

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Scienze Giuridiche

Ciclo XXX

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

TITOLO TESI

La governance delle assicurazioni tra diritto comune e diritto speciale

Presentata da: Dott.ssa Giulia Giordano

Coordinatore Dottorato

Supervisore

Ch.mo Prof. Andrea Morrone

Ch.mo Prof. Alberto Musso

Esame finale anno 2018

ABSTRACT:

L'analisi affronta il tema delle regole di *corporate governance* relative al settore assicurativo avendo quale principale referente, anche per ragioni empirico-statistiche, il sistema di amministrazione e controllo tradizionale della società per azioni. Il lavoro illustra, in primo luogo, le peculiari funzioni svolte dalle istituzioni assicurative nell'ambito dell'economia reale e del sistema finanziario, per evidenziare come la specialità della disciplina normativa derivi proprio dall'importanza di tali funzioni e dalla struttura di cui l'ente deve dotarsi per espletarle. In seguito, è esaminata la disciplina applicabile in materia anche alla luce delle numerose intersezioni tra ordinamento nazionale, europeo e organismi internazionali. Scopo dello studio è, da un lato, quello di individuare le convergenze e le divergenze tra la disciplina comune dettata dal codice civile e la disciplina speciale, così tratteggiando le sovrapposizioni e le lacune del sistema; dall'altro, prospettare alcuni interrogativi circa la natura dello statuto normativo cui sono sottoposte le assicurazioni e l'*ubi consistam* del loro modello di *governance*.

INDICE SOMMARIO

La *governance* delle assicurazioni tra diritto comune e diritto speciale

PREMESSA	1
I. L'ATTIVITÀ ASSICURATIVA	5
1.1. INTRODUZIONE	5
1.2. I RAPPORTI TRA CONTRATTO E IMPRESA	9
1.2.1. <i>Il quadro normativo: disciplina dell'atto e dell'attività</i>	11
1.2.2. <i>Le più recenti casistiche</i>	15
1.3. LE FUNZIONI NEL SISTEMA FINANZIARIO E LA VIGILANZA PRUDENZIALE	19
1.3.1. <i>L'attività tipicamente assicurativa: c.d. core insurance</i>	20
1.3.2. <i>Le altre attività assicurative: c.d. non core insurance</i>	22
1.3.3. <i>La tutela sovra-legislativa: Costituzione e Unione Europea</i>	26
1.3.4. <i>I recenti ampliamenti dell'attività</i>	27
II. LA GOVERNANCE DELL'IMPRESA ASSICURATIVA	33
2.1. LA GOVERNANCE NEL DIRITTO SPECIALE: UNA DIVERSA PROSPETTIVA?	33
2.1.1. <i>I tratti fondamentali</i>	33
2.1.2. <i>I tratti della specialità</i>	38
2.2. L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA	41
2.2.1. <i>Il codice civile del 1942 e le leggi assicurative ante c.a.p.</i>	42
2.2.2. <i>La riforma del codice civile nel 2003 e l'introduzione del c.a.p. nel 2005</i>	43
2.2.3. <i>I limiti del sistema di Solvency I, lo Sharma Report e l'avvento di Solvency II</i>	47
2.2.4. <i>Le linee guida di EIOPA</i>	50
2.3. UN'ANALISI IN PARALLELO	52
2.3.1. <i>La governance delle banche(...)</i>	52
2.3.2. <i>(...) e degli intermediari finanziari alla luce della Mifid II</i>	56
III. LE PRINCIPALI LINEE DI INTERVENTO	61
3.1. "SANA E PRUDENTE GESTIONE" E "ASSETTI ADEGUATI"	62
3.2. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NEL SUO COMPLESSO	68
3.2.1. <i>I "sotto-insiemi" del sistema di governo societario: il sistema di gestione dei rischi, il sistema dei controlli interni e la presenza dei comitati endoconsiliari</i>	81

3.2.2. <i>La gestione delle polizze: sulla vita e contro i danni</i>	90
3.2.3. <i>La gestione degli investimenti</i>	97
3.3. I SINGOLI AMMINISTRATORI	100
3.3.1. <i>I requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza</i>	100
3.3.2. <i>I compensi</i>	104
3.3.3. <i>La responsabilità professionale: un problema di nesso causale</i>	107
3.4. LA VIGILANZA SULLA GOVERNANCE.....	113
3.4.1. <i>Il “diritto amministrativo dell’amministrazione”</i>	113
3.4.2. <i>I singoli poteri di intervento dell’Autorità di Vigilanza</i>	115
3.4.2.1. <i>Le disposizioni generali: categorie di poteri</i>	115
3.4.2.2. <i>Le disposizioni specifiche per materie</i>	117
3.4.2.2.1. <i>La gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale</i>	117
3.4.2.2.2. <i>Le operazioni straordinarie</i>	118
IV. LA GOVERNANCE DEL GRUPPO ASSICURATIVO.....	119
4.1. LA REGOLAZIONE DEI GRUPPI NEL DIRITTO SPECIALE	120
4.1.1. <i>Gruppo assicurativo e gruppo bancario ante riforma: norme di composizione, di pubblicità e di vigilanza.</i>	122
4.1.2. <i>L’avvento delle riforme sul gruppo bancario e sul gruppo assicurativo</i>	126
4.2. LA GOVERNANCE DEL GRUPPO ASSICURATIVO NEL C.A.P. PRIMA DI SOLVENCY II	128
4.2.1. <i>Il codice delle assicurazioni private</i>	128
4.2.2. <i>I regolamenti ISVAP n. 15/2008 e n. 20/2008</i>	130
4.3. LA GOVERNANCE DEL GRUPPO DOPO SOLVENCY II.....	132
4.3.1. <i>Le modifiche al codice delle assicurazioni private</i>	134
4.3.2. <i>Il regolamento IVASS n. 22 del 2016</i>	137
4.3.3. <i>Il nuovo schema di Regolamento n. 2/2017</i>	140
4.4. UN’ANALISI IN PARALLELO.....	142
4.4.1. <i>La governance del gruppo bancario (...)</i>	143
4.4.2. <i>(...) e quella del conglomerato finanziario</i>	146
4.5. SU ALCUNI POSSIBILI RIFLESSI DELLA NUOVA GOVERNANCE	147
V. IL RISCHIO SISTEMICO E I RIFLESSI SULLA GOVERNANCE ASSICURATIVA	153
5.1. INTRODUZIONE	154

5.2. IL RISCHIO SISTEMICO	155
5.2.1. <i>Nel sistema finanziario</i>	155
5.2.2. <i>Nel settore assicurativo</i>	157
5.3. GLI INTERVENTI DEGLI ORGANISMI INTERNAZIONALI E DI VIGILANZA	167
5.3.1. <i>L'ordinamento statunitense</i>	170
5.3.2. <i>L'ordinamento europeo</i>	174
5.4. CONSEGUENZE SULLA GOVERNANCE DELL'IMPRESA SISTEMATICAMENTE RILEVANTE. 177	
5.4.1. <i>Profili di diritto pubblico: una teoria dell'impresa assicurativa quale ente pubblico e dell'attività assicurativa quale pubblico servizio?</i>	181
5.4.2. <i>Un modello di governance "systemic stakeholders oriented"?</i>	186
5.4.2.1. <i>Sulla stabilità finanziaria come "nuovo" common good</i>	188
5.4.2.2. <i>Su alcuni possibili riflessi intra-societari</i>	193
CONCLUSIONI	198
BIBLIOGRAFIA	200

PREMESSA

Il titolo “La *governance* delle assicurazioni tra diritto comune e diritto speciale” si presterebbe a molteplici tagli di analisi in virtù delle ampie tematiche ad esso sottese e delle possibili metodologie con cui affrontarlo¹. Appare utile sin d’ora, quindi, delimitare il campo di indagine del presente scritto, per porre in luce l’iter logico che si cercherà di sviluppare nelle pagine che seguono.

Il lavoro non intende, infatti, analizzare tutti gli istituti che il concetto stesso di *governance* potrebbe lasciare rientrare nel proprio significato, né tantomeno indagare ogni possibile declinazione del termine nei singoli sistemi di amministrazione e controllo e all’interno dei singoli tipi societari. Al contrario, saranno oggetto di indagine specifici profili della *governance* che, per i motivi meglio evidenziati nel prosieguo, sono attualmente al centro del dibattito dottrinale.

Il modello societario prescelto è quello organizzativo tipico della grande impresa – la società per azioni – sia per una parziale limitazione legislativa dell’esercizio dell’impresa assicurativa a tale schema normativo², sia per una maggiore rilevanza statistica di tale modello rispetto ai tipi della società cooperativa, di mutua

¹ Sul metodo con cui affrontare l’analisi giuridica, S. Cassese, *Atti del Convegno*, in *Quaderni ricerca giuridica, Banca d’Italia*, 2012, n. 72, 70: “Prima premessa: esiste il diritto e il diritto può essere studiato solo col metodo giuridico. Quindi esiste una perfetta simmetria tra una materia studiata e un metodo di studio. Seconda premessa: il rapporto tra diritto ed economia, tra Stato ed economia, tra government e business è un binomio, l’uno separato dall’altro. Ho l’impressione che queste due affermazioni siano sbagliate, perché se si deve studiare la disciplina pubblica dei mercati comunali, o studiare il potere di certificazione dei notai, si debbono adoperare tecniche completamente diverse, perché per i mercati comunali occorre fare analisi statistiche, mentre per l’attività di certificazione dei notai, ci si deve ispirare agli scritti della civilistica, ai principi primi del diritto. Quindi, non esiste una perfetta simmetria tra diritto e metodo giuridico, vi sono modi diversi di studiare il diritto e vi è quello che possiamo chiamare un relativismo metodologico. Bisogna adoperare il metodo più adatto per studiare certi argomenti giuridici, diverso da quello che si usa per studiare altri argomenti giuridici”.

