

## Mercati finanziari e regolazione pubblica: il settore assicurativo e il ruolo dell'IVASS

Emanuela Della Corte

SOMMARIO: 1. La rilevanza sistemica del settore assicurativo. – 2. Le peculiarità dell'assicurazione. Dal singolo contratto all'attività d'impresa. – 3. Bilancio di un secolo: dall'INA all'IVASS. – 4. L'opzione dell'istituzione di un'*Authority* di settore: tra autorità e consenso. – 4.1 Il contraddittorio rafforzato nei procedimenti sanzionatori. – 4.2 La consultazione nelle procedure regolatorie. – 5. IVASS, Consob e Banca d'Italia: una triade inestricabile. Spunti conclusivi.

### 1. *La rilevanza sistemica del settore assicurativo*

Ancora oggi, quando si parla della crisi dei mutui *subprime* il pensiero volge a dinamiche e componenti propri del settore interbancario: l'opportunismo degli intermediari finanziari e i fenomeni di azzardo morale<sup>1</sup>; l'erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito<sup>2</sup>; la propensione degli operatori del settore a liberarsi dei rischi così assunti attraverso operazioni di cartolarizzazione; la creazione e la capillare circolazione di prodotti finanziari strutturati estrema-

---

<sup>1</sup> Il tema, peraltro, è strettamente legato alle assicurazioni: si pensi banalmente al rischio che il guidatore assicurato sia meno cauto rispetto agli altri, sapendo che i danni da lui eventualmente procurati verranno pagati dall'assicurazione. Nel 2008 il tema dell'azzardo morale, balzato al centro delle cronache con l'esplosione della crisi, ha messo in evidenza come molte istituzioni finanziarie, al fine di massimizzare i guadagni, avessero assunto più rischi di quanto la prudenza avrebbe consentito nella certezza di non essere lasciate fallire, poiché *too big to fail*. D'altronde, l'azzardo morale e il sospetto di comportamenti opportunistici ancora oggi dividono l'Europa e il timore che alcuni soggetti o paesi possano approfittare di altri spezza la catena di solidarietà, collante necessario per tenere insieme qualsiasi tipo di comunità. Cfr. E. Fleres, *Too big to fail: Storia di una crisi*, Roma, 2011; A.R. Sorkin, *"Too big to fail": Inside the Battle to Save Wall Street*, in *Penguin Publishing Group*, 2010.

<sup>2</sup> È stata l'epoca dei Nina, «*No income, no assets*» e dei Ninja «*no income, no job, no assets*». I titoli, frutto di cartolarizzazione di questi crediti di minore qualità – accompagnati da un *rating* un po' più prudente e da rendimenti più elevati – vengono definiti *subprime*, ovvero non di prima qualità.

mente complessi<sup>3</sup>; il ruolo centrale assunto dalle agenzie di *rating*<sup>4</sup>; il fallimento della *Lehman Brothers*<sup>5</sup>. Una concatenazione di eventi e l'innesto di un preoccupante effetto domino acuiti dall'assenza di un'adeguata politica di regolamentazione dei mercati.

Spesso, tuttavia – probabilmente anche a causa del *bias bancocentrico*<sup>6</sup> che tendenzialmente caratterizza la cultura economico-giuridica – ci si dimentica di un ulteriore evento dalla portata tutt'alto che trascurabile, ovvero della combattu-

<sup>3</sup> Il riferimento è principalmente agli *Asset Backed Securities*, strumenti finanziari negoziabili o trasferibili, emessi in seguito alla pratica di cartolarizzazione dei crediti assistiti da garanzie reali. In estrema sintesi, il meccanismo è il seguente: la banca eroga un certo numero di mutui garantiti da ipoteca, successivamente cede quei mutui, i rischi e le garanzie connessi ad un altro soggetto creato appositamente, nel gergo finanziario chiamato «*special purpose vehicle*», il quale, attraverso operazioni di cartolarizzazione, trasformerà i rapporti creditizi che nascono tra la singola banca e il singolo debitore in veri e propri titoli negoziabili, per poi tentare di collocarli sul mercato. Grazie all'utilizzo delle ABS, da un lato le banche hanno potuto aggirare i limiti di capitale erogando molto più credito di quanto i mezzi propri della banca avrebbero consentito; all'altro lato, le medesime banche, non conservando più nei propri portafogli i rischi connessi a quei crediti, tenderanno inevitabilmente ad essere meno rigorose nel concederli. L'obiettivo era creare diverse classi di titoli per livello di rischio e rendimento: i titoli rappresentativi i crediti più sicuri – perché assistiti da garanzie più solide – erano definiti *prime* perché appunto più sicuri. Durante gli anni del *boom*, tuttavia, molti crediti sono stati erogati a soggetti che non avevano un patrimonio alle spalle, un reddito adeguato o, addirittura, che non avevano reddito *tout court*.

<sup>4</sup> Protagonisti in quegli anni furono Standard and Poor's, Moody's and Fitch. Nel 2003 davanti al Parlamento tedesco, l'allora Presidente dell'Autorità federale per la supervisione finanziaria li definì «il più grande potere incontrollabile del sistema finanziario internazionale», di conseguenza anche dei sistemi finanziari nazionali. Tra il 2006 e il 2007, oltre 10.000 titoli strutturati collegati a mutui immobiliari – quelli dai quali si è poi scatenata la crisi, gran parte dei quali entro il 2010 erano diventati *junk bond*, titoli spazzatura – vennero valutati come triple A. Eppure, nel gergo si è parlato di «*over rated*», non tanto per riferirsi al fenomeno di titoli classificati in modo eccessivamente ottimistico, quanto piuttosto per indicare una vera e propria overdose di *rating*.

<sup>5</sup> L'improvviso decesso della Lehman Brothers, banca di Wall Street con 26.000 dipendenti ed un secolo e mezzo di vita, divenne l'argomento più emblematico della grande crisi finanziaria. I contraccolpi si sono fatti sentire ovunque: crolli in borsa, risparmiatori disperati, mercati del credito congelati e polemiche sulle responsabilità di quel *bail-out*. Paulson, ex ministro del Tesoro USA, ha affermato di aver cercato disperatamente e senza esito, nel *weekend* prima del fallimento, un acquirente per la Lehman, non disponendo di alcun altro strumento per salvare una banca di quelle dimensioni, né per garantire uno smantellamento ordinato. Per molti, tuttavia, Paulson non fece quasi nulla per scongiurare la crisi o attenuarne l'impatto, tanto da finire nella lista nera dei 25 maggiori colpevoli del disastro stilata dal *Time*. Sul tema, *ex multis*, F. Marconi, *Le origini e la diffusione della crisi Finanziaria: evidenze teoriche ed empiriche*, in *La crisi mondiale Storia di tre anni difficili* (a cura di) A. Crescenzi, *Luiss University Press*, 30 settembre 2010; N. Linciano, *La crisi dei mutui subprime problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, CONSOB, Quaderni di Finanza, n. 62, settembre, 2008.

<sup>6</sup> L. Desiderio, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2010, 1-2: «Ho più volte detto e scritto che, se bancocentrica è la nostra economia [...], bancocentrica appare anche la nostra cultura giuridica. Per quanto l'industria assicurativa si dimostri sempre più un fattore di sviluppo delle strutture economiche; per quanto molte compagnie siano protagoniste nella partecipazione al "risiko" che sta riarticolando il nostro sistema finanziario; per quanto la più grande realtà imprenditoriale del nostro Paese (o una delle più grandi) sia una Compagnia di assicurazione; per quanto il controllo sulle assicurazioni sia stato introdotto nel nostro ordinamento assai prima del controllo bancario; per quanto la materia assicurativa, per essere attraversata da una forte interdisciplinarietà, risulti anche scientificamente intrigante; per quanto tutto questo, le assicurazioni continuano ad apparire come un continente sconosciuto, una terra abitata dai leoni, secondo quanto si scriveva dei continenti inesplorati nelle vecchie carte geografiche».

ta scelta del governo Bush di procedere al salvataggio dell'*American International Group*, la più grande compagnia assicurativa a livello mondiale<sup>7</sup>.

Benché, infatti, i fattori di innesto del dissesto fossero tutti nella componente strettamente bancaria, il susseguirsi di inadempimenti e fallimenti a cascata travolse anche l'*American International Group* che, dal canto suo, aveva mostrato una certa leggerezza – o, forse, un incauto ottimismo – nel maneggiare strumenti dalla natura mista ed esporre il proprio patrimonio ad un concreto pericolo di insolvenza<sup>8</sup>.

Il resto della vicenda è storia: dopo un iniziale momento di scetticismo, il Presidente Bush<sup>9</sup>, – preso atto dei limiti di un approccio marcatamente liberista<sup>10</sup>

<sup>7</sup> Tra i numerosi protagonisti della crisi del 2008 ricordiamo sicuramente Henry Paulson, ex ministro del Tesoro USA, scelto nel 2006 da George Bush per sostituire John Snow. Paulson era, allora, ancora *chief executive* della Goldman Sachs, una delle più potenti e temute banche di Wall Street. Pur non riuscendo a salvare la Lehman, Paulson fece arrivare in poche ore alla compagnia di assicurazioni American International Group, solo in una prima battuta, ben 85 miliardi di dollari per scongiurare il fallimento. Successivamente impose il commissariamento dei due colossi semi-pubblici dei mutui Fannie Mae e Freddie Mac. Molti repubblicani lo accusarono di voler nazionalizzare Wall Street. Nel libro autobiografico *'On the Brick'*, Paulson ha ricostruito quei giorni drammatici della crisi, tentando di eludere le aspre critiche rivolte di chi insinuava che, attraverso il salvataggio dell'*American International Group* con i soldi dei contribuenti, il ministro stesse indirettamente facendo gli interessi della sua Goldman Sachs.

<sup>8</sup> Ci si riferisce, in particolare, all'impiego dei *credit default swap*, ovvero dell'accordo tra acquirente e venditore su un certo rischio di credito: il compratore corrisponde al venditore un premio periodico fino a verificarsi dell'evento creditizio assicurato – segnatamente il fallimento del debitore – al verificarsi di tale evento il venditore corrisponde alla controparte, il valore della perdita. Il *credit default swap* costituisce in sostanza un contratto di tipo assicurativo per i sottoscrittori di obbligazioni che vogliono coprirsi dal rischio di credito dell'emittente. Durante quegli anni l'AIG non si limitò a vendere solo polizze assicurative tradizionali, ma anche assicurazioni contro il rischio di fallimento degli strumenti finanziari prodotti a seguito della cartolarizzazione, proprio attraverso la vendita di *credit default swaps*. Quindi, se una banca era preoccupata dell'eventualità che un titolo nel suo portafoglio potesse diventare spazzatura, poteva comprare un CDS da AIG che promettesse di pagare in caso di perdita di valore del titolo. Per le banche, era un contratto conveniente, perché un'assicurazione di questo tipo rendeva i titoli in portafoglio privi di rischio, e quindi riduceva le riserve di capitale che la banca avrebbe dovuto detenere. Eppure, quando i prezzi delle case hanno iniziato a scendere, riducendo drasticamente le già limitate garanzie dei mutuatari, la AIG ha dovuto onorare molte di quelle promesse, senza riuscire a reggere il contraccolpo. Allontanandosi dai confini propri della tradizionale attività assicurativa l'AIG divenne, di fatto, una sorta di *hedge fund*. Sul tema P. Dacrema, *La crisi della fiducia*, Milano 2008, 5-6.

<sup>9</sup> Il quale *«found it hard to believe that an insurance company could be so systemically important»*. Così H. Paulson, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, 2011.

<sup>10</sup> Dopo il lungo ciclo di privatizzazioni degli anni 80 e 90, in cui il principale approccio degli Stati era quello di cedere ai privati quante più fette possibili di economia, dal 2008 in poi sembra iniziata una fase diversa, in cui molte delle antiche certezze sembrano venute meno. La violenza e la velocità con cui la crisi finanziaria ha minacciato la stabilità dell'economia mondiale, ha indotto i governi a fare una rapida marcia indietro rispetto all'ideologia liberale. La parola 'nazionalizzazione' viene sdoganata, non è più un *tabù*. Basti pensare a quello che è accaduto nel cuore pulsante del capitalismo mondiale, gli Stati Uniti d'America: dopo il fallimento della Lehman Brothers, il governo ha operato un rapido, quanto non convenzionale l'intervento, nazionalizzando d'un colpo le due principali banche immobiliari del continente, Fannie Mae e Freddie Mac, nonché, di fatto, anche l'*American International Group*. Anche l'industria però non è sfuggita a questa tendenza, basti pensare come il governo americano sia stato costretto ad intervenire direttamente anche nel capitale della casa automobilistica Chrysler. In Europa, i primi segnali del grave pericolo che incombeva sul sistema finanziario erano arrivati *in primis* dall'Islanda, il cui governo era stato costretto ad un certo punto a nazionalizzare tutto il

e compresi i rischi sistemici e la massima ‘gittata’ di una potenziale crisi di liquidità della compagnia – diede avvio a quello che è stato, comprensibilmente, definito uno dei più grandi salvataggi pubblici nella storia della finanza mondiale<sup>11</sup>, per un ammontare che, ancor oggi, non è facile calcolare, ma che arriva a lambire complessivamente la somma di quasi 200 miliardi di dollari<sup>12</sup>.

