. MICKLITZ, *op. cit.* 571 ss., il quale segnala anche le situazioni nelle quali l’Autorità stabilisce “priorità” nelle azioni di *enforcement* da intraprendere, come accade nel diritto antitrust per l’abuso di posizione dominante. L’interesse protetto è, in questi casi, il mercato nel suo complesso, non (direttamente) il singolo operatore del mercato o consumatore. Nella letteratura giuridica italiana, cfr. G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. Giur.*, 2016, IV, 745 ss. *In questo contesto, assume particolare rilievo anche l’espansione del rimedio inibitorio a tutela dei consumatori, nella Direttiva n. 1998/27/CE, poi sostituita dalla Direttiva 2009/22/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2009, relativa a provvedimenti inibitori a tutela degli interessi dei consumatori, che contempla la possibilità, per gli Stati membri, di attribuire i poteri inibitori ad autorità pubbliche indipendenti preposte alla tutela dei consumatori ovvero a organizzazioni rappresentative degli interessi collettivi dei consumatori (10° considerando).*

<sup>26</sup> Su questo aspetto, cfr. O. CHEREDNYCHENKO, *op. cit.*; F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, London, 2019, 98 ss. il quale descrive l’istituto in termini di «*public driven private enforcement mechanism*». Non è escluso – pur se circoscritto – un successivo “riesame” giudiziario, su iniziativa degli investitori (cfr. la *section 404 D*). Soltanto per l’ultimo dei profili segnalati nel testo, può essere ricordata la recente previsione, nel nostro ordinamento, del “Fondo di Indennizzo dei Risparmiatori”, che abbiano subito un pregiudizio in ragione di in ragione di “violazioni massive” degli obblighi di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, da parte di banche poste in liquidazione

In una logica non troppo dissimile può essere inquadrata la menzionata disposizione contenuta nell'art. 128 *ter*, T.U.B., che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di ordinare agli intermediari la restituzione delle somme indebitamente percepite, ove, nell'esercizio dei poteri di controllo previsti dal precedente art. 128, emergano irregolarità. In questo caso, in effetti, l'intervento dell'Autorità di vigilanza potrebbe condurre a un risultato, sostanzialmente, non dissimile da quello di un'azione restitutoria, intentata dal singolo risparmiatore, dinanzi all'autorità giudiziaria.

Il problema dell'effettività dei mezzi di tutela civilistica, anche rispetto all'attività delle autorità di settore, si pone, infine, in termini peculiari nel contesto della tendenza, da parte del legislatore comunitario, a favorire i sistemi stragiudiziali di risoluzioni delle controversie, testimoniato dall'emanazione della Direttiva 2013/11/EU<sup>27</sup>. Significativa, al riguardo, è la previsione dell'art. 75 della Direttiva MiFID II, che impone agli Stati membri l'adozione di procedure "efficaci ed effettive" per la soluzione stragiudiziale delle controversie relative alla prestazione dei servizi di investimento, alle quali gli intermediari sono tenuti ad aderire, con particolare enfasi sulla collaborazione fra gli organismi previsti nei diversi Stati membri.

La valorizzazione dei sistemi di ADR può condurre a una tutela più rapida ed efficace delle situazioni soggettive di consumatori e risparmiatori – anche rispetto a violazioni che, non arrecando un pregiudizio *individualmente* apprezzabile, più raramente approdano nelle aule di giustizia –, forse anche riducendo a tendenza "centrifuga" propria dell'intervento giurisdizionale "decentrato", anche grazie alle forme di coordinamento degli organismi presenti nei diversi Stati membri.

Un ruolo non secondario ed estremamente delicato svolgono, in

---

coatta amministrativa. Si vedano, in particolare, i poteri attribuiti alla Commissione Tecnica dall'art. 7 del D.M. 10 maggio 2019, in applicazione delle disposizioni di cui all'art. 1, commi da 493 a 507, della legge 30 dicembre 2018, n. 145.