² *Ex art. 14 C.a.p.* infatti l’IVASS rilascia l’autorizzazione necessaria per l’esercizio dell’attività assicurativa a condizione che “sia adottata la forma di società per azioni, di società cooperativa o di società di mutua assicurazione le cui quote di partecipazione siano rappresentate da azioni, costituite ai sensi, rispettivamente, degli articoli 2325, 2511 e 2546 del codice civile, nonché nella forma di società europea ai sensi del regolamento (CE) n. 2157/2001 relativo allo statuto della società europea e la forma di società cooperativa europea (SCE) ai sensi del regolamento (CE) n. 1435/2003”. Il fenomeno delle mutue e cooperative assicuratrici è stato recentemente analizzato da IAIS; IAIS, *Application paper on the regulation and supervision of mutuals, cooperatives and community-based organisations in increasing access to market*, 12 September 2017, disponibile al sito www.iais.org.

assicurazione, di società europea e di cooperativa europea³. Dunque è il fenomeno dell'assicurazione a premio esercitata in forma di s.p.a.⁴ e principalmente con l'adozione del modello tradizionale, il principale campo di lavoro entro il quale si opererà.

La ricerca attraversa solo parte della vasta letteratura giuscommercialistica dedicata al concetto di *governance* e al diritto delle società c.d. di "diritto speciale". Sul primo punto si avrà modo di tornare infra. Sul secondo punto, appare invece sin d'ora utile anticipare i confini terminologici della ricerca.

Scopo dell'indagine è quello di evidenziare le principali divergenze tra la *governance* assicurativa e quella di diritto comune. Per fare ciò, si darà ragione delle peculiarità dell'attività assicurativa distinguendole in due macro aree: da un lato, le caratteristiche legate alle polizze assicurative e dunque ai processi tecnici per la gestione delle medesime; dall'altro le caratteristiche delle altre attività che l'impresa assicurativa pone in essere e che la collocano propriamente nel sistema finanziario accanto a banche e intermediari finanziari.

In entrambi i profili trovano giustificazione le regole di *governance* che, sempre più numerose, compongono il quadro normativo di riferimento e che concorrono a definire un vero e proprio "diritto speciale", dotato – al pari di altri settori, quali quello degli enti pubblici privatizzati⁵, degli obblighi previsti in materia di sicurezza sul lavoro, del diritto ambientale, della responsabilità degli enti, per citarne alcuni – di una parziale

³ Dalle ricerche effettuate tramite l'albo tenuto da IVASS e consultabile al sito www.ivass.it alla data del 6 ottobre 2017 risultano iscritte 105 imprese di assicurazioni, di cui tre in forma di mutua assicuratrice (rispettivamente Società Reale Mutua di assicurazioni; Itas – istituto Trentino Alto-Adige per assicurazioni e Le assicurazioni di Roma), una in forma di società cooperativa (Società cattolica di assicurazione) e le restanti 101 in forma di s.p.a.

⁴Definita la forma organizzativa "più articolata e sofisticata tra quelle conosciute dall'ordinamento" M. Stella Richter, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Dir. banca merc. finanz.*, 2016, 4, 775: "La espressa imposizione (a livello legislativo) della forma organizzativa della impresa azionaria per l'esercizio dell'attività bancaria, accompagnata da una radicale rivisitazione del ruolo dell'autorità amministrativa in fase autorizzatoria, segna il passaggio dal governo del credito e del risparmio, che qui vorrei chiamare bank government, alla bank corporate governance".

⁵*Ex multis* F. Santonastaso, *Le società di diritto speciale*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2009, 1 ss.

autonomia concettuale rispetto al “diritto societario comune”⁶.

Oggetto di analisi sarà quindi la *governance* nel diritto assicurativo per la sua “novità dei principi giuridici e per la peculiarità tecnica”⁷, nel suo profondo intreccio di norme di diritto pubblico e di diritto privato e in tale contesto, saranno esaminati sia i profili dell’impresa assicurativa operante quale singolo, sia dell’impresa assicurativa in forma di gruppo.

Infine, sarà evidenziato il ruolo che l’interconnessione delle imprese assicurative al resto dei settori finanziari ha avuto nella configurazione dei meccanismi per garantire la stabilità finanziaria e che potrebbe avere sulle regole di *governance* in termini di rischio sistemico.

Quanto ai riferimenti ad altri ambiti del diritto, alcuni profili saranno prospettati in comparazione al settore bancario a causa del “continuo dialogo tra le rispettive discipline settoriali dove, a seconda dei momenti, l’una anticipa l’altra con forti analogie nei principi adottati e nei criteri applicativi”⁸. Fatte salve le diversità di oggetti riscontrabili nei singoli ambiti finanziari, infatti, l’organizzazione dell’amministrazione societaria e l’ordinamento pubblicistico del sistema è segnata da molte analogie⁹ e, dunque, specie rispetto al settore bancario ove per motivi storici e di struttura del mercato gli studi sono stati più numerosi¹⁰, saranno svolti alcuni confronti.

⁶ P. Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, 3, 393-394: “Il diritto delle assicurazioni è a volte considerato un ‘diritto settoriale’ caratterizzato da forti elementi di specialità e quasi rinchiuso in un *hortus clausus* riservato ai cultori della materia. Insomma una sorta di territorio limitato all’ esplorazione degli esperti di settore, quasi un figlio di un Dio minore, collocato in un’area marginale rispetto ad altri segmenti dell’ordinamento. È una concezione fallace perché il diritto assicurativo, come mi accingo a sinteticamente dimostrare con esempi relativi ai temi del contratto, della *governance*, della vigilanza, della responsabilità civile, ha una valenza generale e sistematica che deve essere adeguatamente apprezzata. [...]” E, pag. 410, e rappresenta “laboratorio fecondo di problemi e soluzioni suscettibili di estensione a molti altri settori dell’ordinamento civile e commerciale”.

⁷ T. Ascarelli, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 5.

⁸ F. Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa società*, 2014, 2, 296.

⁹ S. Amoroso, *Il tempo ed i termini nelle regolazioni pubbliche delle attività finanziarie*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 2.

¹⁰ L. Desiderio, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 2010, 1-2: “Ho più volte detto e scritto che, se bancocentrica è la nostra economia [...], bancocentrica appare anche la nostra

Infine, la trattazione muoverà anche dal monito di una necessaria consapevolezza che “le qualifiche di pubblico e privato vanno prese con cautela, perché all’interno di ciascuna specie di qualificazione si sono verificate scissioni [...] che richiederebbero nuove e difficili analisi, da fare senza parocchi, [...] misurando il grado di autonomia concesso dall’ordinamento a soggetti pubblici o privati”¹¹.

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”.

¹¹ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, Il Mulino, 2014, 80.

CAPITOLO 1

L'ATTIVITÀ ASSICURATIVA

*“Un rischio
pel fatto solo che passa da un patrimonio ad un altro
non modifica la sua natura aleatoria”*

C. Vivante, 1914

SOMMARIO: 1. Introduzione; 2. I rapporti tra contratto e impresa; 2.1. Il quadro normativo: disciplina dell'atto e dell'attività; 2.2. Le più recenti casistiche; 3. Le funzioni nell'economia reale e nel sistema finanziario; 3.1. L'attività tipicamente assicurativa: c.d. *core insurance*; 3.2. Le altre attività assicurative: c.d. *non core insurance*.

1.1. Introduzione

Prima di illustrare il modo in cui le regole pubbliche hanno modificato la gestione dell'impresa privata assicurativa modificandone, in parte, i connotati, si rende necessario brevemente illustrare il perché di tale intervento pubblico, per evidenziare e anticipare sin d'ora che è proprio in virtù di tali caratteristiche che il legislatore ha previsto una così fitta trama di interferenze tra diritto pubblico e diritto privato¹².

¹² T. Ascarelli, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, op. cit., 37. “Le grandi imprese ed i contratti che esse pongono in essere suscitano problemi che vanno diversamente valutati da quelli che possono sorgere per le piccole imprese; le imprese agrarie, quelle industriali con largo impiego di mano d'opera, quelle bancarie e assicurative, quelle meramente commerciali presentano problemi tra loro diversi: i problemi di categoria non si pongono con la stessa

Con formulazione ellittica e solo provvisoria, il fenomeno assicurativo può essere definito come fenomeno di trasferimento, da un soggetto ad un altro, degli effetti economici negativi¹³, derivanti dalla concretizzazione di un determinato rischio¹⁴.

L'assicurazione, dunque, rappresenta solo una delle possibili scelte con cui il soggetto può reagire al rischio. Evocando l'analisi della tradizionale trattatistica in materia, le condotte di reazione possono essere infatti sintetizzate in: indifferenza, prevenzione, o preparazione. Quest'ultima, in particolare, può concretarsi nell'integrale accumulo della ricchezza a costo totale (puro risparmio o risparmio in senso stretto), ovvero nella messa a disposizione della ricchezza totale da parte di altri soggetti a costo parziale (assicurazione)¹⁵.

Il fenomeno è stato lungamente studiato sia dalle scienze economiche – attuariali, manageriali e finanziarie – sia dalle scienze giuridiche, tanto nel settore del diritto pubblico, quanto quello del diritto privato. Gli studi di diritto privato, in particolare, si sono sviluppati dapprima nella disciplina del contratto e solo successivamente nei profili di impresa¹⁶. Mentre infatti le origini contrattuali dell'assicurazione risalgono a epoche remote¹⁷, quelle dell'impresa sono relativamente più recenti¹⁸.

importanza in tutti i campi; la trasformazione della realtà economica è diversamente intensa nei vari campi”.

¹³ G. Fanelli, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, vo. XXXVI, t. 1, Giuffrè, Milano, 1973, 91: “Se si volesse topograficamente attribuire un posto al contratto di assicurazione nella sfera dell'autonomia privata, questo posto non potrebbe essere che al limite di quest'ultima, là dove la libertà confina con la necessità”.

¹⁴ A. Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, Giuffrè, Milano, 1952, vol. I, 24: “Dal punto di vista economico l'assicurazione è, come abbiamo visto, l'operazione rivolta alla preparazione dei mezzi di soddisfazione in un bisogno eventuale a costo certo parziale mediante la mutualità”. B. A. Hedges, *Insurance and measurement of risk*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 451: “The number one purpose for purchasing insurance is to reduce worry about these financial effects, which means reducing the amount of disadvantage expected to be suffered from them”.