In sostanza, la crisi finanziaria degli anni 2007-2009 ha lasciato in eredità una rinnovata consapevolezza circa l’interconnessione dei mercati e degli stessi settori del comparto finanziario, all’interno del quale il mercato assicurativo rappresenta un segmento di fondamentale rilevanza economica e sociale.

Anche la storia recente del diritto assicurativo, allora, potrebbe essere utilizzata quale cartina di tornasole per vagliare l’evoluzione e l’impatto delle misure e delle azioni che hanno caratterizzato il delicato rapporto tra poteri pubblici e attività economiche in questo particolare comparto del sistema finanziario<sup>13</sup>. Si tenterà, allora, di esaminarne brevemente l’evoluzione nei limiti in cui la stessa possa risultare utile a meglio cogliere la *ratio* delle attuali scelte di *policy* e la portata delle stringenti regole di *governance* funzionali a regolare la materia.

Lo scopo del presente lavoro è, dunque, quello di mettere in luce come questa nuova era «*of prudential regulation*»<sup>14</sup> abbia influenzato le scelte del legislatore

---

sistema bancario. D’altra parte, il fallimento di una banca nell’economia moderna rappresenta uno dei fattori di maggior rischio sistemico. Un caso che da subito è parso a molti paradigmatico, è quello della Banca britannica Northern Rock, il quinto istituto di credito del paese specializzato nel mercato dei mutui immobiliari che a metà del 2007 entra in una crisi che costringe il governo ad un intervento rapido e deciso, anticipando tutta una serie di manovre successive attuate dagli altri paesi. Ma, forse, il colpo più grande per il Regno Unito arriverà qualche mese più tardi, nell’ottobre del 2008, quando il governo dovrà, di fatto, nazionalizzare la Royal Bank of Scotland, immettendovi liquidità per 46 miliardi di sterline. Da ultimo, in Italia l’intervento di ricapitalizzazione precauzionale attuato dal Governo a favore del Monte dei Paschi di Siena, nonché il salvataggio della Cassa di Risparmio di Genova, hanno reso più evidente il nesso indissolubile tra tutela del risparmio e regolamentazione finanziaria. Sul tema, D. Siclari, *Profili giuridici dell’educazione finanziaria nell’ordinamento italiano*, in G. Leone (a cura di) *Scritti in memoria di Giuseppe Abbamonte*, Tomo III, Napoli, 2019, 1623; dello stesso A. Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio di sussidiarietà orizzontale, In *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010. Si rinvia, inoltre, a G. Pagliari, *Libertà, autonomia privata e utilità sociale. Una riflessione problematica*, in G. Leone (a cura di) *Scritti in memoria di Giuseppe Abbamonte*, Tomo II, Napoli, 2019, 1123, con riflessioni che, seppur rivolte precipuamente agli enti del Terzo Settore, paiono estendibili anche alla disciplina degli enti finanziari.

<sup>11</sup> G. Giordano, F. Vella, *Quanto rischiano le assicurazioni?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2, 2017.

<sup>12</sup> Sul tema, E. Fleres, *Too big to fail*, cit. Sulle ragioni del salvataggio e sulle sue modalità, si è formata una ricca letteratura con approcci e interpretazioni diversi, che ha messo in evidenza luci ed ombre delle misure adottate e delle scelte di *policy* seguite, ma è importante mettere in evidenza che l’origine del virus che ha investito l’intero gruppo assicurativo era nella filiale inglese di AIG con un’attività incentrata in *credit default swaps*.

<sup>13</sup> Se, allora, la regolamentazione del sistema finanziario rappresenta un importante capitolo del più ampio tema del controllo pubblico dell’economia, così, il comparto assicurativo potrebbe rappresentare un «laboratorio fecondo di problemi e soluzioni suscettibili di estensione a molti altri settori dell’ordinamento civile e commerciale». In questi termini, P. Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, 3, 410.

<sup>14</sup> J.S. Wan, *Systemically Important Asset Mangers: Perspectives on Dodd-Frank’s Systemic Designation mechanism*, in *Columbia Law Review*, 2016, 805 ss.

italiano, evidenziando come le concrete modalità attuative dell'intervento statale nel settore assicurativo – al pari di quanto avviene con riferimento settore bancario e mobiliare – non possano fare a meno di confrontarsi con questioni giuridiche di portata più generale.

## 2. *Le peculiarità dell'assicurazione. Dal singolo contratto all'attività d'impresa*

Lo studio del contratto di assicurazione, quale generale e trasversale strumento di reazione al rischio, non può che fare i conti con la multisettorialità del fenomeno complessivamente inteso, caratterizzato da una fitta trama di interferenze tra diritto pubblico e diritto privato e da sempre al centro dell'attenzione tanto di scienze giuridiche, quanto di analisi marcatamente economiche.

Sembra opportuno sottolineare come nell'ambito assicurativo, tra 'attività imprenditoriale' e 'singola operazione negoziale' sussista una connessione ben più intima di quella che si verifica tra 'impresa' e 'contratto' in altri rami delle attività economiche.

Le caratteristiche eccentriche del contratto di assicurazione emergono, *in primis*, dal versante privatistico: gli stessi studiosi di diritto civile, dapprima tradizionalmente incentrati sull'esame della disciplina del singolo contratto, non hanno potuto fare a meno di calare l'analisi relativa al mero scambio di consensi nell'ambito della più globale attività svolta dall'impresa assicuratrice<sup>15</sup>. In altri termini, il contratto di assicurazione, emancipandosi dalle native e ben più rudimentali strutture sviluppatesi nell'ambito del diritto marittimo<sup>16</sup>, si è ben presto allontanato dalla tipica alea che avrebbe caratterizzato l'assunzione isolata di un determinato rischio e, avviandosi progressivamente verso forme professionali di organizzazione dell'attività, si è inscindibilmente legato al concetto stesso di

---

<sup>15</sup> G. Castellano, *Le assicurazioni private*, in *Giurisprudenza sistematica civile e commerciale*, Torino, 1970, 3 ss; L. Mossa, *Impresa e contratto di assicurazione nelle vicendevoli relazioni*, in *Assicurazioni*, 1953, I, 141; F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978; G. Ottaviani, *L'impresa di assicurazione, origini, rischio, evoluzione*, Milano, 1981, 11 ss.

<sup>16</sup> Sin dagli albori dei commerci marittimi genovesi e fiorentini sono stati rinvenuti accordi volti al trasferimento di rischi da un soggetto a un altro (denominato «sensale» o «mezzano»); ai primordi l'attività assicurativa si presentava fortemente avventizia ed aleatoria, con forti analogie con la mera speculazione o la scommessa, con l'unica differenza che mentre nella scommessa si tratta di un rischio artificialmente creato al momento del contratto, nell'assicurazione il rischio esisteva realmente. Solo successivamente, a partire dal XIV secolo quando da attività posta in essere da singoli soggetti, si passò ad un'attività esercitata professionalmente e in maniera aggregata, e specie tra XVII e XVIII secolo, con la possibilità che l'assicuratore riuscisse ad analizzare in maniera professionale la concretizzazione del rischio, il settore assicurativo divenne gradualmente un vero e proprio ramo dell'economia.

impresa, quest'ultima intesa quale essenziale strumento atto a svolgere un'attività socialmente utile<sup>17</sup>.

Pur senza soffermarci sulle speculazioni dottrinali volte a circoscrivere il concreto ruolo attribuito all'elemento della 'organizzazione imprenditoriale' – tanto da includerla nell'ambito degli elementi essenziali del contratto<sup>18</sup> – è evidente come ancora oggi la reciproca interferenza tra impresa e contratto rappresenti «uno dei profili più interessanti e allo stesso tempo irti di difficoltà che attengono allo studio delle assicurazioni»<sup>19</sup>, rendendo di pregnante rilievo lo studio della gestione della prima per una piena comprensione del fenomeno nel suo complesso.

La professionalizzazione dell'attività assicurativa ha, dunque, determinato la nascita dell'operazione economica per come oggi la conosciamo e che trova il presupposto fondante nel meccanismo – di fatto attuabile solo attraverso l'esercizio di un'attività imprenditoriale – di diversificazione dei rischi e di gestione dei premi incassati, funzionale a garantire la solvibilità della impresa stessa.

Ad oggi la funzione dell'assicurazione non è più, infatti, quella della mera assunzione di un rischio, piuttosto è quella della compensazione dei rischi, della loro distribuzione, attraverso la tecnica assicurativa fondata essenzialmente sul calcolo delle probabilità e sulle leggi dei grandi numeri: il rischio, dunque, rimane nella realtà delle cose, ma in concreto ne vengono neutralizzati gli effetti economici<sup>20</sup>.

Detto in altri termini, il verificarsi di un determinato evento, il quale se venisse atomisticamente considerato sarebbe soggetto esclusivamente alla legge del caso, finisce, invece, per essere regolato da leggi costanti: a cascata, il lucro dell'assicuratore non dipenderà, allora, dalla circostanza che il singolo l'evento si

<sup>17</sup> Cfr. G. Fanelli, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, vo. XXXVI, 1, Milano, 1973, 19: «Questa e non altra è l'assicurazione in senso tecnico-economico, poiché nessun effettivo rilievo tecnico e nessuna generale funzione economica avrebbe l'assunzione isolata di un determinato rischio e cioè il puro e semplice spostamento delle conseguenze economiche di quest'ultimo da patrimonio del soggetto che vi è naturalmente esposto a quello di un altro soggetto che le assuma a proprio carico».

<sup>18</sup> Secondo una prima tesi, l'importanza dell'impresa era tale da farla assurgere ad un vero e proprio elemento essenziale del contratto. Così, C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, 1914, vo. 6, 3, in *Cod. Comm. commentato*, Torino, 3; più di recente, G. Ferri, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Milano, 1963, 111. Di avviso contrario era la dottrina civilistica che, pur nella consapevolezza della rilevanza dell'impresa rispetto al contratto, tentava di mantenere distinto il piano economico da quello giuridico formale, pur sempre ammettendo che un'organizzazione imprenditoriale potesse indirettamente avere riflessi sul singolo contratto. Cfr. A. Donati, *L'organizzazione ad impresa dell'assicurazione e il concetto del contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1937, I, 263 ss; R. Capotosti, *Note in tema di qualificazione del contratto di assicurazione. Prestazioni di facere e contratto di assicurazione, Fattispecie e discipline*, 2013, Milano, 79-81; F. Santoro-Passarelli, *La causa del contratto di assicurazione*, in *Libertà e autorità nel diritto civile*, Cedam, 1977, 135, il quale tuttavia sottolinea che il contratto di assicurazione rimane tale anche senza il procedimento tipico delle imprese assicurative: «[...] l'impresa penetra nella causa del contratto di assicurazione. L'impresa non è presupposto, non è requisito soggettivo, non implica una comunione giuridica d'interessi, ma fa parte della causa del contratto di assicurazione».

<sup>19</sup> P. Corrias, *Disesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, 2001.

<sup>20</sup> G. Fanelli, *op. cit.*, 19.

verifichi o meno, quanto dalla maggiore o minore perfezione tecnica della regola posta alla base della sua organizzazione<sup>21</sup>. Di conseguenza, se adeguatamente organizzata, l'attività assicurativa porterebbe alla costituzione di una sorta di meccanismo mutualistico attraverso il quale il rischio individuale verrebbe, in un certo senso, tramutato in rischio collettivo.

È evidente che un tale risultato sia frutto di un'attività estremamente tecnica e complessa, nell'ambito della quale – considerati i notevoli impatti socioeconomici – velleità propriamente manageriali hanno presto dovuto cedere il passo e fare i conti con un penetrante controllo pubblico a tutela del mercato e degli utenti dello stesso.

Tali considerazioni giustificano, allora, la scelta di optare per un incisivo intervento statale in questo particolare settore dell'economia, un intervento inevitabilmente 'bicefalo', volto tanto alla struttura ed al contenuto del contratto, quanto soprattutto alla disciplina dell'impresa<sup>22</sup>.

### 3. *Bilancio di un secolo: dall'INA all'IVASS*

L'evoluzione storica, sommariamente riportata, mette in luce le ragioni dell'altalenante sviluppo normativo che ha da sempre caratterizzato il settore: nonostante, infatti, il lento progredire della disciplina dell'assicurazione, dalla nascita dello Stato italiano fino ai primi anni 1900, il legislatore, non ancora pienamente consapevole della funzione sociale del fenomeno, ha inizialmente adottato un approccio di «agnosticismo neutrale»<sup>23</sup>.