<sup>27</sup> Cfr. anche F. CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 1049 ss., per il rilievo secondo cui «sia il legislatore comunitario sia il legislatore italiano mostrano di privilegiare i mezzi alternativi di soluzione delle liti in materia di servizi d'investimento, rispetto al processo ordinario, ritenendo le procedure di conciliazione e di arbitrato, non ad hoc ma regolamentate, più consone alla tutela dell'investitore».

questo contesto, le autorità di vigilanza, che concorrono all'amministrazione di questi organismi e, al contempo, traggono dai "responsi" dei collegi giudicanti elementi informativi per l'esercizio dei poteri di vigilanza. Donde la sensazione che i sistemi di ADR in ambito finanziario siano, al contempo, organismi decisori di controversie, secondo diritto, e istituzioni della trasparenza e dell'informazione dei clienti, che integrano e completano il sistema delle fonti, "orientando" le condotte degli attori del mercato, anche a prescindere da una controversia attuale o, comunque, dalla sua definizione<sup>28</sup>. Funzione ulteriore, da taluno riscontrata, sarebbe quella di "completare" e integrare, per così dire, "dal basso", il sistema della vigilanza di settore, posto che le decisioni dell'Arbitro «integrano il più ampio quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo»<sup>29</sup>.

È, questo, come noto, un aspetto molto discusso – anche con tono polemico –, all'indomani dell'istituzione dell'ABF nel nostro ordinamento, in ragione dei timori di una scarsa autonomia dell'Arbitro dalla Banca d'Italia, con possibile pregiudizio della terzietà dell'Organo giudicante e, in definitiva, delle situazioni soggettive di intermediari e clienti<sup>30</sup>.

#### 4. Funzione ed efficacia dei rimedi

All'esito di questa sia pur sommaria ricognizione dei profili evolutivi dell'*enforcement* nei mercati regolati può avere senso

---

<sup>28</sup> Così, ad esempio, i Collegi dell'ABF hanno il potere di fornire, in sede di decisione (ma indipendentemente dall'esito del ricorso), «indicazioni volte a favorire le relazioni fra intermediari e clienti» (cfr. le "Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari", emanate dalla Banca d'Italia, Sez. VI.3).

<sup>29</sup> *Disposizioni*, cit., Sez. I.1. Cfr., per questa impostazione, F. AULETTA, *La giustizia interna al sistema di vigilanza: funzioni e forme dell'Arbitro*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, A. Barengi (a cura di), Napoli, 2018, 418; ID., ... *il sole e l'altre stelle: è la giurisdizione quella del «sistema» dell'ABF?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 791; P. SIRENA, *Il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, in *Osservatorio di diritto civile e commerciale*, 2017, 12.

<sup>30</sup> Sul punto si rinvia, per riferimenti, ad A. TUCCI, *L'Arbitro Bancario Finanziario tra trasparenza bancaria e vigilanza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 623 ss.

interrogarsi sugli spazi residui per l'autotutela civilistica e sulla possibilità di mantenere ferma la tradizionale contrapposizione degli strumenti di tutela, a fronte di uno paventato progressivo “arretramento” della tutela giurisdizionale dei rapporti economici nei mercati regolati.

Al riguardo, si è osservato, innanzi tutto, che l'azione delle autorità di vigilanza – anche a seguito delle recenti “metamorfosi” sopra tratteggiate – non sopprime l'imprescindibilità del ricorso alla giurisdizione ordinaria, ai fini di una tutela “piena” (cautelare, di cognizione ed esecutiva) delle posizioni giuridiche soggettive lese da condotte che abbiano violato regole di trasparenza e correttezza. In particolare, difficilmente “delegabile” alle autorità di settore sarebbe il rimedio risarcitorio, anche soltanto in ragione della complessità delle prove sovente richieste ai fini della dimostrazione e della quantificazione del danno, nonché per la ricordata compresenza, nella disciplina di settore, di regole puntuali e di clausole generali, che rinviano a un accertamento, caso per caso, della specifica vicenda negoziale<sup>31</sup>.