¹⁵ A. Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, op. cit., 7-8. Sul tema anche L. Petix, *L'impresa di assicurazione. Aspetti tecnici e finanziari della gestione*, Cedam, Padova, 1984, 2. “I bisogni di sicurezza futura vengono distinti in bisogni certi e bisogni eventuali; ai primi si provvede con il risparmio, mentre ai bisogni eventuali si provvede con l'assicurazione. La prestazione assicurativa è, dunque, un bene eventuale idoneo a soddisfare un bisogno futuro eventuale”.

¹⁶ G. Castellano, *Le assicurazioni private*, in *Giurisprudenza sistematica civile e commerciale*, diretta da W. Bigiavi, Utet, Torino, 1970, 3 ss.

¹⁷ Per alcuni contributi sull'evoluzione dell'economia e del diritto in tema, G. Volpe Putzolu, *Evoluzione della legislazione sulle assicurazioni in Italia dall'Ottocento ad oggi*, in *I settantacinque anni dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni*, Istituto Enciclopedia Italiana, 1987, 77 ss. Per contributi di carattere storiografico, AA.VV., *Le assicurazioni, Sicurezza e gestione dei rischi in Italia e*

Quanto alla prospettiva contrattuale, sono stati rinvenuti accordi tesi al trasferimento di rischi da un soggetto a un altro sin nei primordi dei commerci marittimi genovesi e fiorentini, in cui l'attività assicurativa presentava forti analogie al prestito marittimo. Un forte distacco si è registrato solo a partire dal XIV secolo quando da attività posta in essere da singole persone fisiche (denominate "sensale" o "mezzano", assimilabili all'odierno *broker*) l'attività assicurativa è diventata sempre più un'attività esercitata professionalmente e in maniera aggregata, specie tra XVII e XVIII secolo¹⁹, fino a diventare un vero e proprio ramo dell'economia, nel settore industriale²⁰ prima, e finanziario poi.

Il passaggio ha segnato anche il consolidamento del fenomeno assicurativo come oggi comunemente inteso. Fintanto che lo spostamento dei rischi avveniva da una singola persona fisica a un'altra, infatti, l'alea giuridica che connotava quel contratto poteva tramutarsi in una mera speculazione rientrando nell'ambito del gioco e della scommessa²¹. Da un lato, infatti, le probabilità di concretizzazione del rischio non erano analizzate in maniera professionale dall'assicuratore, né di conseguenza inserite in un'ampia gamma di rischi omogenei. Dall'altro lato, in assenza di regole sulla modalità di gestione dei premi assicurativi riscossi, il rischio di insolvenza da parte dell'assicuratore era particolarmente alto.

È con tale passaggio quindi che il contratto di assicurazione ha cessato di essere, grazie all'affermarsi dell'impresa assicurativa svolta professionalmente su scala industriale,

Spagna tra età moderna e contemporanea, a cura di C. B Lopez, A. Di Vittorio e N. Ostuni, Giuffrè, Milano, 2016, 21 ss.

¹⁸ Per un quadro completo della legislazione relativa all'impresa, A. Guccione, *Le assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, Marsilio Editore, 2012, 501 e ss.; G. Ottaviani, *L'impresa di assicurazione, origini, rischio, evoluzione*, Giuffrè, Milano, 1981, 11 ss.

¹⁹ J. Lowry, P. Rawlings e R. Merkin, *Insurance law, Doctrines and principles*, Hart Publishing, Oxford, 2011, 13-14 che riportano alcuni passaggi dell'evoluzione legislativa inglese: "Insurance companies [...] have long been subject to a greater degree of regulation than most other types of business. This began with the Life Assurance Companies Act in 1870 and gradually spread to other parts of the industry until by 1946 the whole sector was regulated".

²⁰ G. Cottino, *L'assicurazione tra passato e presente*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. X, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Padova, Cedam, 2001, 1 e ss.

²¹ C. Vivante, *Il contratto di assicurazione*, vol. 1, Milano, Hoepli, 1885, 8: "Gli scrittori trattarono dapprima insieme della scommessa e dell'assicurazione, poi dissero di questa in disparte, come di una specie distinta; infin si tramandarono successivamente la stessa questione, divenuta oziosa coll'andare del tempo, se l'una avesse la natura dell'altra".

“occasione di saltuarie speculazioni” per diventare “strumento di un’attività socialmente utile”²².

Al di là della diversità di orientamenti registratasi sul ruolo dell’impresa assicurativa rispetto al contratto²³, di centrale rilievo risulta lo studio della gestione della prima per una piena comprensione del fenomeno nel suo complesso. La sola disciplina del contratto infatti non trovava compiuto riscontro nelle norme nel codice del 1865 che lo menzionava solo tra i contratti aleatori. Più completezza è raggiunta con il codice del commercio del 1882 nell’ambito del quale, con il superamento della distinzione tra assicurazione terrestre e marittima, si individua un unico genus del contratto di assicurazione²⁴.

La “professionalizzazione” dell’attività assicurativa ha dunque determinato la nascita dell’operazione economica²⁵, disciplinata oggi compiutamente dal legislatore e che trova il presupposto fondante nel meccanismo – attuabile solo attraverso l’attività di impresa – di diversificazione dei rischi nei confronti della massa di assicurati e di

²² F. Denozza, *Contratto e impresa nell’assicurazione a premio*, Giuffrè, Milano, 1978, 1. G. Fanelli, *Le assicurazioni*, op. cit., 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”.

²³ La dottrina civilistica, a differenza di quella commercialistica, era concorde nel non ritenerla elemento essenziale del contratto. F. Santoro-Passarelli, *La causa del contratto di assicurazione*, in *Libertà e autorità nel diritto civile*, Cedam, Padova, 1977, 135: “[...] 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”. Il quale tuttavia specifica che il contratto di assicurazione rimane tale anche senza il procedimento tipico delle imprese assicurative. R. Capotosti, *Note in tema di qualificazione del contratto di assicurazione*, in *Prestazioni di facere e contratto di assicurazione, Fattispecie e discipline*, a cura di P. Corrias e G. Racugno, 2013, Giuffrè, Milano, 79-81.

²⁴ A. Antonucci, *L’assicurazione fra impresa e contratto*, Cacucci Editore, 1997, 18-19.

²⁵ C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, in *Codice di Commercio commentato*, 1914, vol. 6, coordinato da Bolaffio e Vivante, Torino, op. cit., 6: “Mercè questa evoluzione, il commercio di assicurazione ha cambiato natura. Di commercio avventizio, grandemente aleatorio, divenne un commercio sistematico e prudente, per cui se l’impresa assume ancora di fronte a ogni assicurato l’obbligo di pagare una somma di gran lunga maggiore del premio, essa è quasi sicura di pagare all’intero gruppo degli assicurati meno di quanto ha riscosso complessivamente. [...] Nel metodo con cui raggiungono questo risultato, nella speciale forma di sicurezza che forniscono all’attività degli uomini deve cercarsi non solo il carattere sociale, ma anche quello giuridico del contratto di assicurazione”.

gestione dei premi incassati in modo tale da garantire la solvibilità della medesima²⁶. 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”²⁷.

Ciò che non è prevedibile per un singolo individuo assicurato, in altri termini, diventa prevedibile per l'assicuratore, sulla base delle statistiche e dell'esperienza, all'interno di un gruppo molto ampio di individui²⁸. Di conseguenza la costituzione di una mutualità (in senso atecnico per le assicurazioni a premio) consente di trasformare il rischio individuale in rischio collettivo. Il rischio dunque resta nella realtà delle cose, ma se ne neutralizzano gli effetti economici²⁹.

1.2. I rapporti tra contratto e impresa

L'interferenza tra contratto e impresa rappresenta “uno dei profili più interessanti e allo stesso tempo irti di difficoltà che attengono allo studio delle assicurazioni”³⁰. Sarà dunque esaminata brevemente l'evoluzione di tale dialogo entro i limiti in cui la stessa possa risultare utile a meglio comprendere le regole di *governance* oggi dettate per le imprese assicurative.

Il dibattito sul punto ha avuto inizio nel corso della vigenza del codice del commercio del 1889 per poi continuare a svilupparsi, con differenti declinazione, anche con l'entrata in vigore del codice civile del 1942³¹.

²⁶ Le complesse metodologie di calcolo dei premi e delle polizze, nonché dei flussi finanziari nell'impresa assicurativa rendono a tratti complessa la disciplina giuridica che ne rappresenta in parte il riflesso. Su tali complessità, in ambito bancario, anche P. Ferro-Luzzi, *Lezioni di diritto bancario*, Giappichelli, Torino, 1995, 93: “Così stando le cose, la più esatta individuazione della fattispecie dell'attività, di impresa, bancaria dovrebbe essere compito di un tipo di studioso in realtà inesistente: l'economista attento ai profili giuridici (che sono pur sempre una componente della realtà economica), o il giurista sensibile al dato economico”.

²⁷ F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, Giuffrè, Milano, 1978, 1.

²⁸ V. De Lorenzi, *Contratto di assicurazione*, Cedam, Padova, 2008, 18 ove anche ampi riferimenti alle teorie economiche e giuridiche del contratto di assicurazione e al problema economico della selezione avversa.

²⁹ G. Fanelli, *Le assicurazioni*, op. ult. cit., 19.

³⁰ P. Corrias, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, Giuffrè, 2001, 19, nota 37.

³¹ L. Mossa, *Impresa e contratto di assicurazione nelle vicendevoli relazioni*, in *Assicurazioni*, 1953, I, 141: “La relazione scambievole di impresa e contratto di assicurazione è nota, insensibilmente, sino dai primi tempi del contratto. Quando esso esce dalle lontane forme del diritto marittimo, nelle quali si

Secondo un primo orientamento, l'importanza dell'impresa era tale da costituire un vero e proprio elemento essenziale del contratto. È stato sostenuto infatti che “finché il commercio di assicurazione ristretto quasi esclusivamente ai rischi di mare, fu esercitato da mercanti isolati, ogni affare ebbe per loro le seduzioni e i pericoli di una vera scommessa. Non un'assunzione sistematica dei rischi classificati secondo l'esperienza dei grandi numeri: non alcuna determinazione anticipata del fondo necessario per pagare i sinistri e quindi dei premi necessari per costituirlo. I premi dovevano allora essere determinati dalle capricciose influenze della domanda e dell'offerta, non dalla conoscenza del costo effettivo della assicurazione”³².