Lo scenario muta quando, nel 1912 durante il terzo governo Giolitti, con la logica del 'o tutto, o niente', lo Stato interviene in materia e, attraverso una soluzione transitoria, istituisce un parziale monopolio di settore tramite la costituzione dell'INA, l'Istituto Nazionale delle Assicurazioni<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Grazie al calcolo delle probabilità e alla legge dei grandi numeri, quindi, l'attività assicurativa «non è per l'assicuratore più aleatoria di tutte le altre attività commerciali». Così, F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Milano, 1978, 1; negli stessi termini, C. Angelici, G.B. Ferri, *Diritto Commerciale*, novembre 2016, 765 ss.

<sup>22</sup> Sul tema, M.L. Passador, *Tra mercati e vigilanza: il caso dell'ISVAP/IVASS*, in *Mercato Concorrenza Regole*, Fascicolo 1, aprile 2017; A. Coscarelli, N. Monfreda, *Il controllo del sistema economico e finanziario*, Milano, 2007, 154 ss; A. Police, *Tutela della concorrenza e pubblici poteri*, Torino, 2007.

<sup>23</sup> P.G. Vianello, *Assicurazione privata e controllo pubblico*, Milano, 1989, 39 ss.

<sup>24</sup> Si rinvia a S. Potito, *La costituzione dell'Ina e il monopolio statale delle assicurazioni (1912-1922)*, in *Pecunia*, n. 15, 2012, 163-200; R. Pearson, *L'Italia e la storia delle assicurazioni in Europa: lo stato dell'arte e le prospettive*, in P. Garonna, M. D'Alessandro (a cura di), *Assicurazioni e sviluppo: lezioni dalla storia*, Bancaria editrice, 2012; A. Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, Milano, 1980, 1-54, il quale evidenzia che «Gli avvenimenti che caratterizzarono i primi 25 anni del '900 incisero in modo decisivo sulla disciplina dell'impresa di assicurazione, ed in misura forse superiore a quella verificatasi per qualsiasi altro settore della nostra econo-

Pur senza soffermarsi sulle normative di dettaglio – e sulla circostanza che di fatto che anche durante il breve regime transitorio non si addivenne ad una totale soppressione della concorrenza – si nota anzitutto come il progetto giolittiano abbia funto in un certo senso da detonatore rispetto alle scelte di *policy* operate negli anni successivi e, inoltre, come abbia creato terreno fertile per il progressivo sviluppo della legislazione sociale in materia<sup>25</sup>.

Prima, con la legge istitutiva dell'INA e, pochi anni più tardi, attraverso il r.d.l. 29 aprile 1923, n. 966 – che, accentuando la fisionomia privatistica del giovane ente pubblico, consentì allo stato di abdicare dal ruolo di monopolista del settore – viene definitivamente consacrata l'ingerenza statale nell'ambito dell'intero comparto assicurativo<sup>26</sup>, seppur con una mutata veste istituzionale: lo Stato, in un certo senso, allontanandosi dalla gestione attiva di quella che era ormai da considerarsi a tutti gli effetti attività di interesse generale, nondimeno assume il ruolo di depositario della funzione e dei poteri di sorveglianza e regolazione su tutto il settore<sup>27</sup>.

Abolito il monopolio dell'INA, durante tutta la prima metà del Novecento, le imprese assicurative vengono gradualmente sottoposte ad una ampia serie di poteri amministrativi e ad un complesso di regole tecniche, economiche e finanziarie. Si provvede a dotare il settore di una disciplina organica, dettando principi generali che – seppur con i dovuti adattamenti – sono sopravvissuti sino ad oggi<sup>28</sup>: dalla disciplina contenuta nel codice civile del 1942; passando per l'approvazione del Testo Unico sulle assicurazioni del 1959<sup>29</sup>; fino a giungere all'emanazione delle prime direttive europee degli anni Settanta<sup>30</sup> e alla consequenziale

---

mica. Il fenomeno ebbe aspetti singolari: in nessun altro paese si passò da una fase di marcata e duratura carenza normativa all'introduzione di una soluzione talmente «rivoluzionaria» da costituire un *unicum* nel suo genere in tutto il mondo e che nessun governo liberale dell'epoca aveva pensato seriamente di adottare.

<sup>25</sup> A. Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, op. cit., 98: «La costituzione dell'INA rappresentò un fatto nuovo ed originale rispetto all'esperienza di ogni ordinamento straniero. [...] con l'INA il fenomeno assicurativo entra nell'ottica delle scelte di carattere politico, più di quanto lo sia nelle discipline straniere più progredite sotto il profilo del controllo tecnico della gestione. Lo Stato diventa assicuratore, anche se cerca di attribuire all'ente di nuova costituzione le caratteristiche dell'impresa privata».

<sup>26</sup> Il titolo V del regio decreto era dedicato alla «Vigilanza governativa sulle imprese private», demandata, ex art. 42, al ministero per l'industria e commercio il quale aveva facoltà, ex art. 43, di disporre ispezioni presso la sede o la rappresentanza generale delle imprese, e dipendenti stabilimenti, agenzie, uffici locali che comunque esercitino le operazioni di assicurazione, riassicurazione o di mediazione, al fine di controllare il rispetto e l'osservanza delle disposizioni stabilite nel decreto.

<sup>27</sup> Per una ricostruzione storica si veda S. Potito, *La costituzione dell'Ina*, op. cit., 196 ss.

<sup>28</sup> Per un *excursus* storico più approfondito si rimanda a G.B. De Marinis, *La disciplina del contratto assicurazione, in Italia: profili di attualità*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, n. 5 ter, dicembre, 2016; M.L. Passador, op. cit.

<sup>29</sup> Il riferimento è al d.p.r. 13 febbraio 1959 n. 449.

<sup>30</sup> A partire dagli anni Settanta del XX secolo interviene anche la normativa europea con il fine di garantire, anche nel comparto assicurativo, le libertà economiche tutelate nei Trattati, *in primis*, quella di stabilimento e di libera prestazione di servizi. Il riferimento è alle prime direttive per il ramo danni n. 73/239 e 88/357 CEE; e per il ramo vita n. 79/267 e 90/618 CEE. La normativa comunitaria prevede che l'attività assicurativa venga svolta, previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza, da un'impresa costituita in forma societaria, sulla

scelta dell'ordinamento di dotarsi di un'apposita *Authority* di settore, l'obiettivo primario del legislatore rimane in sostanza quello già perseguito nel 1912, ovvero quello di tutelare gli assicurati, ponendo le condizioni per garantire che la prestazione promessa dall'assicuratore venga effettivamente resa.

L'iniziale arretramento dell'autorità statale e l'abbandono di misure pubbliche invasive vengono ampiamente compensati dall'impiego di nuove tecniche di intervento che, come si è tentato di mettere in luce nel precedente paragrafo, non possono fare a meno di svilupparsi intorno al binomio inestricabile «impresa-contratto»; cosicché, assurgendo il contratto a veicolo di valori sociali, la regolazione dello stesso «diviene strumento di regolazione del mercato e viceversa»<sup>31</sup>. In definitiva, i “mantra” da seguire rimangono, ancora oggi, quelli della solvibilità<sup>32</sup> e della sana e prudente gestione dell'impresa assicuratrice.

È evidente, quindi, come le considerazioni circa l'insita utilità sociale dell'attività svolta dalle imprese bancarie, assicurative e finanziarie non abbiano risentito del mutamento della struttura organizzativa e proprietaria del fenomeno: rimangono centrali gli obiettivi di protezione della clientela, di efficienza e, soprattutto, di stabilità del sistema finanziario ed i custodi del nuovo ordine diventano le Autorità indipendenti.

Il percorso evolutivo in materia assicurativa è, infatti, culminato nella creazione dell'IVASS (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni) che, attraverso l'art. 13 del d.l. n. 95 del 2012, si sostituisce all'ISVAP, precedentemente istituito con l. 12 agosto 1982, n. 576. E se, inizialmente, per l'ISVAP sorsero dubbi in ordi-

---

base di un'attività programmata e nel rispetto di determinati requisiti patrimoniali, finanziari e personali. Tale contesto normativo subì una profonda trasformazione durante gli anni Novanta, con l'emanazione delle 'terze direttive' del 1992 che riguardavano tanto il ramo vita, che quello danni. Con le direttive 92/49 e 92/96 CEE viene disciplinato il meccanismo della licenza unica; vengono implementati meccanismi di informazione e trasparenza a tutela degli utenti; viene stabilito un regime di cooperazione tra le autorità di controllo nazionali. Dopo numerose direttive emanate a cavallo tra i due Secoli, con le Direttive Solvency I (2002/13/CE (danni) e 2002/14/CE (vita), e soprattutto con Solvency II (2009/138 CE), si tenta di incrementare il margine di solvibilità delle imprese attraverso criteri più calibrati sull'effettivo profilo di rischio delle singole attività e maggiore uniformità della regolamentazione secondaria attraverso la procedura Lamfalussy. Cfr. *European Central Bank, Potential impact of Solvency II on financial stability*, luglio 2007, 1-57, disponibile al sito [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu); S. Landini, *Corporate governance e assicurazioni*, in *Giur. Commerciale*, 1° giugno 2023, fasc. 3, 389.

<sup>31</sup> Così, F. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2017, 2, 131.

<sup>32</sup> Basti notare che è proprio con tale termine, infatti, che viene individuato il sistema di direttive antecedente al 2009 (c.d. *Solvency I*); ed è lo stesso termine che viene mantenuto con l'avvento di un nuovo, unico e organico, impianto legislativo europeo (c.d. *Solvency II*). Più in dettaglio sul tema, M. Siri, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca Impresa Società*, agosto 2018, 2. Interventi, entrambi, prodromici all'istituzione del c.d. SEVIF, introdotto nel 2010 e operativo dal 1° gennaio 2011. Si tratta di un sistema pluri-livello di autorità microprudenziali e macroprudenziali che mira ad assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'Unione Europea.

ne alla stessa qualificazione giuridica dell'ente<sup>33</sup> – almeno fino a quando il c.d. Decreto Cassese ne generalizzò le competenze, marginalizzando il ruolo inizialmente predominante del Ministero dell'Industria – ad oggi, l'IVASS può essere pacificamente ricondotto nell'alveo delle Autorità di regolazione.

Come si avrà modo di chiarire, il legislatore del 2012 nel rafforzare il controllo sul mercato assicurativo attraverso la creazione di un'apposita Autorità di comparto, lungi dall'adottare un approccio atomistico, ha collocato l'IVASS nell'ambito di ampio sistema caratterizzato da una stretta rete di connessioni, scambi conoscitivi e di accordi di cooperazione tra *Authorities* nazionali ed europee.

#### 4. *L'opzione dell'istituzione di un'Authority di settore: tra autorità e consenso*

Com'è noto, le Autorità amministrative indipendenti sono enti essenzialmente preposti allo svolgimento di funzioni di garanzia e tutela nell'ambito di attività spesso caratterizzate da un alto tecnicismo, nonché particolarmente rilevanti sul piano sociale ed economico<sup>34</sup>. Non stupisce allora che – anche sulla scia dei cambiamenti imposti dalla normativa comunitaria – le prime Autorità indipendenti (la

<sup>33</sup> In passato si è registrato un ampio dibattito circa la natura giuridica dell'ISVAP: invero, le competenze riconosciute all'Istituto erano, inizialmente, estremamente limitate, inoltre, ai sensi dell'art. 4 della l. 576 del 1982, le funzioni di vigilanza avrebbero dovuto essere svolte «[...] in conformità agli indirizzi fissati dal CIPE e alle direttive del Ministro dell'industria [...]». Si sosteneva, di conseguenza, che l'ISVAP fosse semplicemente un ente strumentale al ministero, dato il pregnante potere di indirizzo di quest'ultimo. Nel corso del tempo, numerosi sono stati gli interventi normativi volti ad incrementare progressivamente le competenze e le attribuzioni dell'istituto, fino a far sì che esso venisse ricondotto senza dubbio alla figura dell'Autorità indipendente. Cfr. G. Sangiorgio, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in *Enc. Giur. Trecani*, XVII, Roma, 1995, I, 1 ss.; M. Nigro, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell'Isvap*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 1043. Tra i provvedimenti maggiormente significativi – tra i quali, a titolo esemplificativo, la l. 9 gennaio 1991, n. 20, la quale ha sancito la partecipazione dell'Isvap alla determinazione dell'indirizzo amministrativo del settore; il d.lgs. 13 ottobre 1998, n. 373, il quale trasferisce all'Isvap la competenza in merito alla verifica dello stato di attuazione degli indirizzi di politica assicurativa, sottraendola al Cipe e al Ministro; il d.lgs. 4 agosto 1999, n. 343, con il quale si è avuta la definitiva consacrazione dell'Isvap nell'ambito delle autorità competenti di settore – si segnala soprattutto il d.p.r. 18 aprile 1994, n. 385, il c.d. «decreto Cassese», da cui è discesa la generalizzazione della competenza dell'Isvap nell'adozione dei provvedimenti relativi alle funzioni di vigilanza e di controllo a esso attribuite, e la chiara affermazione della sua autonomia funzionale rispetto all'autorità ministeriale. Tale ultimo intervento appare del tutto coerente al nuovo contesto normativo volto ad una più accentuata tecnicizzazione e specializzazione dell'Istituto. Si rimanda a M.L. Passador, *op. cit.*; G.B. De Marinis, *op. cit.*

<sup>34</sup> *Ex multis*, Cfr. S. Cassese, C. Franchini, *Presentazione*, in S. Cassese – C. Franchini (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, 11 e ss.; A. La Spina, G. Majone, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000, 295 ss; A. Predieri, (a cura di), *Le autorità indipendenti nei sistemi istituzionali ed economici*, Firenze, 1997, 316; S. Cassese, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Merc. conc. reg.*, 2002, 2, 266- 267; G. Morbidelli, *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di dir. Pubb. dell'economia*, Torino, 2001, 176 ss.; G. Grasso, *Le autorità amministrative indipendenti della Repubblica*, Milano, 2006, 210 ss.; P. Pantalone, *Autorità indipendenti e matrici della legalità*, Napoli, 2018; recentemente, C. Acocella, *Autorità indipendenti. Funzioni e rapporti*, Id. (a cura di), Napoli, 2022.