Può aggiungersi che la già ricordata “ambivalenza” delle regole organizzative dell'attività d'impresa dei soggetti abilitati accresce gli spazi per una tutela giurisdizionale, su iniziativa dei clienti, senza contrastare l'azione “parallela” delle autorità, potendo, anzi, trarre giovamento anche dall'esercizio dei poteri ispettivi e sanzionatori<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> In questi termini: M. PERASSI, *op. cit.*, 360 ss. Per analoghe considerazioni, con riferimento al diritto antitrust, cfr. P. FABBIO, *Note sull'efficacia nel giudizio civile delle decisioni delle autorità della concorrenza nazionali dopo il Decreto enforcement (d.lgs. 19 gennaio 2017, n. 3)*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, II, 381. Un riscontro normativo a questo rilievo può essere individuato nel disposto del quarto comma dell'art. 37 *bis*, cod. cons. («è fatta salva la giurisdizione del giudice ordinario sulla validità delle clausole vessatorie e sul risarcimento del danno»). L'intervento “preventivo” dell'AGCM, in effetti, risulta “strutturalmente” inidoneo a procedere anche a forme di accertamento *in concreto*, ad esempio, incentrate sulla sussistenza di una trattativa individuale.

<sup>32</sup> Una vicenda per molti aspetti emblematica ha riguardato la negoziazione “massiva” di strumenti finanziari derivati, da parte di intermediari finanziari, all'inizio del millennio, che ha talora condotto all'accertamento di violazioni delle regole organizzative, per molti aspetti, agevolando la comprensione di un fenomeno che potrebbe, per contro, non emergere nella dimensione “atomistica” delle singole controversie fra intermediari e clienti. Cfr. il provvedimento di App. Milano, 13 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, VII, 1693, che ha confermato la legittimità delle



Più complesso è il problema degli spazi residui per l'autotutela civilistica, nei casi in cui l'ordinamento di settore contempra un "rimedio" pubblicistico, in tal modo, apparentemente, esauendo il bisogno di tutela.

Al riguardo appare preferibile un'impostazione che mantenga ferma la distinzione tra la *funzione* sottesa alle regole e agli istituti giuridici (la "*funzione normativa*") e gli *effetti pratici della loro applicazione* (la "*efficacia sociale*")<sup>33</sup>.

Per vero, come dovrebbe essere emerso dalle riflessioni sin qui svolte, allorché l'ordinamento accorda a un'autorità pubblica poteri di intervento e di correzione delle iniziative private, il problema percepito e regolato è pur sempre la tutela diretta e immediata di interessi pubblici o, comunque, il contemperamento di una pluralità di interessi. L'eventuale risultato ripristinatorio di un pregiudizio cagionato a soggetti privati attiene, dunque, pur sempre al profilo – appunto, empirico – della *efficacia sociale* dell'intervento pubblico.

Parimenti, l'autotutela privata ha la funzione di accordare un "rimedio" a un interesse egoistico e l'eventuale "complementarietà" di siffatta iniziativa, rispetto alla tutela di interessi pubblici, attiene anch'essa alla efficacia sociale dell'istituto o delle regole, senza

---

sanzioni comminate dalla Consob a una banca, per «la mancata adozione di procedure di ingegnerizzazione idonee a formare prodotti derivati OTC idonei a coprire i rischi degli operatori qualificati ai quali erano destinati, nonché a giustificare, con criteri *ex ante* suscettibili di ricostruzione, le condizioni applicate alla clientela (c.d. meccanismo di *pricing*)». In argomento cfr. B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, *Giur. it.*, 2009, VII, 1704. Per un approfondimento del problema dei rapporti fra regole di organizzazione dell'attività e rapporto obbligatorio fra intermediari e clienti sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 363 ss.

<sup>33</sup> Cfr. M. BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul «concetto» di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, II, 213 ss.; ID., *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust*, cit., 67, per la precisazione che la *funzione normativa* «designa il tipo di problema a partire dal quale l'ordinamento ha ritenuto di fronteggiare un ambito di complessità del suo ambiente e le modificazioni dirette (simmetriche e specifiche) che le soluzioni apprestatevi inducono; la seconda, invece, designa i processi ulteriori (asimmetrici e diffusi) che l'operatività di un dispositivo normativo mette in movimento nell'ambiente sociale».

penetrare nella funzione normativa, ossia nel problema percepito e regolato dall'ordinamento giuridico, mediante l'attribuzione di una situazione soggettiva e degli strumenti di reazione contro la sua lesione.

Emblematica di questa distinzione è la richiamata disciplina dei poteri della Consob nel caso di “inadempimento degli obblighi” di OPA, contenuta nell'art. 110 T.U.F.