A tale interpretazione si opponevano le tesi di chi, pur nella consapevolezza del fenomeno dell'impresa rispetto al contratto, esortava il lettore a non confondere il piano economico da quello giuridico formale³³ e dunque rilegava il ruolo dell'impresa a un'influenza indiretta sul contratto e non in termini di elemento costitutivo essenziale.

Al di là delle singole teorie, merito della c.d. teoria dell'impresa è stato in ogni caso evidenziare l'influenza della medesima su tutto il fenomeno assicurativo e dunque in primis sul contratto. In epoca successiva, infatti, sempre più unitari sono stati gli studi degli istituti assicurativi e gli autori si sono soffermati principalmente su tre fronti problematici: in primo luogo, la trasformazione dell'operazione aleatoria in un'impresa non aleatoria (c.d. problema tecnico), in secondo luogo la sicurezza dell'adempimento da parte dell'assicuratore (c.d. problema finanziario-amministrativo); infine, la tutela degli assicurati (c.d. problema contrattuale)³⁴.

riflette spontaneamente lo spirito dell'ardimento e del rischio di mare, quando si distacca dalle prime forme della solidarietà e della fratellanza civica, e si avvia nello stile della organizzazione, il contratto si ancora all'impresa”.

³² C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, 1914, vo. 6, 3, in *Codice di Commercio commentato*, coordinato da Bolaffio e Vivante, Torino, 3. Con simili riflessioni, più di recente, G. Ferri, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 111

³³ C. Viterbo, *Il contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 40 ss. Per ulteriori riflessioni e approfondimenti sul tema; A. Donati, *L'organizzazione ad impresa dell'assicurazione e il concetto del contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1937, I, 263 ss.

³⁴ In questi termini A. Donati, *Economia, tecnica e diritto nell'assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 71.

1.2.1. Il quadro normativo: disciplina dell'atto e dell'attività

La disciplina dell'assicurazione, complessivamente considerata, riflette l'interconnessione economica, logica e giuridica tra contratto e impresa e si caratterizza in entrambi i casi per la presenza di un controllo pubblico, inizialmente manifestatosi attraverso provvedimenti amministrativi. Tuttavia, alla luce dei numerosi casi di insolvenza degli assicuratori riportati dalle cronache del tempo, si è via via affermato un intervento più severo attraverso delle vere e proprie regole di diritto pubblico direttamente limitative dell'attività³⁵.

Il Codice di Commercio del 1883 disciplina il contratto di assicurazione negli artt. da 417 a 453, non prevedendo espressamente la necessità dell'impresa assicurativa quale referente soggettivo del contratto. Tuttavia, come evidenziato dalla dottrina dell'epoca, "affermando che l'affare di assicurazione dev'essere l'affare di un'impresa, eleviamo a principio un fatto che è nel pensiero di entrambi i contraenti"³⁶. Era, dunque, già presente in via ermeneutica la convinzione che assicuratore potesse essere il solo imprenditore ma non era ancora presente una disciplina organicamente dedicata all'impresa assicurativa³⁷. Tale fase, dalla costituzione dello Stato italiano fino alla legge del 1912 è stata definita di "agnosticismo neutrale"³⁸ e trova fondamento in una considerazione ancora acerba da parte del legislatore della funzione sociale del fenomeno e del suo ruolo per l'economia e il mercato³⁹.

³⁵ G. Cottino, *L'assicurazione tra passato e presente*, op.cit., 3: "Il controllo pubblico dell'attività assicurativa costituisce la novità saliente dell'assicurazione contemporanea".

³⁶ C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, op. cit., 8: "L'affare isolato di assicurazione, assunto occasionalmente dal mercato che vuol tentare la sua buona fortuna, è oramai un anacronismo. Esso deve considerarsi come una forma imperfetta, sia economicamente che giuridicamente, del contratto di assicurazione, qual è inteso nell'industria moderna. Se si presenterà questa forma superstite, le si potrà applicare solo per analogia il diritto delle assicurazioni".

³⁷ I segni dell'influenza dell'impresa sul contratto già nella vigenza del codice del 1883 sono stati analizzati da F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, op. cit., 8-9 che tra i tanti esempi annovera l'annullamento del contratto conseguente ad una descrizione del rischio incolpevolmente inesatta, evidenziando come il legislatore dell'epoca abbia compiuto una valutazione di interessi che era frutto di una visione in cui l'attività assicurativa si presentava come un fenomeno unitario dotato di una propria rilevanza economica, trascendente quella delle singole operazioni: "La disciplina introdotta non mirava infatti a realizzare un equilibrio tra gli interessi in gioco in ogni singolo contratto, ma a regolare quest'ultimo in modo da renderlo strumento adeguato ad un proficuo [...] svolgimento di un'attività svolta in forma d'impresa e socialmente rilevante".

³⁸ P. G. Vianello, *Assicurazione privata e controllo pubblico*, Giuffrè, Milano, 1989, 39 ss.

³⁹ Sull'evoluzione della legislazione dal codice del commercio al monopolio, unitamente all'analisi di alcuni ordinamenti (Francia, Inghilterra, Svizzera, Ungheria, Germania, Stati Uniti) che influenzarono il

L'approccio muta quando nel 1912, con una soluzione transitoria, lo Stato interviene sulla disciplina istituendo un (parziale) monopolio tramite l'ente pubblico (INA) esercente una impresa commerciale per le assicurazioni vita⁴⁰.

Scaduto il periodo del monopolio transitorio, determinante diventa per la storia assicurativa, il regio decreto legge del 29 aprile 1923, n. 966 che fornisce alle imprese di assicurazione un organico statuto sotto il controllo amministrativo dello Stato, creando una nuova inquadratura di diritto pubblico "destinata a dominare decisamente ogni futura riforma in materia assicurativa"⁴¹. Tale decreto ha infatti dettato principi generali che non sono stati modificati significativamente sino agli anni '70, ovvero agli anni dell'avvento delle direttive comunitarie in ottica pro concorrenziale e di mercato unico⁴². Tra tali principi, *in primis* si colloca lo scopo apicale della riforma degli anni 20', ovvero la tutela degli stessi assicurati in ottica di garanzia che la "prestazione promessa dall'assicuratore, in cambio della quale l'assicurato versava preventivamente il corrispettivo, venisse effettivamente resa". L'ottica era dunque molto simile a quella cui tuttora si fa riferimento evocando il tema della solvibilità dell'impresa assicurativa⁴³.

sistema italiano, A. Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, Giuffrè, Milano, 1980, 1-54, il quale evidenzia, pag. 2, 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 economica. 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".

⁴⁰ 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".

⁴¹ Ai sensi dell'art. del R. decreto-legge n. 966 del 1923 "Alle società in nome collettivo, in accomandita ed a garanzia limitata, ed alle persone singole è vietato l'esercizio delle assicurazioni, salvo i contratti vitalizi stipulati a nomra degli articoli 1789 e seguenti del codice civile". Il titolo V di quel 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, per controllare l'adempimento e l'osservanza delle disposizioni stabilite nel decreto.

⁴² L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, *op. cit.*, 276.

⁴³ L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, *op. cit.*, 277. "L'assicurato veniva tutelato, quindi, non tanto come contraente più debole (per questo tipo di tutela sarebbero state necessarie norme

A seguito della unificazione dei codici civile del 1865 e del commercio 1888, avvenuta nel 1942, il risultante codice civile disciplina più compiutamente la materia negli articoli 1753, 1882-1932, 2546-2548, 2742, 2952, menzionando al tempo stesso l'importanza nell'ambito del fenomeno del ruolo dell'impresa assicurativa che viene collocato dal codice a presupposto soggettivo abilitante *ex art.* 1883 c.c.⁴⁴.

Al codice civile del 1942 segue il testo unico delle assicurazioni del 1959 come prima vera razionalizzazione, espressiva dell'*esprit de géometrie* legislativo dell'epoca, al quale segue tuttavia per quasi cinquant'anni una legislazione comunitaria discontinua, "spesso (e non a caso) pervasa da spirito esasperatamente compromissorio"⁴⁵.

Nel 1942 e soprattutto nel 1959 il legislatore prende consapevolezza dell'importanza della solvibilità dell'impresa assicuratrice e mira dunque ad evitare il più possibile frodi al soggetto assicurato. In sintesi, da ambo i lati, l'attività assicurativa non doveva e non deve essere fonte di indebite speculazioni.

Negli anni successivi al testo unico del 1959, il mercato assicurativo si caratterizzava ancora per una forte chiusura (confermata nel testo unico medesimo); chiusura venuta meno con l'avvento della legislazione comunitaria⁴⁶ (è in quegli anni che sono emanate le prime direttive europee in materia di assicurazione vita e danni e che, nel 1982, viene istituita una apposita autorità di vigilanza nazionale⁴⁷) e oggi

sui contratti assicurativi), quanto come soggetto creditore di un debito sottoposto a condizione (se il rischio si verifica) e da onorare in una data lontana. La disciplina dell'attività assicurativa era primariamente volta, di conseguenza, a rendere certa (o, almeno, ragionevolmente certa) la solvibilità dell'impresa assicuratrice".

⁴⁴ G.P. Vianello, *Assicurazione privata e controllo pubblico. Profili istituzionali di diritto dell'impresa e del contratto di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 1989, 3 ss.

⁴⁵ L. Desiderio, *Aspetti costituzionali del controllo assicurativo*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di M. Rispoli Farina, Jovene, 1998, 276-277, il quale evidenzia, inoltre, che l'introduzione di un sistema di controlli pubblici sull'attività assicurativa sia avvenuto (ad opera del r.d.l. 29 aprile 1923, n. 473) prima dell'introduzione in un simile sistema nel settore bancario (ad opera dei rr.dd.ll. 7 settembre 1926, n. 1511 e 6 novembre 1926, n. 1830).

⁴⁶ Le direttive comunitarie applicavano i principi di libertà di stabilimento e di libertà di prestazioni dei servizi sanciti nel Trattato di Roma, imponendo ad esempio dei requisiti minimi per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa. Sul tema, A. McGee, *The single market in insurance, Breaking down the barriers, European business law library*, 1998, 8 e ss.; R. Purves, *Europe: the architecture and content of EU insurance regulation*, in *Research handbook on international insurance law and regulation*, a cura di J. Burling e K. Lazarus, Edward Elgar, Cheltenham, 2011, 633 ss.