Banca d'Italia nel 1893, la CONSOB nel 1974, l'ISVAP nel 1982) siano sorte proprio al fine di procedere autonomamente all'azione di vigilanza del mercato finanziario, da considerarsi sicuramente uno tra i settori "sensibili" per definizione<sup>35</sup>.

Tuttavia, per quanto necessaria, l'attività delle Autorità indipendenti ha da sempre presentato significative criticità: in estrema sintesi, un affievolimento della legalità sostanziale e la limitazione del pieno svolgimento di alcune libertà economiche con la conseguente sottrazione della regolamentazione delle stesse al circuito politico-rappresentativo, hanno comportato, di converso, la valorizzazione della democraticità dei processi decisionali attraverso un quanto più possibile sereno dialogo procedimentale con gli *stakeholders*, al fine di rendere decisioni maggiormente accettabili dagli operatori economici, nonché più conformi all'ordinamento. Inoltre, specialmente in settori così specialistici come quello finanziario, è possibile apprezzare l'eterogenesi dei fini che ha caratterizzato alcuni istituti partecipativi, dapprima pensati in funzione della tutela dei privati di fronte all'Autorità, e nondimeno finiti per essere considerati importanti strumenti per arricchire il patrimonio conoscitivo della stessa amministrazione, implementarne l'efficienza e l'imparzialità, nonché addivenire a decisioni finali, in sostanza, più giuste.

Al fine di calare le accennate considerazioni di carattere più generale nell'ambito della concreta attività svolta dall'IVASS, ci si soffermerà sul tema del coinvolgimento degli operatori economici nei processi decisionali dell'Autorità, analizzando alcune delle più recenti scelte di *policy* dell'istituto ed osservando quali siano le sfumature che la dinamica partecipativa assume nell'ambito tanto delle procedure sanzionatorie, quanto di quelle regolatorie.

#### 4.1. *Il contraddittorio rafforzato nei procedimenti sanzionatori*

Il tema del contraddittorio nell'ambito dei procedimenti sanzionatori delle autorità amministrative indipendenti, specie quelle preposte alla vigilanza e regolazione del sistema finanziario, è stato per lungo tempo al centro di un ricco dibattito dottrinale, ma soprattutto giurisprudenziale.

Le ragioni alla base di tanto interesse sono molteplici.

In primo luogo, il delicato tema della potestà sanzionatoria, quale essenziale completamento dell'attività di vigilanza, non può essere scisso dalle tradizionali questioni che da sempre accompagnano il ruolo delle autorità indipendenti:

---

<sup>35</sup> Come si è più volte cercato di mettere in luce, il carattere spiccatamente tecnico-specialistico che caratterizza taluni mercati «sensibili», in particolare quelli finanziari, «impone [...] di assegnare alle Autorità il compito di prevedere e adeguare costantemente il contenuto delle regole tecniche all'evoluzione del sistema; una minazione legislativa rigida risulterebbe invero di ostacolo al perseguimento di tali scopi» Così, da ultimo, cfr. Cons. Stato, Sez. VI, 7 febbraio 2020, n. 987.

da un lato, il menzionato *deficit* di legittimazione democratica, dall'altro, l'erosione della legalità sostanziale, hanno fatto sì che il contraddittorio – anche in questo campo d'azione – assurgesse a fondamentale fattore legittimante, funzionale a rendere la decisione finale più accettabile. Eppure, come si dirà, rispetto a quanto avviene per l'attività di regolazione, il tema della partecipazione dei soggetti interessati assume, nell'ambito dei procedimenti sanzionatori, colorazioni differenti e, trascendendo la finalità collaborativa, finisce per assumere una veste prevalentemente difensiva.

In secondo luogo, la materia risente, inoltre, della più volte menzionata contiguità tra i settori del mercato finanziario e, a cascata, delle *Authorities* preposte alla loro vigilanza; contiguità che, anche in quest'ambito, ha condotto ad un'evoluzione normativa per certi versi sinergica, influenzata tanto dalla giurisprudenza sovranazionale, quanto dalle spesso altalenanti pronunce dei giudici interni.

Ulteriore elemento di complicazione è costituito da un sistema delle fonti estremamente stratificato che riflette tutta la complessità della materia. Accanto a norme generali e funzionali alla creazione di un sostrato normativo comune – quali la l. n. 241 del 1990, esplicitamente richiamata dall'art. 24 della l. 262 del 2005, e la l. 689 del 1981, che rappresenta la cornice regolatoria di tutte le sanzioni amministrative che importano il pagamento di una somma di denaro<sup>36</sup> – si diramano disposizioni *ad hoc* – costituite dagli artt. 187-*septies* e 195 TUF, art. 145 TUB, e artt. 311-*septies*, 324-*octies* e *novies* CAP – che, per quanto tendenzialmente allineate, riflettono la specialità dei singoli settori. In aggiunta alle fonti primarie, la disciplina dei procedimenti IVASS, CONSOB e Banca d'Italia è contornata da disposizioni di cui le stesse autorità si sono dotate attraverso l'emanazione di appositi regolamenti<sup>37</sup>.

Al frammentato quadro normativo si aggiunge l'interesse della giurisprudenza, specie quella sovranazionale, che a partire dalla la nota sentenza della Corte europea dei diritti dell'uomo sul caso *Grande Stevens*<sup>38</sup> ha, in estrema sintesi, rico-

<sup>36</sup> Si veda quanto previsto dall'art. 12 della stessa l. 689 del 1981, secondo cui «le disposizioni di questo Capo si osservano, in quanto applicabili e salvo che non sia diversamente stabilito, per tutte le violazioni per le quali è prevista la sanzione amministrativa del pagamento di una somma di denaro, anche quando questa sanzione non è prevista in sostituzione di una sanzione penale. Non si applicano alle violazioni disciplinari».

<sup>37</sup> E così, il procedimento sanzionatorio CONSOB è stato dapprima regolato dalla delibera n. 15086 del 2005 e successivamente dalla delibera n. 18750 del 2013, più volte modificata; quello della Banca d'Italia è racchiuso nel provvedimento del 18 dicembre 2012, anch'esso oggetto di numerosi successivi interventi; per l'IVASS, i precedenti Regolamenti n. 1 e n. 2 dell'8 ottobre 2013 sono stati ridefiniti dal recente Regolamento n. 39 del 2 agosto 2018.

<sup>38</sup> C. eur. dir. uomo, II Sez., sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia* (Ric. n. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10) sul tema, *ex multis*, M. Ventrone, *Abusi di mercato, sanzioni CONSOB e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. società*, 2014, 693 ss.; G. Zagrebelsky, *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il 'ne bis in idem' nella Cedu*, in *Giur. Ita.*, 2014; P. Montalenti, *Abusi di mercato e procedimento: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, 478-490; G. Abba, *Il caso Fiat-Ifil alla Corte europea dei diritti dell'uomo. Nozione di "pena" e contenuti del principio del "ne bis in idem"*,

nosciuto la natura sostanzialmente penale delle sanzioni irrogate dalle *Authorities*, specie di quelle più afflittive, con tutte le conseguenze che ne discendono in termini di *bis in idem*, giusto procedimento e necessaria tutela del contraddittorio<sup>39</sup>.

Tuttavia, se è innegabile che la sentenza della Corte EDU abbia acceso il faro sulla questione, favorendo la creazione di un *aquis* giurisprudenziale consolidato, nondimeno il fattore scatenante alla base delle più recenti modifiche dei regolamenti delle tre *Authorities* finanziarie, come si dirà, è rappresentato dalla giurisprudenza interna, specie quella del Consiglio di Stato<sup>40</sup>.

Nonostante il *dictum* della Corte EDU, fino al 2015 i regolamenti relativi al procedimento sanzionatorio di IVASS, CONSOB e Banca d'Italia, estremamente simili tra loro, apparivano tutt'altro che conformi ai principi del giusto procedimento: anzitutto, mancava una chiara separazione tra organo deputato a svolgere l'istruttoria e quello competente ad irrogare la sanzione; non era garantito il pieno accesso agli atti della procedura; spesso le Autorità di vigilanza non soggiacevano ad uno specifico dovere di replica verso le specifiche deduzioni del soggetto sanzionando, il quale, inoltre, non aveva il diritto di conoscere la proposta sanzionatoria presentata all'organo decidente e di replicare ad essa in sede, per così dire, conclusionale<sup>41</sup>.

---

in *Giur. comm.*, 2014, II, 546 ss.; M. Allena, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi Cedu*, in *Giornale dir. amm.*, 2014, 1053 ss. Particolarmente significativo come la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo abbia affermato che la procedura sanzionatoria avviata da un'Autorità indipendente di regolazione di un mercato finanziario è qualificabile come «penale», laddove «l'inflizione delle sanzioni amministrative pecuniarie comporta la perdita temporanea dell'onorabilità dei soggetti sanzionati» (paragrafo 17 della sentenza), nonché «in relazione al grado di gravità della sanzione di cui è a priori passibile la persona interessata» (paragrafi 97, 98 e 101 della sentenza). È sicuro, infatti, che le sanzioni amministrative irrogate dalle Autorità di vigilanza «finanziarie» comportino un danno reputazionale rilevante, per il soggetto sanzionato, nell'ambito del mercato «di riferimento», e che le sanzioni pecuniarie, per la loro rilevante entità, siano parecchio afflittive.

<sup>39</sup> Sull'argomento, *ex multis*, M. Allena, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012; C. Feliziani, *Effettività della tutela nel processo o nel procedimento? Convergenze e divergenze tra il sistema italiano di giustizia amministrativa e la Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo*, in *Dir. proc. amm.*, 2019; E. Follieri, *Sulla possibile influenza della giurisprudenza della Corte europea di Strasburgo sulla giustizia amministrativa*, in *Dir. proc. amm.*, 2014, 685.

<sup>40</sup> Si precisa che se nel caso della CONSOB e IVASS il fattore causale predominante è stato quello giurisprudenziale, costituito da sentenze della Corte Europea e del Consiglio di Stato; per la Banca d'Italia le fonti europee hanno inciso maggiormente, delineando il *Single Supervisory Mechanism* e dall'attribuzione alla Banca Centrale della supervisione in materia; L'obiettivo principale era, infatti quello di conformare le disposizioni allora vigenti alle novità introdotte dalla direttiva 2013/36/UE e per tenere conto dell'avvio del meccanismo di Vigilanza Unico.

<sup>41</sup> Il Consiglio di Stato richiama «la sentenza della Corte Europea II Sezione, 11 dicembre 2007, Drasich c. Italia, secondo la quale l'art. 6 della Convenzione richiede che l'incolpato sia informato tempestivamente non solo della causa dell'accusa, cioè dei fatti materiali posti a suo carico, ma anche, in modo dettagliato, della qualificazione giuridica data ad essi» 12. Si tratterebbe dunque, secondo tale criterio interpretativo, non di una rettifica, ma «di una nuova contestazione illegittima, perché, a prescindere da ogni altro rilievo, è stata adottata evidentemente oltre il termine massimo di 120 giorni disponibili» Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, 28 marzo 2019, n. 2042, cit., punto 12.8.

Nello specifico, il Regolamento IVASS del 2013 non prevedeva che la relazione conclusiva dei Servizi competenti a svolgere l'istruttoria fosse comunicata alle controparti, privando le stesse tanto della possibilità – *ex ante* – di instaurare alcuna forma di contraddittorio con l'ufficio istruttore, quanto di confrontarsi sulla relazione finale con l'ufficio decidente, per l'IVASS il Direttorio Integrato<sup>42</sup>.

Il fulcro della questione ruota, essenzialmente, intorno all'assenza di un contraddittorio pieno nell'arco del procedimento sanzionatorio, da svolgersi prima, durante e dopo l'istruttoria.