La disciplina – che si segnala per gli ampi margini di discrezionalità che parrebbe attribuire all'Autorità di vigilanza – regola pur sempre l'apparato sanzionatorio *di settore*, prevedendo una sorta di singolare esecuzione in forma specifica, rimessa alla discrezionalità della Consob, che dovrà esercitare il potere a essa attribuito in un'ottica di tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso (art. 91 T.U.F.), anche alla luce degli eventi sopravvenuti.

La prospettiva “settoriale” del Testo Unico non esime l'interprete dal valutare la possibilità di un raccordo fra le sanzioni previste dalla legislazione speciale e i principi generali desumibili dal diritto delle obbligazioni. In proposito, sembra tuttora possibile affermare che l'*obbligatorietà* di una condotta attiva (la promozione dell'offerta, secondo le modalità puntualmente scandite dalla legge), sia *funzionale* ad attribuire a soggetti determinati un'*opportunità*, consistente nel pervenire a una consapevole decisione circa un'operazione di disinvestimento e, eventualmente, nel realizzare quella operazione, con la cooperazione (anche) del soggetto (che diventa allora) obbligato ad acquistare, in un contesto alternativo rispetto al mercato. Al contenuto positivo dell'obbligo gravante sul soggetto che abbia superato la soglia rilevante sembra, dunque, fare riscontro l'attribuzione ai beneficiari della condotta imposta dalla legge di una «pretesa giuridicamente tutelata», secondo lo schema del *rapporto obbligatorio*. L'inattuazione del rapporto, pertanto, pone il problema della responsabilità da inadempimento, ai sensi dell'art. 1218 c.c.

Certo, *in concreto*, la responsabilità potrà essere esclusa, ove risulti che dall'inadempimento non è conseguito alcun danno, eventualmente anche per effetto della tempestiva applicazione delle sanzioni. Ma a questa conclusione si potrà pervenire esclusivamente applicando le regole di cui agli artt. 1223 ss. cod. civ., non già invocando la «esaustività» delle *sanzioni* previste dall'art. 110 T.U.F., la cui funzione normativa non è quella di reintegrare il patrimonio dei soggetti lesi, pur potendo, in concreto, realizzare questo effetto.

L'impostazione in questa sede patrocinata trova un significativo riscontro nella giurisprudenza amministrativa, che si è occupata dell'esercizio dei poteri attribuiti all'AGCM dalla l. n. 287/90. In particolare, nel caso "Sky vs. Conto TV", il Consiglio di Stato (sent. n. 4773/2014) ha riformato la sentenza del T.A.R. Lazio (n. 3964/2011), che aveva annullato la delibera con la quale l'AGCM aveva reso obbligatori gli impegni presentati da Sky Italia, ai sensi dell'art. 14 ter, l. n. 287/90, chiudendo il procedimento nei confronti della predetta Società, senza accertare la violazione dell'articolo 82 del Trattato CE (art. 102 TFUE).

Il T.A.R. Lazio aveva attribuito rilevanza decisiva alla circostanza per cui gli impegni presentati e accettati dall'AGCM non fossero idonei rimuovere gli eventuali effetti pregiudizievoli già prodotti; il che avrebbe comportato l'obbligo, per l'Autorità, di concludere il procedimento, accertando l'eventuale sussistenza dell'infrazione, in ragione "dell'eventuale valenza probatoria che tale accertamento, compiuto dall'Autorità istituzionalmente competente, potrebbe avere in un contenzioso civile di risarcimento del danno".

Il Consiglio di Stato ha disatteso questa impostazione, enunciando il principio secondo cui «gli strumenti di *public enforcement* e *private enforcement* operano su piani autonomi e distinti, e pertanto non vanno sovrapposti, essendone diverse sia la natura, sia la finalità perseguita; se i primi svolgono una funzione tipicamente "punitiva" ed "afflittiva" e sono finalizzati primariamente a garantire l'interesse pubblico ad un assetto concorrenziale dei mercati, i secondi possono essere attivati davanti al giudice civile dal privato eventualmente leso da una condotta anticoncorrenziale, al fine di ottenere il risarcimento del danno; ne consegue che la pretesa del privato al corretto esercizio della funzione punitiva propria del *public enforcement*, pur costituendo un interesse giuridicamente rilevante, non ha la consistenza e la pienezza del diritto soggettivo»<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> C. Stato, sez. VI, 22 settembre 2014, n. 4773 (si veda, in particolare, il § 19, ove il rilievo che "l'espressione «*private (antitrust) enforcement* » fa riferimento all'applicazione delle regole antitrust in una controversia giudiziale. Si differenzia dunque dal «*public enforcement*» che consta invece dall'applicazione delle regole antitrust da parte delle Autorità di concorrenza nazionali e della Commissione Europea, le quali agiscono a tutela dell'interesse pubblico alla concorrenzialità del mercato. Nel *private enforcement* le regole di concorrenza vengono invocate da un