⁴⁷ "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

definitivamente osteggiata dai Trattati di Lisbona e dalle altre fonti derivate dell'Unione Europea che lasciano intravedere anche attraverso la nuova struttura della vigilanza finanziaria europea un vero e proprio ruolo rivestito dalle assicurazioni⁴⁸, le quali rientrano, tra l'altro, nella più generale materia di "competenza condivisa" ex art. 4 TUE che segna dunque in maniera determinante la normativa ad esso relativa⁴⁹.

Ruolo centrale assume, anche nell'ottica della stabilità finanziaria⁵⁰, la solvibilità dell'impresa⁵¹: è con tale termine infatti che viene individuato il sistema di direttive antecedente al 2009 (c.d. Solvency I); ed è il medesimo termine che viene mantenuto con l'avvento di un nuovo, unico e organico, impianto legislativo europeo (c.d. Solvency II).

Un imperativo categorico che influenza tutta l'impresa assicurativa, potendo i negozi assicurativi essere perfezionati esclusivamente da un imprenditore qualificato la cui organizzazione sia fondata su una struttura che garantisca la solvibilità dell'impresa la quale deve essere in grado di adempiere, nelle condizioni più avverse, alle obbligazioni assunte con la clientela⁵².

È nella garanzia della solvibilità che trovano fondamento i numerosi limiti all'autonomia imprenditoriale imposti dal legislatore: dalla riserva di attività, alle limitazioni dell'oggetto sociale, al sistema delle autorizzazioni e dei controlli *ex post*,

dell'affermarsi di nuovi modelli (o, almeno, modi) di regolazione nella disciplina pubblicistica delle attività private", così L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, op. cit., 338.

⁴⁸ C.d. SEVIF, introdotto nel 2010 e operativo dal 1° gennaio 2011. Si tratta di un sistema plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali che mira ad assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'Unione Europea. Sul punto si tornerà nel capitolo 5.

⁴⁹ In quegli anni, in ambito bancario, "il cambio di ideologia e le aperture favorite dal diritto comunitario segnano il passaggio dalla cultura dell'ente-istituzione incaricato di una pubblica funzione a quella dell'ente-impresa operante per il conseguimento di interessi privatistici". F. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 2, 132.

⁵⁰ European Central Bank, *Potential impact of Solvency II on financial stability*, Luglio 2007, 1-57, disponibile al sito www.ecb.europa.eu.

⁵¹ J. Lowry, P. Rawlings e R. Merkin, *Insurance law, Doctrines and principles*, op. cit., 13: "At first the main focus of regulation was solvency. The insurance contract is unusual in that, while the insured is required to perform by paying the premium, the insurer is only called on to perform (if ever) at some distant point in the future. This means that, unlike other trading businesses, the solvency of insurers is not immediately obvious on looking at the accounts".

⁵² F. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione"*, cit., 133.

la *disclosure* al mercato, la speciale organizzazione e i requisiti patrimoniali. Nel loro complesso, gli strumenti della legislazione pubblica mirano a tutelare l'assicurato attraverso la solidità finanziaria e patrimoniale dell'impresa⁵³. L'impresa si distingue dunque proprio per poter "ricoprire con sicurezza i rischi altrui perché raccoglie mercè le contribuzioni degli assicurati un fondo corrispondente al valore attuale delle somme che dovrà loro pagare più tardi"⁵⁴.

Tanto il diritto dei contratti assicurativi, quanto quello dell'impresa assicurativa dunque guardano alla tutela degli assicurati: il primo tutelandoli come singoli; il secondo come massa.

In tale ottica pertanto sarà utilizzata nel prossimo paragrafo la definizione fornita dal c.a.p. di attività assicurativa come "assunzione e la gestione dei rischi effettuata da un'impresa di assicurazione"⁵⁵ e saranno sviluppati gli studi attorno alla gestione del rischio nell'impresa assicurativa, parola che ricorre oggi ben 377 volte nel c.a.p. (in misura, dunque, di gran lunga maggiore, rispetto alle 23 volte nel t.u.b.)⁵⁶.

1.2.2. Le più recenti casistiche

Che le reciproche interferenze tra contratto e impresa costituiscano una fondamentale chiave di lettura per una più completa comprensione del fenomeno assicurativo è dunque, come precedentemente evidenziato, un dato piuttosto pacifico⁵⁷. Al tempo stesso, parte della dottrina civilistica ha definito l'esatta individuazione "della intensità

⁵³Espressamente l'art. 3 c.a.p. oggi prevede che "Scopo principale della vigilanza è l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. A tal fine l'IVASS persegue la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché, unitamente alla CONSOB, ciascuna secondo le rispettive competenze, la loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Altro obiettivo della vigilanza, *ma subordinato al precedente*, è la stabilità del sistema e dei mercati finanziari". *Ex multis*, già prima delle modifiche introdotte da Solvency II, P. Corrias, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, 2001, Giuffrè, Milano, 1-34.

⁵⁴ C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, vol. 6, 1914, 7.

⁵⁵ Art. 1, comma 1, lett. c) c.a.p.

⁵⁶ Sulla disciplina dell'impresa nel codice delle assicurazioni private del 2005, G. De Ferra, *Impresa assicurativa e contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 2006, 2, 175-181 ove in particolare sui rapporti tra consumatore e impresa di assicurazione; L. Farenga, *L'impresa nel codice delle assicurazioni private*, in *Dir. economia ass.*, 2006, 71-83.

⁵⁷ Per alcuni riferimenti M. Irrera, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2011, 125 ss.

e delle modalità con le quali l'impresa incide sul contratto” “il problema più difficile del diritto delle assicurazioni private”⁵⁸. Si tratta, infatti, di comprendere i reali interessi tutelati dalle norme che solo apparentemente si riferiscono ai contraenti e che, se osservate attentamente, si fanno carico in realtà del più complesso intreccio di dinamiche economiche ad essi sottostanti.

Gli esempi sono innumerevoli e a lungo studiati dalla letteratura che si è occupata del tema. Per ricordare alcuni casi “di scuola”, basti menzionare l'effetto dirompente che ebbe per esempio l'introduzione dell'assicurazione obbligatoria r.c. auto, la quale provocò una moltiplicazione del numero di imprese e successivamente una serie di dissesti e di crisi “rispetto alle dimensioni dei quali le misure ordinarie (liquidazione coatta amministrativa e trasferimento del portafoglio) si rivelarono rapidamente insufficienti”⁵⁹; nella stessa linea di ragionamento anche le differenze della disciplina dell'impresa a seconda che si tratti di assicurazione contro i danni o sulla vita⁶⁰ (su cui più ampiamente cap. 3).

Se è vero dunque che il contratto “esprime l'energia giuridica del privato” e che “impresa e società sono strumenti complessi che utilizzano il contratto inserendolo nell'agire di un'organizzazione personale e patrimoniale”⁶¹, si pongono, sin dalle origini di tale attività, tre principali problemi di natura rispettivamente tecnica, finanziario-amministrativa, politica giuridica. Quanto al primo, l'impresa assicurativa deve trasformare un'operazione aleatoria in un'impresa non aleatoria. La singola operazione è aleatoria perché dal (se o quando) verificarsi dell'evento assicurativo dipende il bilancio delle prestazioni delle parti. Quanto al secondo, deve garantire la sicurezza dell'adempimento dell'assicuratore, nell'ambito di una operazione che si protrae nel tempo e dunque la durata del rapporto e il divario di tempo richiedono che l'imprenditore dia garanzia di forza finanziaria, di capacità professionale e di lungo

⁵⁸ P. Corrias, *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giust. civ.*, 2017, 2, 516.

⁵⁹ L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, op. cit., 292-293.

⁶⁰ S. Benini, *Nozione, Art. 1882*, in *Le assicurazioni*, a cura di A. La Torre, Giuffrè, Milano, 2014, 6 ss.; sull'antico problema della unità concettuale dell'assicurazione di cose e dell'assicurazione sulla vita, T. Ascarelli, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in *Saggi giuridici*, Giuffrè, Milano, 1949, 397 ss.

⁶¹ G. Oppo, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Principi e problemi del diritto privato, Scritti giuridici*, Cedam, Padova, 2000, 33-34.

esercizio di impresa (da cui le norme sulla forma sociale adottata dall'imprenditore, sul capitale sociale e sulla necessità dei controlli pubblici). Quanto al terzo, predisponendo contratti di massa, l'impresa di assicurazione presuppone un imprenditore finanziariamente potente e fortemente organizzato⁶².

La reciproca incidenza tra contratto e impresa fuoriesce, pertanto dagli studi economici o aziendalistici nei quali a lungo è stata relegata per assumere dignità giuridica anche nella letteratura commercialistica⁶³, anche se solo a partire dal 1942 i provvedimenti in materia assicurativa nel disciplinare l'impresa hanno modificato *expressis verbis* anche la disciplina del contratto⁶⁴, così recependo anche sul piano giuridico la inevitabile influenza sin qui trattata⁶⁵.

Il fenomeno si conferma anche sotto profili di più recente emersione. È il caso, ad esempio, delle problematiche giurisprudenziali relative alle clausole *claims made* e alle polizze *unit-linked* o *index linked*. In entrambi i casi si tratta di caratteristiche che i contratti assicurativi hanno in seguito a scelte dell'impresa assicurativa dettate da obblighi di gestione e di solvibilità e da criteri di maggiore profittabilità. Più semplicemente, si tratta di strutturazione del contratto che riduce l'impatto finanziario di tali polizze per l'assicuratore, sia nel campo dell'assicurazione contro i danni (e, più specificamente per la responsabilità professionale), sia nel campo delle polizze vita.

Il primo caso, quello delle *clausole claims made*, è riferito alle polizze sulla responsabilità professionale. Con simili clausole l'impresa limita l'ambito della liquidazione al periodo in cui viene denunciato l'evento dannoso da parte dell'assicurato. Al di là dei numerosi profili civilistici, quel che qui interessa è

⁶² A. Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, op. cit., 162-163.