Tuttavia, a rigore, un'impostazione del genere non contrastava con quando affermato dai giudici sovranazionali: la Corte EDU, invero, sostiene che vi sia una certa fungibilità tra procedimento e processo, con la conseguenza che gli eventuali *deficit* di contraddittorio nell'ambito del procedimento davanti all'Autorità ben potrebbero essere colmati nella fase processuale dinanzi ad un giudice dotato di *full jurisdiction*<sup>43</sup>.

Ben diversa è la soluzione accolta, quantomeno nell'ambito finanziario, dal Consiglio di Stato.

Per quanto riguarda l'IVASS, i giudici di Palazzo Spada, con la sentenza n. 2043 del 2019<sup>44</sup> – riproponendo quanto già affermato con le note sentenze n. 1595 e n. 1596 del 2015 per la CONSOB<sup>45</sup> – hanno sì affermato che il Regolamento IVASS non fosse rispettoso del principio del contraddittorio, tuttavia alla

<sup>42</sup> Il tentativo è chiaro: si cerca di ripristinare, nell'ambito dei procedimenti sanzionatori, un – seppur limitato – contraddittorio orizzontale sulla falsariga di ciò che avviene nel processo penale. È noto, infatti, che nei procedimenti amministrativi sanzionatori dinanzi alle *Authorities*, il contraddittorio abbia una natura verticale, inserendosi in un rapporto bilaterale tra l'autorità che esercita la potestà sanzionatoria ed il privato sottoposto al procedimento. Mutuando dall'ordinamento anglosassone, si è tentato di introdurre una separazione più netta tra gli uffici istruttori e quelli decisionali, tale da riprodurre un, seppur limitato, elemento di orizzontalità del contraddittorio; limitato poiché, tuttavia, si tratta compromesso essenzialmente formale, considerato che l'ufficio istruttore e quello decidente fanno comunque parte della medesima istituzione. Sul tema, cfr. M. Clarich, *Garanzie del contraddittorio e tutela giurisdizionale in tema di sanzioni delle Autorità indipendenti nel settore finanziario*, in *Giur. Commerciale*, fasc.1, 1° febbraio 2021, 100.

<sup>43</sup> Sull'argomento, tra i tanti, L.R. Perfetti, *La full jurisdiction come problema. Pienezza della tutela giurisdizionale e teorie del potere, del processo e della Costituzione*, in *P.A. - Persona e Amministrazione*, 2018, 2, 237 e ss.; E. Follieri, *Sulla possibile influenza della giurisprudenza della Corte europea di Strasburgo sulla giustizia amministrativa*, in *Dir. proc. amm.*, 2014, 685 ss; F. Liguori, *L'azione amministrativa. Argomenti e questioni*, Napoli, 2023; F. Goisis, *La full jurisdiction nel contesto della giustizia amministrativa: concetto, funzione e modi irrisolti*, in *Dir. proc. amm.*, 2015, 546 ss.; M. Cappai, *Il delicato equilibrio tra full jurisdiction ed effettività del diritto antitrust nel sindacato dei provvedimenti dell'agcm*, in *Dir. E Soc.*, 2018, 4, 703-756; A. Carbone, *Il contraddittorio procedimentale. Ordinamento nazionale e diritto europeo-convenzionale*, Torino, 2016, 110 e Id., *Rapporti tra ordinamenti e rilevanza della CEDU nel diritto amministrativo (a margine del problema dell'intangibilità del giudicato)*, in *Dir. proc. amm.*, 2016, 456 ss; S. Rossa, *Il difficile rapporto fra la "piena giurisdizione" ai fini CEDU, le sanzioni delle amministrazioni indipendenti e il giudizio amministrativo*, in *Dir. proc. amm.*, 2020, 1, 87-322.

<sup>44</sup> Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, 28 marzo 2019, n. 2043.

<sup>45</sup> Cons. Stato, Sez. VI, 26 marzo 2015, n. 1595 e n. 1596, a seguito delle quali la CONSOB, con delibera 29 maggio 2015, n. 19158 ha modificato il precedente «regolamento sanzioni» del 2013. Cfr. A. Russo, *La disciplina sanzionatoria in materia di mercati, intermediari finanziari e società quotate*, in *Aa.Vv., Manuale di diritto del mercato finanziario*, S. Amorosino (a cura di), Milano 2014, 431 ss.

base di tale pronuncia non vi era la violazione dell'art. 6, par. 1, della CEDU, bensì quella di una specifica disposizione legislativa interna, ovvero l'art. 24, comma 1, della legge n. 262/2005<sup>46</sup> sulla «tutela del risparmio», espressamente riferita ai settori di competenza delle tre Autorità finanziarie<sup>47</sup>.

Il Consiglio di Stato, dopo aver escluso il contrasto dei regolamenti con la normativa sovranazionale, ne ha quindi vagliato la legittimità alla luce *della normativa statale, in particolare, del citato art. 24* della l. n. 262/2005, ai sensi del quale «i procedimenti di controllo a carattere contenzioso e i procedimenti sanzionatori sono svolti nel rispetto dei principi della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione».

Secondo l'interpretazione del Consiglio di Stato, il «contraddittorio» richiamato dalla disposizione non poteva risolversi nel classico modello di contraddittorio endoprocedimentale già conosciuto nell'ambito della disciplina generale del procedimento amministrativo; emergerebbe, al contrario, un concetto più stringente di contraddittorio procedimentale, volto ad imporre, in un'ottica *difensiva, l'introduzione di garanzie ulteriori*.

Nonostante IVASS, CONSOB e Banca d'Italia abbiano successivamente provveduto a modificare i propri Regolamenti conformemente ai principi appena ricordati, non tutte le questioni sembrano risolte: lo sviluppo 'sincronico' delle normative delle *Authorities* finanziarie viene, per così dire, intaccato dalle dinamiche più strettamente processuali.

Basti brevemente ricordare come a seguito della dichiarazione di incostituzionalità del decreto legislativo di approvazione del Codice del processo amministrativo – proprio nella parte in cui questo attribuiva il sindacato relativo alle san-

---

<sup>46</sup> Ai sensi del quale i procedimenti sanzionatori di tutte le Autorità di vigilanza «finanziarie» italiane devono essere retti dai principi «della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie» (art. 24, comma 1). Sul tema, B.G. Mattarella, Artt. 23-24, in *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262, e del e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, A. Nigro e V. Santoro (a cura di), Torino, 2007, 438 ss; F. Annunziata, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006; A. Di Dio, S. Salerno, *Le Autorità di vigilanza a tutela del pubblico risparmio alla luce delle novità introdotte dalla L. 262/2005 (cosiddetta "legge sul risparmio")*, in *Fisco*, 2006, 498 ss. Con specifico riferimento ai risvolti della normativa sulla Banca d'Italia cfr. L. Torchia, *Verso una Banca d'Italia repubblicana ed europea?*, in *Giorn. dir. amm.*, 2006, 273 ss.; per la CONSOB, cfr. S. Amoroso, *Funzioni e poteri della Consob*, ID. (a cura di), in *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008, 123 ss.; F. Fracchia, *Il giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2010, 451 ss.

<sup>47</sup> Non stupisce, allora, che in assenza di tale parametro di diritto positivo, il Consiglio di Stato – pur in circostanze simili – non sia giunto alle medesime conclusioni nei giudizi relativi ad Autorità esterne al mercato finanziario, ritenendo i loro procedimenti sanzionatori compatibili con l'art. 6, par. 1 CEDU benché privi del carattere semi-giudiziale. Si veda, Cons. Stato, Sez. VI, 22 marzo 2016, n. 1164; Cons. Stato, Sez. VI, 26 marzo 2015 n. 1595 e n. 1596; Cons. Stato, Sez. VI, 10 luglio 2018, n. 4211; Cons. Stato, Sez. VI, 12 febbraio 2020, n. 1047; Cons. Stato, Sez. VI, 19 dicembre 2019, n. 8590; Cons. Stato, sez. VI, n. 2256 del 2011; Cons. Stato, Sez. VI, 14 giugno 2017, n. 2918; recentemente Cons. Stato, Sez. VI, 30 novembre 2020, n.7566.

zioni delle *Authorities* alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo<sup>48</sup> – ci si trovi dinanzi ad un sistema ibrido in cui alla giurisdizione del giudice amministrativo per le sanzioni IVASS, si contrappone la giurisdizione del giudice ordinario per la sanzioni CONSOB e Banca d'Italia.

Considerato l'apprezzabile tentativo di riordino operato dal Codice, le motivazioni della Corte Costituzionale appaiono deboli principalmente per due ragioni<sup>49</sup>: da un lato, la Corte accoglie la questione di incostituzionalità sul solo parametro dell'art. 76 della Costituzione, per eccesso di delega legislativa, tralasciando la circostanza che una delle finalità della delega fosse proprio quella di attuare la concentrazione delle tutele; dall'altro, l'impianto argomentativo complessivo risulta fortemente influenzato dalla nota giurisprudenza della Cassazione, da tempo orientata nel considerare il potere sanzionatorio delle *Authorities* come estrinsecazione di un'attività essenzialmente vincolata, pertanto di competenza del giudice ordinario<sup>50</sup>.

Senza soffermarci sulla poco condivisibile impostazione avallata dai giudici ordinari in ordine all'assoluta assenza di discrezionalità (e quindi di potere) nell'ambito delle procedure sanzionatorie delle *Authorities* finanziarie<sup>51</sup>, preme sottolineare che i problemi di un già irragionevole riparto di giurisdizione vengono acuiti dalle altalenanti pronunce di merito dei giudici interni.

L'interpretazione del Consiglio di Stato circa la qualificazione delle sanzioni amministrative c.d. «affittive» come sostanzialmente penali, aderente alla consolidata giurisprudenza della Corte EDU, non viene condivisa dalla ben più restrittiva giurisprudenza della Corte di Cassazione che qualifica come penali esclusivamente le sanzioni della CONSOB in materia di *market abuse*: non a caso, i giudici della Cassazione hanno sempre ribadito la legittimità dei regolamenti di CONSOB e Banca d'Italia – anteriori alle modifiche imposte dalla normativa sovrana-

<sup>48</sup> Cfr. d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104, art. 133 «Materie di giurisdizione esclusiva».

<sup>49</sup> Cfr. Corte cost., sent. n. 162 del 2012 e Corte cost. sent. n. 94 del 2014

<sup>50</sup> Alla base delle prospettazioni del Giudice Ordinario vi è l'adesione al criterio di riparto fondato sulla natura della posizione giuridica soggettiva correlato o meno all'esercizio un potere, sulla falsariga di quanto affermato dalla Corte Costituzionale con le note sentenze n. 204 del 2004 e n. 191 del 2006. In materia di sanzioni mancherebbe la discrezionalità amministrativa pura, e di conseguenza l'esercizio autoritativo del potere. Tuttavia, aderendo a tale impostazione, di riflesso, potrebbero essere considerate altresì incostituzionali le altre norme che oggi attribuiscono al Giudice Amministrativo le controversie sulle sanzioni delle altre Autorità indipendenti.

<sup>51</sup> Si veda, più in general, nel senso di escludere in tale settore una effettiva ponderazione di interessi, E. Bruti Liberati, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, 2019, 199; G. Vesperini, *Le funzioni delle autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. della banca e del mercato finanziario*, 1990, 415. Sull'argomento anche M. Clarich, *Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Dir. Amm.*, 1993, 99; L. Torchia, *Gli interessi affidati alla cura delle autorità indipendenti*, in Cassese, Franchini (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, 55; A. Police, *Tutela della concorrenza pubblici poteri*, cit., 127.

zionale e amministrativa – e considerato più che sufficiente il livello di contraddittorio tradizionale previsto dalla legge sul procedimento<sup>52</sup>.

In conclusione, nonostante la manifesta interconnessione dei settori del mercato finanziario, quanto a finalità e modalità di intervento, ci ritroviamo dinanzi ad una frattura evidente: le sanzioni, oltre ad essere numericamente frequenti, sono anche tra i provvedimenti che più spesso passano al vaglio giurisdizionale e l'attuale sistema non sembra garantire parità di trattamento e certezza delle garanzie.

#### 4.2. *La consultazione nelle procedure regolatorie*

Come già accennato, la ritrovata valorizzazione di dinamiche partecipative, lungi dall'essere confinata ai soli procedimenti sanzionatori dell'*Authority*, emerge in tutta la sua rilevanza e con ancora maggior vigore nell'ambito dei procedimenti di *rulemaking*. Allontanandosi, infatti, dalla matrice marcatamente difensiva propria delle procedure sanzionatorie, è noto che il ruolo assunto dal coinvolgimento dei soggetti interessati nell'ambito dei procedimenti di regolazione – quale imprescindibile fattore legittimante delle stesse *Authorities* – assuma contorni nuovi.