In questa prospettiva, assume un diverso significato l’affermazione ricorrente, secondo cui l’iniziativa privata svolge un ruolo complementare, rispetto a quella pubblica<sup>35</sup>.

L’enunciazione, forse, più nota di questo approccio si deve alla

---

soggetto per tutelare una situazione giuridica soggettiva che si ritiene lesa da una condotta anticompetitiva”). Su questi aspetti cfr., in termini generali, M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell’Unione europea*, Milano, 2014, spec. 460-461, per l’analisi dei rapporti fra tutela amministrativa e tutela privata, nonché – con specifico riferimento alla decisione in esame – G. FONDERICO, *op. cit.* Sul ruolo del *private enforcement* dopo l’attuazione della Direttiva 104/2014/UE, cfr., da ultimo, V. MELI, *Introduzione al d.leg. 19 gennaio 2017 n. 3, di attuazione della dir. 2014/104/UE sul risarcimento dei danni per violazione della normativa antitrust*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, I, 117. Un approccio non dissimile ha condotto, di recente, la Corte Costituzionale a negare che l’Autorità garante della concorrenza possa essere giudice *a quo*, rispetto alla questione di legittimità costituzionale (nel caso di specie, l’art. 93-ter, comma 1-bis della legge 16 febbraio 1913 n. 89, introdotto con la legge 27 dicembre 2017, n. 205). La Consulta ha osservato, tra l’altro, che «l’AGCM al pari di tutte le amministrazioni, è portatrice di un interesse pubblico specifico, che è quello alla tutela della concorrenza e del mercato [...], e quindi non è in posizione di indifferenza e neutralità rispetto agli interessi e alle posizioni soggettive che vengono in rilievo nello svolgimento della sua attività istituzionale». A supporto di queste conclusioni, la Corte adduce, tra l’altro, «l’ampio margine di discrezionalità amministrativa che connota istituti quali le autorizzazioni in deroga di intese vietate, l’accettazione degli «impegni» e i c.d. programmi di clemenza (rispettivamente, art. 4, 14 ter e 15, comma 2 bis, legge antitrust)» (C. Cost., n. 13/2019, cit.). Cfr., sul punto, le condivisibili osservazioni di A. IANNARELLI, *L’autorità garante e la tutela della concorrenza: tra interesse «pubblico» e interesse «generale»*, in *Foro It.*, 2019, I, 1533.

<sup>35</sup> Al riguardo, appare, peraltro, condivisibile il rilievo di chi ha suggerito di utilizzare, piuttosto, l’aggettivo “complementare”, nel senso che l’iniziativa privata è sì vista con favore dal legislatore (interno e comunitario), purché non interferisca con l’azione pubblica, che ha pur sempre carattere preminente, appunto, in ragione degli interessi da questa tutelati. Cfr., per il rilievo, G. FONDERICO, *op. cit.*, anche sulla scia di M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell’Unione europea*, cit. L’enfasi sulla necessaria “interazione” fra iniziativa “egoistica” del soggetto leso e intervento dei pubblici poteri è, d’altronde, un “luogo comune” anche al diritto del mercato finanziario, nell’esperienza statunitense. Il *leading case*, generalmente citato, è *J.I. Case v. Borak*, 377 US 426 (1964), in cui la Corte Suprema riconobbe un *private right of action* per la violazione della disciplina federale in tema di voto per delega (*proxy voting*), affermando che «private enforcement of the proxy rules provides a necessary supplement to Commission action». Per riferimenti, sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. int.*, 1998, I, 430 ss.

celebre sentenza *Courage*, nella quale la Corte di Giustizia ha affermato che l'azione del singolo danneggiato per la violazione della disciplina comunitaria sulle intese restrittive della concorrenza è indispensabile per assicurare la "piena efficacia" (*effet util*) dell'(allora) art. 81 del Trattato<sup>36</sup>.