⁶³ F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, op. cit., 40.

⁶⁴ C. G. Corvese, *L'attività assicurativa e le "altre attività finanziarie"*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di M. Rispoli Farina, Jovene, 1998, 301.

⁶⁵ G. P. Vianello, *Assicurazione privata e controllo pubblico*, op. cit., 8-9. "a poco servirebbe la disciplina legale del contratto assicurativo, se ad una regolamentazione equilibratrice, vantaggiosa per l'assicurato [...] non corrispondesse la garanzia in concreto dell'atteso adempimento della prestazione assicurativa da parte dell'impresa assicurativa, che equivale garantire la sua solvibilità. Non diversamente, a poco servirebbe la disciplina legale dell'impresa, se fosse poi a quest'ultima concessa una tale libertà nella regolamentazione giuridica del contratto (per es. clausole limitative o vessatorie) da vanificare o rendere particolarmente incerta l'aspettativa creditoria dell'assicurato (sempre parte debole) a causa della disuguaglianza delle posizioni delle parti contraenti".

evidenziare come si tratti di tecniche dell'impresa per limitare e prevedere quanto più possibile il periodo di tempo entro il quale dover contabilizzare potenziali rischi.

Nel secondo caso, invece, facendo dipendere l'ammontare della prestazione da altri eventi, tipicamente finanziari, l'impresa alleggerisce la propria leva finanziaria⁶⁶ e, dunque, a differenza delle polizze assicurative tradizionali, in tali polizze il rischio non viene trasferito interamente all'assicuratore, bensì viene ridistribuito su entrambe le parti⁶⁷.

Ferma restando la libertà di strutturazione dei menzionati contratti, tuttavia, si pone un problema di delimitazione nella atipicità di tali contratti. L'attività assicurativa, e di conseguenza il contratto di assicurazione, infatti, ha caratteristiche ben specifiche che non devono essere confuse con numerose altre opzioni di "assicurazione del rischio" in senso ampio e che non rientrano nel più ristretto genus "assicurazione". L'operazione non è sempre di facile esperibilità dal momento che la terminologia utilizzata, spesso riprendendo formule anglosassoni, rende opaca la vera causa negoziale dedotta in contratto. Al tempo stesso rimane necessaria la distinzione dal momento che "il nostro ordinamento ci dice con sufficiente chiarezza che cosa è l'assicurazione; ma forse con chiarezza ancora maggiore ci dice che cosa non deve diventare"⁶⁸.

Sul versante giurisprudenziale, infine, si pone un problema di potenziale cortocircuito tra i sistemi giurisdizionali coinvolti (civile e amministrativo) come ad esempio quello verificatosi in relazione a provvedimenti di liquidazione coatta amministrativa.

In sede civile, la prioritaria tutela dell'assicurato rischia di non tener conto delle esigenze di stabilità finanziaria. Ne sono un chiaro esempio le clausole *claims made*. L'inizio di tale prassi può ricollegarsi in senso ampio all'introduzione di vincoli di

⁶⁶ G. Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, 228-229: "È quindi evidente che la via per ridurre gli effetti negativi dell'inflazione per l'assicurato non può essere che quella di farlo partecipare in qualche misura al rendimento della riserva matematica. Ed è questa la via seguita dalle imprese di assicurazione. La prima formula utilizzata dagli assicuratori a questo scopo è stata la indicizzazione della polizza". Accanto a tale formula, l'A. analizza inoltre l'utilizzo delle polizze rivalutabili e delle polizze ancorate a fondi di investimento mobiliare.

⁶⁷ P. Corrias, *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, in *Assicurazioni*, 2016, 2, 225 e ss. il quale evidenzia come la giurisprudenza soprattutto di merito sia ancora oscillante sul punto e come sia prevalente l'orientamento che riconduce tali figure alle logiche del mercato finanziario e ne esclude, di conseguenza la natura assicurativa.

⁶⁸ G. Fanelli, *Le assicurazioni*, *op.ult. cit.*, 91.

stabilità per l'impresa che deve dunque essere in grado di poter prevedere con quanta più certezza possibile la propria solvibilità. La minor riduzione possibile del rischio, però imposta a livello di stabilità finanziaria, rischia di scontrarsi in primis con l'aleatorietà che invece deve caratterizzare il contratto assicurativo, secondo la giurisprudenza civile, in senso bilaterale.

1.3. Le funzioni nel sistema finanziario e la vigilanza prudenziale

Si è sin qui solo accennata la duplice natura che sin dalle origini ha caratterizzato l'attività assicurativa: alle regole privatistiche proprie delle attività commerciali si sono aggiunte, e parzialmente sovrapposte, regole pubblicistiche di assai ampia portata, tanto che la materia ha potuto essere definita come “forse il più bel capitolo del diritto commerciale amministrativo”⁶⁹. Tuttavia, per meglio comprendere il fondamento di un simile quadro normativo, e in particolare dello specifico frammento di questo quadro rappresentato dalle regole di *governance*, occorre analizzare le specificità delle funzioni ricoperte dalle assicurazioni.

Come evidenziato in dottrina, infatti, “l'esigenza di garantire il buon fine della prestazione assicurativa e la particolare struttura del ciclo produttivo dell'impresa assicurativa (ciclo c.d. invertito) hanno determinato fin dall'inizio della disciplina pubblicistica dei controlli l'avvicinarsi di regole sempre più penetranti nella gestione dell'azienda, fino a giungere a una forte incisione delle scelte gestionali, fortemente limitate da disposizioni che impongono forme e modalità di investimento in attivi specificamente determinati, a copertura delle riserve tecniche”⁷⁰.

Tutta l'esistenza umana e i traffici giuridici ad essa correlati sono immersi nell'incertezza⁷¹. L'impresa assicurativa, anche alla luce di quanto sopra esposto,

⁶⁹ L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Cedam, Padova, 1992, 269-270, la quale fa riferimento allo scritto di A. Donati, *Tullio Ascarelli e l'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1959, I, 359.

⁷⁰ A. Longo, *Commento sub art. 3*, in *Codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da F. Capriglione, Cedam, Padova, 2007, 25-26. Si segnala, tuttavia, la condivisibile osservazione secondo cui l'inversione del ciclo produttivo non rappresenta la giustificazione di una disciplina così vincolante per l'impresa assicurativa dal momento che si tratta di fenomeno riscontrabile anche nell'impresa bancaria e che in generale il fine di garantire la solvibilità dell'impresa è comune a tutte le discipline che regolano attività di carattere finanziario, G. V. Putzolu, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Il Mulino, Bologna, 1992, 19 ss.

⁷¹ B. De Finetti, *Economia delle assicurazioni*, in *Trattato italiano di economia*, diretto da G. Del Vecchio e C. Arena, Utet, 1967, 3: “Tutta la nostra vita è immersa nell'incertezza; nulla – all'infuori di ciò – si può affermare con certezza. Eppure non si può dire che il nostro modo di prospettare i problemi

svolge dunque importanti funzioni per l'ordinamento nel suo complesso⁷² che sono il riflesso sia dei contratti tipicamente assicurativi stipulati dalla medesima sin dalle origini, sia dei contratti rientranti nel più ampio *genus* di investimento conclusi nell'attività finanziaria dell'impresa assicurativa⁷³. Essa costituisce in ragione di ciò “una parte integrante e indivisibile del sistema finanziario mondiale”⁷⁴.

Chiarito lo stretto legame che unisce impresa e contratto, occorre ora evidenziare come i due versanti sui quali l'impresa opera – quello tipicamente assicurativo e quello che invece fuoriesce dall'assicurazione in senso puro – concorrano a determinare la base sulla quale le regole di *governance* insistono e di conseguenza si plasmano.

1.3.1. L'attività tipicamente assicurativa: c.d. *core insurance*

La prima delle funzioni sociali svolte dall'attività assicurativa è determinata dalla creazione di sicurezza in capo ai soggetti assicurati. E “nel metodo con cui raggiungono questo risultato, nella speciale forma di sicurezza che forniscono all'attività degli uomini deve cercarsi non solo il carattere sociale, ma anche quello giuridico del contratto di assicurazione”⁷⁵.

In primo luogo, l'attività c.d. di “core insurance”, dunque nell'assicurare attraverso le polizze i soggetti individuati svolge una funzione previdenziale e assistenziale (per le polizze vita⁷⁶) e indennitaria (per le polizze contro i danni⁷⁷). Tali funzioni sono

che la vita ci pone, e di affrontarli, sia in genere correttamente permeato da questo senso dell'incertezza”.

⁷² Per una panoramica, O. Ricci, *Corporate governance in the European insurance industry*, Palgrave Macmillan, 2014, 5.

⁷³ L. Selleri, *Economia delle imprese di assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1965, 10: “A questo punto possiamo dare una nozione più completa di impresa di assicurazioni, definendola come quella azienda di produzione economica che svolge la funzione assicurativa e, in via complementare a questa, la funzione di investimento patrimoniale”.

⁷⁴ P. Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, op. cit., 409.

⁷⁵ C. Vivante, *Del contratto di assicurazione*, in *Codice di commercio commentato*, op. cit., 6.

⁷⁶ Il tema delle polizze vita sarà più approfonditamente trattato nel corso del capitolo 3. Si segnalano sin d'ora alcuni profili anticamente discussi, tra cui la distinzione tra polizze vita e contratti di altra natura, in particolare di capitalizzazione anteriormente all'entrata in vigore del codice delle assicurazioni private, T. Ascarelli, *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Assicurazioni*, 1934, I, 161 ss; e il problema del rischio di svalutazione monetaria sulle obbligazioni di lungo termine che tradizionalmente caratterizzano tali polizze sul quale L. Amoroso, *E' possibile difendere l'assicurato sulla vita contro il rischio della svalutazione monetaria?*, in *Studi sulle assicurazioni*, 1963, 221 che a riguardo evidenzia: “Le imprese di assicurazione si erano rigogliosamente sviluppate nel corso del secolo XIX, che fu il secolo in cui – fatto eccezionale nella

ritenute particolarmente meritevoli di tutela dall'ordinamento che interviene presidiando la disciplina di norme pubblico dal momento che attraverso tali funzioni, in senso lato di tutela del risparmio, facilita la crescita economica⁷⁸. Non si tratta infatti di un'attività direttamente produttiva, dal momento che non produce direttamente qualcosa, "ma facilita, rendendole complessivamente più economiche, le attività direttamente produttive"⁷⁹.