Conformemente agli auspici della dottrina e della giurisprudenza, modalità e forme di partecipazione degli *stakeholders* a tali procedimenti<sup>53</sup> – oltre all'essere tal-

---

<sup>52</sup> Cfr., Cass., 26 settembre 2019, n. 24081, in questo caso la Cassazione ha espressamente ribadito il principio per cui anche per le Autorità indipendenti valgono le garanzie previste in via generale dalla legge sul procedimento amministrativo 7 agosto 1990, n. 241. La sopra citata sentenza del 2019 della Corte di Cassazione, in una questione relativa alla CONSOB) richiama Cass., 21 maggio 2018, n. 12503 (per la Banca d'Italia) e Cass., Sez. un., 28 gennaio 2010, n. 1786. (in tema di circolazione stradale). Secondo la Corte, infatti, ai fini del rispetto del contraddittorio basterebbe la contestazione dell'addebito e la valutazione delle eventuali controdeduzioni dell'interessato, dal momento che i precetti costituzionali riguardanti il diritto di difesa (art. 24 Cost.) e il giusto processo (art. 111 Cost.) «riguardano espressamente e solo il giudizio, ossia il procedimento giurisdizionale che si svolge davanti al giudice e non il procedimento amministrativo, ancorché finalizzato all'emanazione di provvedimenti incidenti su diritti soggettivi». In questo senso Cass. civ., Sez. II n. 1205 del 2017; cfr. già Cass. civ., Sez. II n. 770 del 2017, Cass. civ., Sez. II n. 8216 del 2016. Cass. civ., Sez. II n. 4725 del 2016. Recentemente, anche recente giurisprudenza amministrativa ha ritenuto compatibile con l'art. 6, par. 1, della Convenzione la circostanza che sanzioni penali vengano imposte in prima istanza da un organo amministrativo – anche a conclusione di una procedura priva di carattere quasi giudiziale che non offra garanzie procedurali piene di effettività del contraddittorio – purché sia assicurata una possibilità di ricorso dinanzi ad un giudice munito di poteri di «piena giurisdizione». *Ex plurimis*, Cons. Stato, Sez. VI, 22 marzo 2016, n. 1164; Cons. Stato, Sez. VI, 26 marzo 2015 nn. 1595 e 1596; Cons. Stato, Sez. VI, 10 luglio 2018, n. 4211 e 12 febbraio 2020, n. 1047; T.A.R. Roma. (Lazio) Sez. I, 13 dicembre 2023, n. 2453; Cons. Stato, Sez. VI, 30 novembre 2020, n. 7566; Cons. Stato, Sez. V, 14 luglio 2022, n. 5990.

<sup>53</sup> Sul tema, *ex multis*, cfr. M. Clarich, *I procedimenti di regolazione*, in Aa.Vv., *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino, 1999, 9; G. Manfredi, *Legalità procedurale*, in *Dir. amm.*, 4, 2021; S. Casese, *Negoziazione e trasparenza nei procedimenti davanti alle Autorità indipendenti*, in Aa.Vv. *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino, 1999; anche M. Clarich, *Le autorità indipendenti nello «spazio regolatorio»: l'ascesa e il declino del modello*, *Dir. pubbl.*, 2004, 1035.

volta previste dagli atti istitutivi delle Autorità – sono state gradualmente introdotte dai regolamenti adottati dalle stesse e, nella maggior parte dei casi, hanno assunto a modello la sondata tecnica di matrice statunitense del *notice and comment*<sup>54</sup>.

Circoscrivendo il discorso all'attività dell'IVASS – ma sottolineando che nell'ambito del sistema finanziario globalmente inteso le discipline speciali delle Autorità di settore sembrano progredire, seppur a diverse velocità, lungo direttrici comuni – l'analisi verterà in primo luogo sul recente Regolamento n. 54 del 29 novembre 2022<sup>55</sup>, al fine di evidenziarne zone grigie ed eventuali potenzialità; inoltre, data la similitudine tra le normative, si terrà conto – brevemente e puramente a fini di confronto – dell'esperienza e degli approcci adottati dalle altre Autorità di vigilanza di cui all'art. 23, comma 1, della legge 28 dicembre 2005, n. 262.

Con riguardo alla procedura di consultazione, in via generale, viene mantenuta la disciplina già contenuta nell'abrogato Regolamento n. 3 del 2013<sup>56</sup>; nondimeno, l'art. 5 del nuovo Regolamento, rubricato «Consultazione», appare per certi versi peculiare rispetto a quanto previsto dalle speculari disposizioni contenute nei regolamenti, di poco antecedenti, di CONSOB e Banca d'Italia<sup>57</sup>.

Pare utile sottolineare, in primo luogo, che la disposizione – lungi dal presentare un contenuto esclusivamente operativo, funzionale essenzialmente a dettare le concrete modalità di attuazione della consultazione – sembrerebbe, invece, *in primis* una norma di indirizzo, volta ad evidenziare al contempo le *ratio* e gli obiettivi perseguiti attraverso il confronto con gli *stakeholders*: il riferimento è, in primo luogo, alla valorizzazione dell'obiettivo della «trasparenza nel procedimento di adozione degli atti regolatori»; in secondo luogo, alla necessità di acquisire informazioni ed elementi funzionali alla valutazione delle possibili opzioni di regolazione; infine, alla verifica dei concreti effetti della regolamentazione sull'attività e sugli interessi dei destinatari dell'intervento.

---

<sup>54</sup> Sul modello americano del *notice and comment* A. Averardi, *Discrezionalità e accountability delle agenzie statunitensi*, in *Riv. Trim. dir. Pubbl.*, 2016; M. D'Alberti, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in G. Tesoro, M. D'Alberti (a cura di), *Regolazione e concorrenza*, Bologna, 2000, 178.

<sup>55</sup> Sostitutivo del precedente Regolamento IVASS n. 3 del 5 novembre 2013, recante attuazione delle disposizioni di cui all'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, in materia di procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali dell'IVASS.

<sup>56</sup> L'IVASS aveva, per la prima volta, dato attuazione alle previsioni di cui all'articolo 23 della Legge sul risparmio con il Regolamento n. 3 del 5 novembre 2013 che, improntato al rispetto dei principi di trasparenza, proporzionalità, efficienza e partecipazione, ha disciplinato i profili procedurali e applicativi per l'elaborazione delle scelte regolamentari dell'Istituto.

<sup>57</sup> Rispettivamente, per la CONSOB si fa riferimento all'art. 5 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, adottato dalla Consob con delibera n. 19654 del 5 luglio 2016 e successivamente modificato con delibera n. 22203 del 10 febbraio 2022. Per la Banca d'Italia, all'art. 3 del Regolamento recante la disciplina dell'adozione degli atti di natura normativa o di contenuto generale della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, adottato il 9 luglio 2019.

Indicativi, inoltre, quanto a voluta indeterminatezza e duttilità, sono l'*incipit* della disposizione – dove si afferma che le procedure di consultazione sono «ispirate a principi di flessibilità» – ed il terzo comma della stessa che consente, ove opportuno, di integrare la classica consultazione con altre forme di confronto; inoltre, ad ampliare ulteriormente il margine di discrezionalità dell'Autorità viene stabilito che l'IVASS valuterà esclusivamente le osservazioni pertinenti, rilevanti e pervenute entro il termine di scadenza prestabilito, precisando che le osservazioni degli operatori economici non importano alcun obbligo di riscontro specifico oltre a non costituire vincolo per l'istruttoria<sup>58</sup>.

Sebbene l'approccio prescelto sia del tutto analogo a quello adottato dalle altre due autorità finanziarie, nonché quello ampiamente condiviso dalla giurisprudenza, non possono sottacersi i limiti intrinseci di tale modalità: considerata la rilevanza legittimante del fattore partecipativo nell'ambito dei procedimenti di regolazione delle *Authorities*, sembra irragionevole ammettere che alla facoltà degli *stakeholders* di presentare osservazioni e commenti, non corrisponda anche il dovere dell'Autorità di prenderli seriamente in considerazione<sup>59</sup>.

Non convincono, inoltre, né la scelta affidata all'Autorità di redigere il documento conclusivo in forma sintetica senza, tuttavia, prevedere eventuali presupposti per circoscrivere tale possibilità; né quanto previsto dall'art. 10 in ordine ai casi nei quali sarebbe possibile derogare o escludere *tout court* l'applicazione delle disposizioni in tema di consultazione (e di valutazione e analisi di impatto della regolazione). La menzionata norma ha ampliato il novero delle condizioni idonee a *bypassare* le garanzie partecipative includendovi, accanto alle tradizionali ipotesi di necessità ed urgenza, anche i casi nei quali gli emanandi atti di regolazione si limiterebbero ad attuare o recepire il contenuto di atti, «anche non vincolanti», di altre Autorità europee, a loro volta già sottoposti a procedure di consultazione: se, da un lato, tale ultima previsione consente di evitare inefficienti duplicazioni procedurali, in primo luogo, non si considera come specie in materie tanto tecniche non sia semplice comprendere quando alla *plastica* operazione di mero recepimento dell'atto comunitario venga ad affiancarsi (o, addirittura, a sostituirsi) un vero e proprio intervento *creativo* dell'Autorità; in secondo luogo, appare ingiustificato il riferimento ad atti «anche non vincolanti» delle *Authorities* europee, le quali spesso usano tale tecnica di *nudging* proprio per far sì che le istituzioni statali possano modulare al meglio la normativa al fine di adattarla alle esigenze socio-economiche del singolo paese<sup>60</sup>.

<sup>58</sup> Art. 8, co. 1, Regolamento n. 54 del 2022.

<sup>59</sup> Sui limiti di tale approccio, A. Di Martino, cit., 105; M. Condorelli, cit., 94.

<sup>60</sup> Sulla teoria del *nudging* rispetto alla doverosità del potere amministrativo, cfr. S. Tuccillo, *Contributo allo studio della funzione amministrativa come dovere*, Napoli, 2016.

Eppure, nonostante numerose zone d'ombra, osservando la concreta attività svolta dall'Istituto emerge come, per certi versi, ci si trovi di fronte ad una delle rare circostanze in cui viene fatto un uso apprezzabile dell'ampio margine di discrezionalità presente nell'autovincolo; discrezionalità che troppo spesso sembra invece essere utilizzata come grimaldello per degradare le garanzie partecipative al minimo sindacale<sup>61</sup>.

In primo luogo, pur non essendo obbligato a motivare in ordine alle singole osservazioni, l'IVASS è solito pubblicare sul proprio sito istituzionale un apposito documento riportante gli «Esiti della pubblica consultazione». Tale documento è funzionale a rendere i commenti e le osservazioni ricevute visionabili, cliccando sul nome di ciascun soggetto intervenitore; inoltre, per ciascuna osservazione generale, per ciascun articolo o parte commentata, vengono indicate sinteticamente le conseguenti determinazioni dell'Autorità. La metodologia usata, seppur perfettibile, appare appropriata: anche se, è bene ricordarlo, le osservazioni ed i commenti rinvenibili saranno quelli che avranno superato indenni il filtro della pertinenza e rilevanza, è evidente che tale approccio – oltre a colmare, a monte, il *deficit* di legalità sostanziale che caratterizza le *Authorities* – compensi, a valle, la carenza di una dettagliata motivazione dell'atto finale, ripristinando il ruolo di un'amministrazione dialogica, oltre che legittimata agli occhi dei regolati.

In secondo luogo, i rilievi in ordine al 'principio di flessibilità' ed alle possibili forme integrative della consultazione suggeriscono di svolgere alcune considerazioni intorno alla scelta di ricorrere a modalità partecipative c.d. informali.

Si ritiene che, in estrema sintesi, nonostante il coinvolgimento informale degli operatori economici attraverso *panel*, riunioni, questionari e simili, valorizzi forse al massimo grado il versante collaborativo della partecipazione bel al di là dei confini strettamente procedimentalizzati<sup>62</sup>, non possano essere trascurate le possibili distorsioni sottese a tale tipo di approccio<sup>63</sup>. Il rischio connaturato al fenomeno è principalmente quello di emanciparsi eccessivamente dalla regola, con il pericolo di un'azione amministrativa sempre più lontana dai principi generali che, come se non bastasse, potrebbe trascendere in forme poco limpide di consultazio-

<sup>61</sup> Sul tema dell'atto regolamentare relativo alle modalità di consultazione quale strumento di autovincolo delle Autorità, A. Travi, *Autorità per l'energia elettrica e giudice amministrativo*, in *www.giustamm.it*, 2005, n. 6; di recente, M. Condorelli, cit., 81 ss.; di diverso avviso A. Di martino, cit., 114 ss.

<sup>62</sup> Puntuali le considerazioni di S. Tuccillo, *op. cit.*, Napoli, 2016, 81, la quale afferma che «La doverosità della partecipazione supera, dunque, gli obblighi partecipativi e non si risolve in essi».