Emblematici di questa visione sono, d'altronde, il terzo e il sesto considerando della *Direttiva 2014/104/UE*<sup>37</sup>, sul risarcimento dei danni per violazione della normativa antitrust, nei quali ricorre con enfasi il richiamo alla necessità di una interazione dell'iniziativa "pubblica" e di quella "privata", per assicurare la "massima efficacia" delle regole di concorrenza.

Se si condividono le considerazioni sin qui svolte, la riscontrata complementarietà attiene pur sempre agli effetti pratici dell'esercizio dell'azione ovvero dei poteri pubblici, piuttosto che alla loro *funzione normativa*<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> C. Giust. UE, 20 settembre 2001, C-453/99, *Courage c. Crehan*. Trattasi, come noto, del *leading case* sul *private enforcement* del diritto antitrust, che, assieme alla più recente decisione della C. Giust. UE, 13 luglio 2006, C-295/04, *Manfredi c. Lloyd Adriatico*, costituiscono il "manifesto" della funzione del *private enforcement* del diritto antitrust, in termini di ausilio alla effettività della disciplina (sul punto, criticamente, M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust)*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), 58 ss.

<sup>37</sup> Il terzo considerando afferma che «per una piena efficacia degli articoli 101 e 102 TFUE, ed in particolare per realizzare l'effetto concreto dei divieti da essi previsti, è necessario che chiunque, compresi consumatori e imprese o autorità pubbliche, possa richiedere un risarcimento dinanzi alle autorità giudiziarie nazionali per i danni subiti a causa di una violazione di tali disposizioni». Il sesto considerando precisa che «per garantire un'efficace applicazione a livello privatistico a norma del diritto civile e un'efficace applicazione a livello pubblicistico da parte delle autorità garanti della concorrenza, i due canali devono interagire in modo da assicurare la massima efficacia delle regole di concorrenza. È necessario dettare regole per coordinare in modo coerente queste due forme di applicazione, ad esempio in relazione alle modalità di accesso a documenti in possesso delle autorità garanti della concorrenza. Tale coordinamento a livello di Unione permetterà inoltre di evitare divergenze fra le norme applicabili, che potrebbero compromettere il corretto funzionamento del mercato interno».

<sup>38</sup> Cfr., peraltro, F. CAFAGGI, H. W. MICKLITZ, «Enforcement» pubblico e privato nel diritto dei consumatori, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), *op.cit.*, 328, i quali ritengono che *la regolazione amministrativa e l'enforcement privato possano entrambi perseguire funzioni di regolazione e di compensazione, ancorché secondo*

Considerazioni non dissimili possono essere svolte anche rispetto ai “nuovi” poteri attribuiti alla Banca d’Italia a tutela dei clienti, rispetto alle violazioni delle regole in materia di trasparenza bancaria (art. 128 *ter*, T.U.B.). La tutela del cliente rappresenta un aspetto importante nell’azione di vigilanza, poiché la sfiducia, conseguente alla scarsa trasparenza e alla scorrettezza, mina la sana e prudente gestione degli intermediari e la stabilità del sistema, sebbene, a rigore, l’esercizio dei poteri in questione non presupponga l’accertamento della minaccia agli interessi protetti dall’art. 5 T.U.B., pur dovendo svolgersi “avuto riguardo” anche delle finalità indicate nelle disposizioni ivi contenute. Non sembra, dunque, corretto ravvisare nella tutela degli interessi del singolo cliente la funzione normativa dei poteri accordati all’Autorità di vigilanza, che si trova pur sempre a dovere “amministrare” una pluralità di interessi pubblici, anche potenzialmente confliggenti, come sta emergendo nella stagione della crisi.

Soltanto apparente risulta, pertanto, la contraddizione fra l’enfasi sulla tutela del cliente/investitore, quale conseguenza dell’emersione della dimensione *imprenditoriale* dell’attività bancaria, e la recente “compressione” di questa tutela, nel contesto delle procedure di gestione delle crisi bancarie<sup>39</sup>.