Scopo dell'ordinamento, in tal senso, è quindi "garantire obiettivamente, sul piano economico e giuridico, la validità del ricorso all'assicurazione, in maniera che (non uno soltanto, ma) tutti gli assicurati trovino, al momento opportuno, pronta risposta al loro atto di previdenza"⁸⁰.

La distinzione tra polizze vita e polizze contro i danni e, più in generale, tra contratti assicurativi e contratti non assicurativi può apparire molto netta e chiara sul piano concettuale. Tuttavia numerosi problemi sono sorti e tuttora sorgono proprio in relazione alla qualificazione in concreto dei numerosi contratti stipulati dalle società assicurative e denominati polizze, la cui natura è spesso nascosta nella terminologia

storia – la moneta era restata praticamente stabile. Tutta la vita delle imprese, la loro prassi amministrativa, la legislazione e segnatamente quella parte della legislazione che disciplina gli investimenti delle riserve matematiche risulta informata all'idea di questa stabilità. Di qui l'inerzia del sistema".

⁷⁷ Il tema delle funzioni e degli esatti confini negoziali (in termini di reali interessi sottesi e tutelati, di causa contrattuale, di oggetto) sono stati a lungo discussi in dottrina. Si è scelta in questa sede una estrema semplificazione espositiva, tuttavia per ulteriori approfondimenti, tra cui ad esempio la possibilità di configurare l'assicurazione contro i danni non solo secondo la teoria della prestazione indennitaria, ma anche attraverso le varianti della teoria della obbligazione condizionata, o di quella della obbligazione incondizionata con prestazione condizionata o della prestazione di garanzia in senso tecnico o infine della prestazione d'impresa, P. Corrias, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Giuffrè, Milano, 2006, 23 ss; e in precedenza, A. Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, Milano, 1964, 127 ss. Per la distinzione invece tra funzione reintegratoria e funzione indennitaria il riferimento codicistico è al divieto di sovrassicurazione sancito dall'art. 1909 c.c. che mira tra l'altro ad evitare che la singola operazione si trasformi in una pura speculazione.

⁷⁸ D. Ward, e R. Zurbrugg, *Does insurance promote economic growth? Evidence from OECD countries*, in *Journal of risk and insurance*, 2000, 67, 489-506.

⁷⁹ F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, op. cit., 10-11 il quale evidenzia anche che "L'esistenza di imprese specializzate nell'attività assicurativa consente però alla società di destinare alla copertura dei danni provocati da eventi inevitabili una quantità di risorse complessivamente inferiore a quella che sarebbe necessaria ove ciascuno dovesse periodicamente accantonare una quota del suo patrimonio per compensare gli effetti negativi di tutti gli eventi dannosi che potrebbero colpire la sua attività. [...] diminuendo la quantità di risorse che la società deve distogliere dalle attività produttive, e che rappresentano ovviamente dei costi, viene automaticamente diminuito il prezzo del prodotto globale".

⁸⁰ G. Bavetta, *L'impresa di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 1972, 2.

complessa dei regolamenti negoziali⁸¹.

Anche in tale contesto, dunque, l'ambito di assicurazione pura, a seguito della diffusione nuovi prodotti assicurativi⁸² non appare più così nettamente distinto dalla vendita di altri prodotti finanziari.

Da ultimo, in termini di incidenza sull'economia reale, un ruolo non secondario è svolto anche dal fatto che la classificazione dei rischi in categorie sia destinata a influenzare anche i costi delle attività connesse a tali rischi, rendendole più o meno competitive. "Anche da questo punto di vista l'assicurazione potrebbe svolgere una funzione socialmente utile rendendo meno competitive, e così scoraggiando, le attività svolte in maniera più rischiosa e incoraggiando le attività, in ipotesi concorrenti, svolte in maniera meno rischiosa"⁸³.

1.3.2. Le altre attività assicurative: c.d. *non core insurance*

Come anticipato dunque l'attività assicurativa si caratterizza non solo per la commercializzazione di polizze assicurative, ma anche per altre attività che seppur non paiano assicurative in senso stretto risultano altrettanto importanti⁸⁴ e collocano l'impresa assicurativa, al pari del settore bancario e di intermediazione finanziaria in

⁸¹ Ad esempio in passato era dubbio se la polizza contro infortuni fosse prima del c.a.p. da ricomprendere in quella danni, riguardando in realtà non oggetti, bensì la persona umana al pari della polizza vita A. Asquini, *Su talune recenti vedute circa la posizione giuridica dell'assicurazione contro gli infortuni*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 3 e ss.

⁸² Il cui ambito "andrebbe ben al di là del tradizionale contratto di capitalizzazione: la vigilanza sulla stabilità e sulla informazione potrebbe competere forse, in una visione generale di sistema, a Banca d'Italia e a Consob con l'avvio della eliminazione dell'utilità di un Istituto di vigilanza assicurativa, la cui competenza sarebbe limitata ai rami danni, con dubbi per i rami intermedi dell'assicurazione di persone", così A. Gambino, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, op. cit., 525.

⁸³ F. Denozza, *Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*, op. cit., 71.

⁸⁴ E. M. Burns, *The functions of private and social insurance*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 345 ss. Più recentemente P. Corrias, *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, op. cit., il quale evidenzia il "progressivo ampliamento e mutamento dell'ambito di attività delle imprese di assicurazione, che non è più rivolto in via prevalente alla copertura e al trasferimento del rischio, ossia alla stipulazione dei due tradizionali contratti aleatori – l'assicurazione contro i danni e quella sulla vita – definiti ed individuati dagli artt. 1882 e 1895 c.c. Allo stato, infatti, i contratti non assicurativi delle imprese di assicurazione stanno assumendo una dimensione sempre più significativa: oltre al fenomeno delle polizze finanziarie [...] che ne costituisce la manifestazione principale, vanno considerate le garanzie personali del credito – nella veste di polizze fideiussorie o cauzionali ex ramo 15, art. 2, comma 3, cod. ass. e art. 13 reg. ISVAP 16 marzo 2009, n. 29 – ed i contratti di assistenza ex artt. 1, comma 3, ramo 18 danni 175 e 346 copd. Ass., la cui natura assicurativa è alquanto discussa".

senso stretto, nella sfera di intervento delle autorità indipendenti finanziarie⁸⁵. Alla base dei procedimenti tecnici ed economici che caratterizzano le assicurazioni, infatti, si collocano operazioni di investimento dei capitali raccolti tramite i premi delle polizze in una moltitudine di impieghi⁸⁶,

In primo luogo emerge la funzione di previdenza complementare che le imprese assicurative possono svolgere; in particolare, possono essere stipulati dalle medesime i) convenzioni di gestione in regime di contribuzione definita; ii) convenzioni in regime di prestazione definita; iii) convenzioni per l'erogazione delle prestazioni; iv) fondi pensione aperti, v) forme pensionistiche individuali attuate mediante contratti di assicurazione vita⁸⁷.

In secondo luogo, notevole importanza assume anche la più ampia funzione di gestione dei risparmi accantonati attraverso la tecnica della capitalizzazione⁸⁸. Il fenomeno è particolarmente significativo nell'ambito delle polizze vita⁸⁹. È con riferimento a

⁸⁵ E. Monaci, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2007, 164; C. G. Corvese, *L'attività assicurativa e le 'altre attività finanziarie'*, *op. cit.*, 306: "E' mia convinzione che determinate scelte compiute, specialmente da ultimo, dal legislatore al fine di disciplinare le imprese assicurative, hanno come presupposto anche quello che le suddette imprese siano imprese finanziarie, e come tali vanno disciplinate. In altre parole, ciò che è un dato in economia – le imprese di assicurazione fra le imprese finanziarie – sta acquistando sempre più importanza, pur con molta fatica, anche nel diritto".

⁸⁶ P. Ciocca, *Lo sviluppo delle compagnie di assicurazione come intermediari finanziari e investitori istituzionali*, in *Banche e assicurazioni*, a cura di F. Cesarini e R. Varaldo, Utet, 1992, 171 ss. C. F. Giampaolino, *Le assicurazioni, L'impresa – I contratti*, *op. ult. cit.*, 3: "La possibilità per l'impresa di assicurazioni di continuare a sopravvivere e remunerare il capitale investito è invece determinata da quella parte dell'attività dell'impresa di assicurazioni che si indica come gestione finanziaria".

⁸⁷ P. Corrias, *Convenzioni di gestione in regime di contribuzione definita e finalità previdenziali*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, a cura di P. Corrias e G. Racugno, Giuffrè, 2010, 1 e ss.

⁸⁸ M. Miola, *Il risparmio assicurativo*, Jovene Editore, 1988, 3: "La motivazione originaria dello sviluppo da parte dell'autonomia negoziale di profili finanziari presenti nell'assicurazione sulla vita è di fare fronte all'incidenza della svalutazione monetaria sull'ammontare delle prestazioni, in particolare quella dell'assicuratore, scaturenti dal contratto".

⁸⁹ A. P. Schioppa, *Intervento in Legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa: la storia, il presente, il futuro*, *Atti della Conferenza tenutasi a Roma il 14 ottobre 2011*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, 2012, n. 72, 49, sottolinea come le assicurazioni abbiano costituito e costituiscano "una componente di grande rilievo del risparmio nazionale". E G. Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, *op. cit.*, 227 la quale, in riferimento alle operazioni di capitalizzazione poste in essere nell'ambito delle assicurazioni vita, evidenzia come una simile caratteristica spieghi anche la tendenza di tali ultime "a modificare il rapporto originario tra componente di rischio e componente di risparmio in favore della seconda, e cioè la sua evoluzione verso forme negoziali in cui il profilo finanziario dell'operazione viene ad assumere un rilievo preminente rispetto al profilo propriamente assicurativo".

queste ultime, infatti, che si è registrata “tendenza naturale [...] a sposarsi con operazioni collettive di risparmio del tipo dei fondi comuni di investimento”⁹⁰. Soprattutto nel settore vita, quindi, le operazioni di capitalizzazione del risparmio raccolto introducono l’elemento di “finanziarietà” che influisce su tutto il rapporto assicurativo, attraverso la mobilitazione e gestione in senso ampio del risparmio⁹¹. In tale contesto, il problema del rischio è particolarmente sentito; esso infatti riguarda non solo considerazioni probabilistiche nel senso tradizionale della matematica e della tecnica attuariale (e cioè collegate agli eventi vita e morte degli assicurati), ma anche considerazioni probabilistiche di natura diversa, collegate ai fattori economici connessi con l’industria assicurativa in passato⁹², e oggi anche con gli altri settori cui le assicurazioni sono connesse⁹³.