<sup>63</sup> Sul tema, G. Corso, *Attività amministrativa informale*, in *Nuove aut.*, 1995; M. Protto, *L'amministrazione informale*, in *Studi in onore di Roberto Marrama*, Napoli, 2012, vol. II; P. Badura, *Agire amministrativo informale e diritti fondamentali*, in *Dir. pubbl.*, 1999; F. Ledda, *Elogio della forma scritto da un anticonformista*, in *Foro amm.* (II), 2000, 3443 ss; G. Puttner, *Lo stato di diritto informale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1992, 42; G. Berti, *Stato di diritto informale*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, 1992, 3 ss; G. Melis, *Per una storia del procedimento amministrativo prima della legge sul procedimento*, in *Riv. Trim. di diritto pubblico*, 2, 2021, 571 e ss.; di recente, V. Brigante, *Garanzie della forma e pubblica amministrazione*, Napoli, 2022, 280 ss.

ne, tutto a detrimento del tanto agognato principio di trasparenza che assume un rilievo particolare proprio nell'ambito della regolazione dei mercati finanziari, in cui il fantasma della c.d. cattura del regolatore è sempre dietro l'angolo.

Nel contesto appena tracciato la recente scelta dell'IVASS, di rendere pubblico un «Documento di discussione»<sup>64</sup> è apparsa particolarmente interessante. Si tratta di uno strumento innovativo – che ha già attirato l'attenzione della dottrina<sup>65</sup> – con il quale l'Autorità, anziché sottoporre agli operatori economici uno schema di regolamento già precedentemente redatto, si confronta anticipatamente con gli *stakeholders* proprio al fine di orientare le proprie future azioni di intervento regolamentare. L'avvio di un preventivo dialogo – attraverso, quindi, un coinvolgimento prodromico e preliminare degli interessati – oltre ad esaltare il versante collaborativo del dibattito, risulta di grande utilità non tanto (e non sarebbe poca cosa) poiché permette agli operatori di far sentire la propria voce in un momento in cui è ancora tutto da decidere; ma soprattutto poiché risulta proficuo per la stessa Autorità che, attraverso il confronto con operatori specializzati, potrebbe colmare quella fisiologica asimmetria informativa che caratterizza settori così tecnici, migliorando il prodotto finale della regolazione.

Strumenti del genere potrebbero essere utili per arrivare ad un equilibrio tra necessarie esigenze di trasparenza e formalizzazione delle procedure e l'altrettanto indispensabile flessibilità ed efficienza del dibattito pubblico, giungendo a quella sorta di «formalizzazione dell'informale» auspicata dalla dottrina<sup>66</sup>. La speranza è, quindi, che simili iniziative non restino un caso isolato.

Eppure, nonostante gli indubbi passi avanti permane qualche aspetto problematico al quale sembra opportuno accennare in conclusione, ovvero, quello relativo alla scelta di utilizzare, nell'ambito della stessa attività regolatoria, strumenti di *soft-regulation*.

Senza addentrarci nel fenomeno (peraltro ampiamente affrontato dalla dottrina<sup>67</sup>), basti ricordare che si tratta strumenti – quanto a struttura, contenuti e

---

<sup>64</sup> Ci si riferisce al Documento di Discussione n. 1 del 2022 «Considerazioni prodromiche ai futuri interventi regolamentari dell'IVASS in materia di prodotti vita».

<sup>65</sup> Per un approfondimento sul tema, si rimanda allo scritto di C. Desideri, F. Marinello, *I documenti di discussione di IVASS, per una consultazione anticipata e prodromica rispetto all'eventuale procedimento di regolazione*, in *Rassegna trimestrale dell'Osservatorio AIR*, 2023.

<sup>66</sup> A. Di Martino, *Oltre la partecipazione procedimentalizzata: collaborazione e regolazione nelle autorità amministrative indipendenti, in Autorità indipendenti. Funzioni e rapporti*, C. Acocella (a cura di), Napoli, 2022, 116.

<sup>67</sup> Sull'argomento, *ex multis*, cfr. E. Mostacci, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008, 51 ss. M.E. Bucalo, *Autorità indipendenti e soft law-forme, contenuti, limiti e tutele*, Torino, 2018, 254; N. Rangone, *Regolazione*, in S. Cassese (a cura di), *Dizionario di diritto pubblico*, V, Milano, 2006, 5057; M.B. Armiento, *La soft regulation nelle autorità indipendenti e gli strumenti per la qualità delle regole*, in G. Mazzantini, L. Tafani (a cura di), *L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione*. Annuario 2020, Napoli, 2021, 265 ss; in particolare M. Ramajoli, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2016, 2, che definisce la *soft-regulation* come uno stru-

denominazione – estremamente eterogenei<sup>68</sup>, tuttavia, tutti con una caratteristica in comune, ovvero quella di non essere cogenti o vincolanti.

Per quanto concerne l'IVASS, i principali atti di *soft-regulation* sono, essenzialmente, le comunicazioni interpretative variamente denominate e le c.d. lettere al mercato.

Gli atti di *soft-regulation* a differenza dei tradizionali atti di regolazione del mercato – non contenendo ‘regole’, ma meri ‘consigli’ – vengono generalmente sottratti da tutta quella rete di garanzie partecipative a cui si è fatto riferimento; al contempo, non necessiterebbero di essere sottoposti ad analisi *ex ante* e a monitoraggio *ex post* che ne valutino i possibili effetti sul mercato. Di regola, infatti, a questa regolazione ‘morbida’ non dovrebbero conseguire effetti giuridici rilevanti per gli operatori; ciò nonostante, come si vedrà, nella pratica l’uso di questi strumenti non sembra sempre scevro da conseguenze più o meno impattanti.

A prescindere dalla loro apparenza flessibile e non vincolante, sempre più di frequente, tali atti contengono vere e proprie regole che finiscono per incidere in modo significativo sui destinatari, guidandone il comportamento; inoltre, sembra evidente come, per quanto si tratti di tecniche di *nudging* e di *moral suasion*, per le imprese sia tutt’altro che semplice distaccarsi dalle buone pratiche in esse contenute, se non altro per il tecnicismo della materia e per l’autorevolezza della fonte da cui promanano.

Se già l’esperienza delle FAQ ha svelato come tali risposte interpretative o applicative abbiano, sovente, introdotto orientamenti di vigilanza in grado di impattare significativamente sull’attività e l’organizzazione dei soggetti vigilati, anche il frequente utilizzo delle cd. lettere al mercato sembra degno di alcuni rilievi.

L’Autorità pubblica numerose lettere al mercato, che vengono definite dalla stessa amministrazione alla stregua di documenti interpretativi o esplicativi, a carattere non cogente, funzionali a condividere con i vigilati le posizioni dell’Istituto su specifiche materie. A ben guardare, molte delle lettere al mercato – piuttosto che risolversi in meri suggerimenti – presentano un contenuto marcatamente precettivo che, giustificherebbe il ricorso quantomeno alla consultazione<sup>69</sup>. Non dimeno, il recente Regolamento del 2022, nel delimitare in negativo il proprio ambito applicativo, esclude dal novero degli atti di regolazione proprio quegli atti

---

mento *cripto-hard*, quanto alla attitudine di tali atti ad incidere direttamente nella sfera giuridica dei destinatari. Della stessa A. anche, *Soft law e ordinamento amministrativo*, in *Dir. Amm.*, fasc. 2017, 1.

<sup>68</sup> L’elencazione stessa risulta ardua «linee guida, direttive, orientamenti, raccomandazioni, codici di condotta, modelli di metodi e processi, schemi di atti e contratti, raccolte di buone pratiche; ma anche FAQs, dichiarazioni d’intenti, lettere, annunci e dichiarazioni alla stampa, regole non scritte e meri comportamenti dotati di autorevolezza» cfr. Così, B.L. Boschetti, *Soft law e normatività: un’analisi comparata*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2016, 2, 32.

<sup>69</sup> Sul tema si rinvia alle riflessioni di S. Stacca, *A proposito di alcuni atti “flessibili” dell’IVASS: possibili implicazioni per imprese e consumatori*, in *Assicurazioni*, 2017, 2-3.

«aventi finalità esclusivamente interpretativa o applicativa», i quali solo se percepiti come particolarmente invasivi giustificherebbero l'applicazione degli articoli 5, 6 e 8 del Regolamento.

Proprio in riferimento a tale esclusione appare condivisibile l'osservazione presentata in sede di consultazione sullo schema di Regolamento dell'operatore economico «Aiba», il quale sottolinea che nel caso in cui l'Istituto valuti che tali sedicenti atti interpretativi non determinino significativi impatti sull'attività dei destinatari, e siano dunque esclusi dall'ambito di applicazione del presente Regolamento, sarebbe auspicabile, che una tale valutazione fosse preliminarmente suffragata da una maggiore partecipazione e confronto con gli *stakeholders*, anche ricorrendo a forme di dibattito informale. Gli operatori, infatti, potrebbero fornire un contributo costruttivo per illustrare, in concreto, gli aspetti controversi derivanti dall'applicazione o interpretazione della regolamentazione, così che le esigenze del mercato siano adeguatamente portate alla luce e considerate.

Tuttavia, ad oggi, solo in un unico caso l'Autorità ha sottoposto a consultazione – seguendo sostanzialmente la procedura prevista per gli atti regolamentari – uno schema di lettera al mercato concernente «l'applicazione degli orientamenti preparatori EIOPA sui presidi in materia di governo e controllo del prodotto (POG) da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi». Il menzionato provvedimento, pubblicato nelle more del recepimento da parte del legislatore italiano della Direttiva sulla distribuzione assicurativa (c.d. «Direttiva IDD»), introduceva di fatto una disciplina transitoria, prescrivendo agli operatori una serie di attività per facilitare la *compliance*<sup>70</sup>.

Il confronto è stato proficuo e all'Autorità pervennero numerose osservazioni e commenti; purtroppo, vi è da dire che quello appena menzionato è rimasto un caso isolato e, tutt'oggi, a fronte delle numerose lettere al mercato, solo nel 2017 si è proceduto all'istaurazione di un dibattito pubblico relativo a tale tipo di atti.

A margine di tali considerazioni sembra che, ad oggi, di fronte ad un'attività di regolazione in senso stretto dell'IVASS sempre meno creativa rispetto al passato – dovendo essenzialmente recepire ed implementare orientamenti maturati in seno alle istituzioni europee – forse il *focus*, almeno per questa *Authority*, dovrebbe essere posto proprio sull'attività di *soft-regulation*, affinché le garanzie partecipative raggiunte non vengano oblite e eluse a causa di un mero formalismo, ovvero dal mero *nomen iuris* del provvedimento, e della presunta non vincolatività dello stesso, a fronte invece di un più o meno celato contenuto paranormativo.

---

<sup>70</sup> M.B. Armiento, *Regolazione soft dei mercati e qualità delle regole Soft market regulation and better regulation tools*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2022, 2, 595 ss.; S. Stacca, *A proposito di alcuni atti "flessibili" dell'IVASS: possibili implicazioni per imprese e consumatori*, in *Assicurazioni*, 2017, 2-3, 247.

D'altronde, è stato proprio l'IVASS – nel replicare ad una delle osservazioni circa il Regolamento del 2022 – ad affermare che «di norma, le lettere al mercato non rientrano nel perimetro degli atti di regolazione e quindi nell'ambito di applicazione del Regolamento, sempreché non presentino un contenuto riconducibile a tali categorie di atti». L'ultima parola, in ordine all'attivazione di procedure consultive, ancora una volta, è rimessa alla sensibilità (e, quindi, alla discrezionalità) dell'Autorità.

##### 5. *IVASS, Consob e Banca d'Italia: una triade inestricabile. Spunti conclusivi*

Come efficacemente rilevato in dottrina, «la istituzione di una autorità amministrativa specializzata per la vigilanza sul settore è stata il segno più evidente e significativo della similarità fra attività assicurative e altre attività finanziarie e dell'affermarsi di nuovi modelli (o, almeno, modi) di regolazione nella disciplina pubblicistica delle attività private»<sup>71</sup>.

La ricostruzione effettuata circa le prassi consultive e sanzionatorie ha palesato l'esigenza di analizzare il settore assicurativo non come un compartimento stagno, ma piuttosto ha reso necessario calarlo all'interno di una dinamica più complessa che tenga anche conto della contiguità dello stesso con il settore bancario e mobiliare.

Tali profili di intersezione sono confermati anche dall'attuale sistema che appare caratterizzato dalla presenza di una normativa multistrato, ma anche da un modello di *governance* sempre più articolato e multilivello. In questo senso, sulla falsariga del modello successivamente adottato in ambito europeo, anche l'ordinamento italiano – basandosi sulla tradizionale tripartizione del sistema finanziario – ha istituito tre distinte *Authorities* dotate di incisivi poteri di vigilanza, esercitati in funzione di interessi generali, quali la protezione dell'utenza, l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario complessivamente inteso.

Pertanto, le recenti crisi, a conferma dell'intreccio organizzativo, hanno mostrato come il confine tra i vari tipi di attività ed istituzioni finanziarie stia diventando sempre più labile<sup>72</sup>, accentuando la necessità di una convergenza dei modelli regolatori di settore; convergenza di modelli, *a fortiori*, messa in luce proprio dalla costruzione di un sistema unitario di regolamentazione e vigilanza europeo e dalle più recenti scelte del legislatore nazionale.