Una visione “maliziosa” potrebbe indurre ad affermare che la tutela dei clienti/investitori è percepito come un interesse meritevole di protezione nelle fasi espansive dei mercati di riferimento, nel contesto di una esaltazione della dimensione privatistica dell’attività bancaria e

---

*modalità diverse, ma complementari*; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, 2011, 162, per il rilievo secondo cui «sanzioni pecuniarie amministrative e civili pur differenziandosi sul piano *strutturale* presentano caratteri omogenei su quello *funzionale*: si tratta infatti di tecniche normative teleologicamente orientate a realizzare un disegno di controllo sociale delle condotte degli attori del mercato e quindi a influire sul ruolo svolto dai diversi soggetti summenzionati nel processo di produzione, diffusione e controllo delle informazioni». *Per una diversa impostazione cfr., invece, M. LIBERTINI, Il ruolo complementare di «private» e «public enforcement» in materia di antitrust*, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), *op.cit.*, 191.

<sup>39</sup> Emblematica è la questione della legittimazione passiva della banca cessionaria, rispetto alle pretese risarcitorie di azionisti della banca risolta, incentrate sulla violazione della disciplina dell’offerta al pubblico, in sede di emissione e collocamento delle azioni poi “azzerate”. Cfr. le decisioni di Trib. Milano, 8 novembre 2017, ABF, 31 gennaio 2018, n. 235; ABF, 10 gennaio 2018, n. 175, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 570 ss.

finanziaria. Non così nelle fasi recessive, allorché il profilo dell'impresa emerge in una diversa dimensione, quella, appunto, della crisi, la cui gestione comporta una “ri-pubblicizzazione” dell'impresa (quanto agli strumenti e ai soggetti deputati a gestirla), anche con sacrificio dei clienti/investitori, la cui tutela torna a essere quella indiretta o riflessa, ossia conseguente alla salvaguardia della stabilità delle imprese e del mercato nel suo complesso<sup>40</sup>.

È, però, forse preferibile una lettura che tenti di “armonizzare” questi aspetti apparentemente confliggenti, proprio nella prospettiva della disciplina della *impresa bancaria* (o finanziaria) e del mercato in cui questa opera e della relativa disciplina, nel cui contesto è possibile tentare di ricostruire le situazioni soggettive dei clienti/investitori, i quali, a ben vedere, altro non sono se non *alcuni* dei portatori di interessi giuridicamente rilevanti nel mercato regolato. La tutela accordata a questi soggetti (e, di riflesso, l'individuazione della situazione soggettiva), dunque, deve essere ricostruita alla luce della disciplina complessiva del mercato regolato e dei preminenti interessi da questa protetti e perseguiti. Il che, a ben vedere, potrebbe indurre – in una più ampia prospettiva d'indagine, che, in questa sede, è possibile soltanto indicare – a un ripensamento delle tradizionali ricostruzioni unitarie del soggetto e dei rimedi, conducendo a una inevitabile frammentazione, salvo tentare una ricomposizione “settoriale”.

Riprendendo, dunque, la questione da cui la presente riflessione ha preso le mosse, può dirsi che la distinzione fra public e private *enforcement* tende a sfumare e a divenire quasi impercettibile, se incentrata, in termini strutturali, sulla tipologia di “applicazione” delle regole (preventiva/successiva; risarcitoria/restitutoria/inibitoria) ovvero anche sul soggetto titolare del diritto/potere. Apparentemente anche l'interesse protetto non risulta decisivo. Se, invece, si ha riguardo ai profili funzionali della im/mediatezza e della non/strumentalità della tutela accordata/attivata, il senso della distinzione permane e può

---

<sup>40</sup> Al di là di qualsiasi connotazione psicologica, il rilievo formulato nel testo non è del tutto privo di riscontri empirici, anche in una dimensione diacronica, sol che si rammenti la genesi storica della legislazione bancaria italiana del 1936-38, certo non particolarmente attenta ai profili di tutela *individuale* del cliente (oltre che, per vero, di concorrenzialità del mercato). In tempi di crisi più recenti, d'altronde, il coordinamento europeo del sistema di vigilanza confluisce, “inesorabilmente”, nella vigilanza macro-prudenziale, per la prevenzione di rischi sistemici.

costituire un utile criterio di orientamento dell'interprete, anche nella soluzione di questioni applicative.