<sup>71</sup> Così, L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, 338.

<sup>72</sup> G. Minervini, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, 16.

Le peculiarità del sistema assicurativo sono facilmente rintracciabili anche negli studi relativi ai c.d. modelli di vigilanza adottati in campo finanziario<sup>73</sup>, essenzialmente riconducibili a cinque tipologie di approccio: la «vigilanza per istituzioni» o «per soggetti»; la «vigilanza per finalità»; la «vigilanza per attività»; la «vigilanza funzionale» e la «vigilanza accentrata».

Senza addentrarsi in una minuziosa analisi dei singoli modelli e della normativa statale basti segnalare che – nonostante, *prima facie*, la scelta dell'ordinamento di dotarsi di un'Autorità distinta per ogni comparto del settore finanziario sia stata spesso ricondotta all'adozione di un modello «istituzionale» o «per soggetti» – si ritiene che l'attuale struttura di vigilanza del mercato italiano dei servizi finanziari, specie di quello assicurativo – sulla quale è andata ad inserirsi la l. n. 262 del 2005 – possa considerarsi di tipo 'misto'.

Dall'analisi della disciplina emerge che il legislatore – con una presa d'atto fattuale prima che giuridica e rifacendosi a quelli che sembrano essere i due modelli di vigilanza predominanti – abbia optato per un sistema *sui generis*: se la presenza di regolatori multipli avvicina il modello a quello «istituzionale» – caratterizzato da un forte sezionalismo delle Autorità – il sistema globalmente inteso presenta anche marcate venature tipiche del modello «per finalità» che, pur portando spesso con sé qualche problema di coordinamento tra istituzioni, sembra più aderente alla realtà e coerente con l'interconnessione sistemica delle materie. In altri termini – pur ammettendo la contemporanea presenza di Autorità altamente specializzate e competenti per singoli settori – le sfumature di un approccio finalistico permettono di prescindere dalla forma giuridica degli intermediari finanziari e di applicare una regolamentazione omogenea per soggetti che, seppur diversi, svolgono di fatto la medesima attività; tutto ciò valorizzando gli obiettivi e le finalità concretamente affidati alle singole *Authorities*.

Le considerazioni appena svolte, lungi dal risolversi sul piano meramente teorico, sembrano avere importanti risvolti pratici in tema di scelte regolatorie, soprattutto alla luce della già richiamata integrazione dei mercati e degli strumenti offerti, seguita da una multisettorialità e, allo stesso tempo, da una progressiva despecializzazione degli intermediari.

---

<sup>73</sup> Sul tema, anche per una compiuta definizione dei vari modelli esistenti si rimanda a C. Di Noia, L. Piatti, *Regolamenti e mercati finanziari: analisi e prospettive di riforma*, Consob, Quaderni di Finanza, 30, 1998, 14 ss.; L. D'ambrosio, *La vigilanza*, in S. Amoroso, C. Rabitti Bedogni, (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, 55 ss.; R. Corigliano, *L'intermediazione finanziaria. Strutture, funzioni, controlli*, Bologna, 2002, 16; D. Masciandro, A. Porta, *Ruolo e poteri delle autorità di controllo sui mercati finanziari nella prospettiva dell'allargamento europeo*, in G. Bracchi, D. Masciandro (a cura di), Firenze, *Ottavo Rapporto sul sistema finanziario italiano. Oltre la crisi. Le banche tra le imprese e le famiglie*, Roma, 2004; L. Cardia, A. Desiata, E. Letta, B. Tabacci, *Unità o pluralità delle Autorità nei mercati finanziari?*, in F. Kistoris Padoa Schioppa, (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, in *Il Sole 24 ORE*, 2002; I. Bozzano, *La vigilanza sul mercato assicurativo*, in *Dir. economia assicur.*, 2002, 509 ss.

Si pensi ancora una volta, a titolo esemplificativo, ai rapporti tra il settore bancario e quello assicurativo<sup>74</sup>: da un lato, le banche hanno oramai esteso le loro attività ben oltre le semplici operazioni creditizie, offrendo sempre più spesso all'utenza veri e propri prodotti assicurativi; dall'altro lato, le stesse imprese assicurative, alla ricerca di modalità di investimento degli attivi, finiscono per investire nel capitale di banche o in prodotti cartolarizzati, inserendosi nella più complessa filiera di rapporti con gli istituti di credito e accrescendo il grado di interconnessione tra i comparti<sup>75</sup>.

Ma si pensi anche al delicato rapporto tra IVASS e CONSOB, la cui rilevanza è peraltro confermata dai numerosi accordi quadro in materia di collaborazione e coordinamento nell'esercizio delle rispettive funzioni. In questo caso l'esigenza di introdurre criteri e modalità di coordinamento tra le due Istituzioni, volti ad assicurare un più efficace svolgimento dei compiti ad esse affidati – oltre a discendere dalla circostanza che il potere di controllo della Consob si estenda alle società (anche assicurative) quotate – deriva principalmente dalla recente proliferazione ed offerta di prodotti c.d. multiramo. Ci si riferisce, in particolare alle polizze *unit-linked* o *index-linked*<sup>76</sup> che, facendo dipendere il concreto ammontare (o, *tout court*, l'erogazione) del premio dal rendimento di prodotti finanziari, a differenza delle polizze tradizionali, ammettono che il rischio non venga trasferito interamente all'assicuratore, bensì che venga ripartito su entrambe le parti del rapporto o, nell'ipotesi più preoccupante, esclusivamente sull'assicurato.

È evidente come attraverso l'uso di tali strumenti essenzialmente finanziari e dal fine spesso esclusivamente speculativo, ci si allontani dalla *mission* affidata al settore assicurativo: non è un caso, infatti, che IVASS e CONSOB abbiano

<sup>74</sup> Sul tema, cfr. F. Merusi, *Mercati finanziari e responsabilità strutturale*, in *Studi in onore di Umberto Belvisio*, Bari, 2011, III, 1651 e 1655; G. Giordano, F. Vella, *Quanto rischiano le assicurazioni?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, agosto 2017, 2. Sugli effetti potenzialmente patologici del fenomeno cfr. F. Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione*, *op. cit.*, 254 ss.

<sup>75</sup> Non è un caso che la disciplina del mercato assicurativo ricalchi, sotto molteplici aspetti, quella elaborata nel settore dei servizi di investimento e, soprattutto, quella del bancario. Il collegamento, inoltre, tra IVASS e Banca d'Italia lungi dal risolversi in una mera assimilazione normativa, diviene un collegamento 'strutturale' attraverso una quasi sovrapposizione totale della governance dei due istituti: il Presidente dell'IVASS, legale rappresentante dell'Istituto e che presiede il Consiglio, è il Direttore Generale della Banca d'Italia; il Direttorio IVASS corrisponde al Direttorio della Banca d'Italia integrato dalla partecipazione dei due consiglieri dell'IVASS; i quali, a loro volta, scelti tra persone di indiscussa moralità ed indipendenza oltre che di elevata qualificazione professionale in campo assicurativo, vengono nominati con decreto del Presidente della Repubblica, previa delibera del Consiglio dei Ministri, su iniziativa del Presidente del Consiglio, su proposta del Governatore della Banca d'Italia e di concerto con il Ministro dello sviluppo economico. Sul tema anche F. Sartori, *op. cit.*, 131; F. Politi, *Le autorità di regolazione dei mercati finanziari*, Torino, 2021; F. Moliterni, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni*. [IVASS], in *Diritto on line*, Milano, 2016.

<sup>76</sup> Sul tema, M. Bin, *Il «prodotto misto» assicurativo - finanziario*, in *Assicurazioni*, 1988, I, 351; G. Volpe Putzolu, *Le polizze unit ed index linked (ai confini dell'assicurazione sulla vita)*, in *Assicurazioni*, 2000, I, 233; C. Valentino, *Polizze linked e progressiva "finanziarizzazione" della trasparenza assicurativa*, in *Diritto del risparmio*, Fasc. 2, 2022; G. Giordano, *op. cit.*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2017, 2.

scelto di adottare un approccio condiviso per disciplinare un fenomeno che coinvolge le competenze di entrambe le Autorità di vigilanza. Attualmente è in vigore un sistema di c.d. doppio binario nel quale CONSOB vigila sulla distribuzione di questi prodotti, qualora effettuata da banche, Poste ed intermediari finanziari indicati dal TUF; mentre l'IVASS vigila sulla distribuzione affidata alle compagnie di assicurazioni, ai loro agenti ed ai *broker*<sup>77</sup>.

Fenomeni di banca-assicurazione, utilizzo di strumenti 'misti', rischi di *lobbying* e pericoli di gravi insolvenze, sono solo alcune delle numerose sfide che le *Authorities* dovranno continuare ad affrontare, si spera, con un approccio quanto più integrato possibile.

Dal percorso tracciato – caratterizzato dalla complessa integrazione tra i mercati e, al contempo, tra i soggetti che vi operano – emerge come, in conclusione, il comparto assicurativo – troppo spesso marginalizzato e considerato quale settore 'di nicchia' – stia a mano a mano riacquisendo una centralità dimenticata e che, lungi dal sopirsi, sembra accentuarsi nel contesto attuale in cui accanto ai numerosi 'rischi sistemici', caratteristici di un'economia globalizzata, si stanno affiancando sempre più spesso preoccupanti 'rischi ambientali' e 'catastrofali'.

---

<sup>77</sup> Recentemente, Trib. Bergamo, Sez. IV, 6 dicembre 2021, n. 2271, afferma che «in tema di polizze *unit linked*, il negozio, pur se connotato dall'assunzione di un rischio demografico molto limitato e pur se non garantisce nemmeno parzialmente la restituzione del capitale investito, non è qualificabile quale prodotto finanziario tout court, ma resta un prodotto assicurativo ed è classificabile quale Polizza di Ramo Vita III ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. a), del codice delle assicurazioni private. Inoltre, in caso di collocamento di polizze vita *unit linked*, la normativa del testo unico finanziario e dei Regolamenti Consob trova applicazione solamente laddove il prodotto sia distribuito dai soggetti abilitati ai sensi del t.u.f. (art. 1, comma 1, lett. r) e non dagli intermediari assicurativi, come i broker e gli agenti assicurativi». Si consideri che ai sensi dell'articolo 4-sexies, commi 5, 6 e 7, del TUF, la CONSOB e l'IVASS esercitano i poteri regolamentari di competenza in materia di prodotti di investimento assicurativo («IBIP»), ciascuna acquisendo il parere dell'altra Autorità, avuto riguardo all'esigenza di semplificare, ove possibile, gli oneri per i soggetti vigilati; inoltre per garantire uniformità alla disciplina applicabile alla vendita dei prodotti d'investimento assicurativo a prescindere dal canale distributivo e la coerenza e l'efficacia complessiva del sistema di vigilanza sui prodotti di investimento assicurativi il potere di cui all'articolo 6, comma 2, è esercitato, ai sensi dell'articolo 25-ter, comma 2-bis, del TUF, dalla CONSOB sentita l'IVASS, mentre i regolamenti relativi ai requisiti supplementari per la distribuzione di IBIP sono adottati, ai sensi dell'articolo 121-quater, comma 2, del CAP, dall'IVASS sentita la CONSOB.

*Mercati finanziari e regolazione pubblica: il settore assicurativo e il ruolo dell'IVASS*

Il presente contributo, attraverso uno sguardo al recente passato – dopo aver brevemente rievocato i tragici eventi finanziari della crisi del 2008 e dopo aver evidenziato le peculiarità insite del contratto di assicurazione – si propone di mettere in luce le ragioni giustificative utili a meglio comprendere le attuali scelte di policy in materia assicurativa, culminate nella creazione dell'Ivass. Ci si soffermerà, in particolare, sulle ricadute pratiche della scelta di optare per la costituzione di un'apposita Authority di settore e – considerato quello che ancora oggi risulta essere il principale problema di questo tipo di istituzioni – si tenterà di cogliere le differenti declinazioni che assume la legalità procedurale, analizzando il concreto esplicarsi delle dinamiche partecipative nell'ambito dei procedimenti sanzionatori e regolatori dell'Autorità.

*Financial markets and public regulation: the insurance sector and the role of IVASS*

This contribution, through a look at the recent past – after having recalled the tragic financial events of the 2008 crisis and after highlighting the inherent peculiarities of the insurance contract – aims to highlight the justifying reasons useful to better understand the current policy choices in the field of insurance, culminating in the creation of Ivass. The focus is, in particular, on the practical repercussions of the choice to opt for the establishment of a special sector Authority and – considering what still appears to be the main problem of this type of institution – an attempt will be made to grasp the different declinations that procedural legality assumes, analyzing the concrete expression of participatory dynamics in the context of the sanctioning and regulatory procedures of the Authority.