Il processo in senso ampio è stato individuato, al pari di quello di altri intermediari finanziari, come di funzione di trasformazione, e in particolare di (i) attività di intermediazione; (ii) riduzione del rischio attraverso la diversificazione; (iii) di riduzione dei costi di transazione e di elaborazione delle informazioni⁹⁴. L’intervento della regolamentazione in tali settori è inteso, nell’ottica della teoria economica, a correggere i “fallimenti del mercato” (particolarmente elevati nel sistema finanziario per motivi connessi alle caratteristiche essenziali dei contratti finanziari, alla natura

⁹⁰ G. Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, 227 la quale evidenzia che si tratta, per le assicurazioni vita, di “un’operazione di capitalizzazione del risparmio raccolto con i premi, che incide sul calcolo del premio e introduce nell’operazione assicurativa una componente finanziaria, che influisce in modo determinante sulla disciplina del rapporto (v. artt. 1924 e 1925 c.c.)”.

⁹¹ M. Porzio, *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, 2007, sezione III, tomo I, 2 che circa la nozione di risparmio ricorda che “nel linguaggio comune, registrato nei più noti vocabolari, il termine indica una ricchezza non usata e tenuta da parte. Anche gli studiosi di economia e di tecnica bancaria, del resto, usano il termine per indicare qualcosa che viene sottratta al consumo immediato per essere destinato a un utilizzo futuro”.

⁹² G. Ottaviani, *La teoria del rischio e il pieno di conservazione nelle assicurazioni vita*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 569 il quale sottolinea che pertanto “la costruzione di un modello probabilistico che rappresenti quanto fedelmente possibile il fenomeno studiato è opera piuttosto complessa”.

⁹³ L. Selleri, *Economia delle imprese di assicurazioni*, *op.cit.*, 22: “La notevole estensione nel tempo dei cicli di svolgimento di gruppi notevoli di operazioni, soprattutto nel ramo vita, permette di percepire la lontana origine delle circostanze che influiscono sulle condizioni alle quali si assumono le operazioni attuali”.

⁹⁴ G. Ferrarini, *Understanding the role of corporate governance in financial institutions: a research agenda*, in ECGI Working paper, 2017, n. 347, 4.

monetaria delle transazioni coinvolte e alla impossibilità di distribuzioni pienamente simmetriche delle informazioni)⁹⁵.

Si tratta al tempo stesso di una gestione di rischi differenti: come evidenziato infatti chi risparmia moneta, depositandola in banca o contraendo una polizza mista o in caso di vita, corre un rischio monetario; chi invece acquista un bene reale o un titolo azionario rappresentativo di beni reali, corre un rischio economico, dipendente dall'andamento dell'impresa. E non vi è persona fisica o giuridica che non corra l'uno o l'altro rischio o entrambi⁹⁶. Secondo alcuni studi, che hanno messo a confronto il peso dei soggetti nella proprietà dei beni finanziari, hanno messo in luce che il settore assicurativo, nel 2010, possedeva in termini percentuali 6,6% negli U.S.A., 9,6% nell'Europa Occidentale, 3,5% in Giappone, per un totale di 23,0 nel mondo, collocandosi tra i maggiori investitori solo dopo banche e fondi pensione (i quali questi ultimi soggetti infatti alla medesima normativa e autorità di vigilanza)⁹⁷.

Secondo un recente studio del Fondo Monetario Internazionale, le istituzioni finanziarie assicurative rappresentano una delle più grandi fonti di capitale di rischio a lungo termine per l'economia reale e tra i più grandi investitori istituzionali, possedendo circa il 12 % dei *financial assets* mondiali (ovvero circa 24 miliardi di dollari, dei quali il ramo vita detiene l'85%)⁹⁸. “Their long-term investment horizon can in principle enable them to act as a shock absorber in financial markets”⁹⁹.

Si tratta pertanto di un'attività anche finanziaria, che si traduce in un rapporto contrattuale ove le prestazioni “sono denominate in moneta e scadono in tempi

⁹⁵ M. Onado, *La vigilanza bancaria nella dimensione europea*, in *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di M. Rispoli Farina, Giuffrè, 2005, 4.

⁹⁶ C. Casali, *La finanza dell'impresa di assicurazione sulla vita*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 385.

⁹⁷ J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer e J. Payne, *Principles of Financial regulation*, Oxford University Press, 2016, 39-40, Oxford university press, 2016; OECD, *Global insurance market trends*, 2016, disponibile al sito www.oecd.org/finance/insurance. O. Ben-Shahar e K. D. Logue, *Outsourcing regulation: how insurance reduces moral hazard*, in *Michigan law review*, 2012, 2, 197- 248.

⁹⁸ IMF, *The insurance sector – Trends and systemic risk implications*, in *Global financial stability report: potent policies for a successful normalization*, 2016, 88.

⁹⁹ N. Valeckx, J. A. Chan-Lau, A. X. Feng, B. Huston, G. Impavido, A. Jobst, J. Kiff, F. J. Lambert, N. Sugimoto, K. Yan, *The Insurance Sector - Trends and Systemic Risk Implications*, in *Global Financial Stability Report, IMF*, 2016, disponibile al sito SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2795694>.

diversi”. Tali attività, infatti, sono sottoposte alla vigilanza dell’attuale IVASS¹⁰⁰, al pari del settore mobiliare e bancario sottoposti alla vigilanza di CONSOB e Banca d’Italia.

1.3.3. La tutela sovra-legislativa: Costituzione e Unione Europea

La “finanziarietà” che caratterizza anche l’attività assicurativa fa sì che anche la medesima goda di una protezione sovra-legislativa. In ordine cronologico, sono stati valorizzati i contenuti normativi degli artt. 41 e 47 Cost., seguiti dai principi dei Trattati europei in materia economica, dalle direttive e i regolamenti in materia di mercati finanziari e, infine, dalla creazione di istituzioni europee per la supervisione finanziaria dei mercati.

Quanto alla Carta fondamentale, sono stati superati gli iniziali dubbi circa l’applicabilità anche al settore assicurativo della tutela costituzionale fornita dall’art. 47 Cost. ai sensi del quale “la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l’esercizio del credito. Favorisce l’accesso del risparmio popolare alla proprietà dell’abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”¹⁰¹.

Non è solo il settore bancario oggetto di tale disposizione, ma, alla luce della gestione del risparmio in senso ampio che si realizza anche nel ramo assicurativo¹⁰², anche l’impresa assicurativa e anche in tale ambito quindi trovano fondamento gli specifici

¹⁰⁰ Che ha sostituito la precedente ISVAP, istituita con legge 12 agosto 1982, n. 576, su cui S. Cassese, *Gli organi dell’ISVAP*, in *Giur. comm.*, 1984, 221-226; M. Nigro, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell’ISVAP*, in *Giur. comm.*, 1984, II, 1041, il quale sottolineava le differenze di tipo e funzioni del controllo pubblico nei tre settori (bancario, mobiliare e assicurativo) accomunati, a parere dell’A., dal tecnicismo dei compiti e dall’esigenza fondamentale di neutralizzazione, di “scorporo dello stesso dalla linea e degli apparati dell’ordinaria vita amministrativa”.

¹⁰¹ P. Corrias, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2011, 41-42 il quale evidenzia che alla luce della nozione di risparmio evincibile dall’art. 47 Cost., possono rientrare nell’attività di raccolta tutti i contratti “tramite i quali avviene un’acquisizione di risorse monetarie tra il pubblico, in vista di una iniziativa gestita da colui che propone l’investimento o da un terzo, dalla quale il risparmiatore si attende un vantaggio economico”.

¹⁰² C. F. Giampaolino, *Le assicurazioni, L’impresa – I contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2013, 6-7. Per alcune riflessioni sui rapporti tra art. 41 e art. 47 Cost., F. Giorgianni, *Definizione di attività bancaria e analisi del linguaggio*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 897.

pubblici poteri nazionali di regolamentazione e di controllo delle variegate attività finanziarie, accomunate per l'appunto dalla gestione del risparmio¹⁰³.

Una simile lettura evolutiva è data da parte della dottrina anche con riferimento all'art. 41 Cost. che alla luce dei Trattati UE, viene letto come “riconoscimento della libertà economica, rispetto alla quale i poteri pubblici possono dettare norme, non più per limitarla/indirizzarla, ma per organizzare e regolamentare i mercati, e per vigilare sul loro corretto funzionamento, al fine di assicurare il rispetto del principio di concorrenza e la tutela dei consumatori. L'art. 41 – in sintesi – è la disposizione che legittima la regolazione di tutti i mercati”¹⁰⁴.

Il diritto di impresa riconosciuto dal primo comma dell'art. 41 Cost. è garantito indirettamente anche dal terzo comma della stessa norma attraverso la regola della riserva di legge che riconosce il potere di limitare l'autonomia imprenditoriale solo al parlamento attraverso lo strumento legislativo. In passato è stato autorevolmente sostenuto che quindi in linea di principio, “sia le imprese bancarie sia quelle assicurative sono espressione di un diritto (impresa-diritto) e non esercizio di una funzione (impresa-funzione)” e che “questa affermazione può essere riformulata assumendo che, sempre in linea di principio, gli imprenditori bancari e quelli assicurativi sono liberi nella determinazione delle scelte aziendali e non vincolati al perseguimento di interessi «altrui», come avviene nelle ipotesi di impresa-funzione”¹⁰⁵. Come si avrà modo di meglio approfondire nel corso della trattazione (specie capitolo 5), l'assunto sembra in parte superabile alla luce dell'evoluzione legislativa e dei mercati.

1.3.4. I recenti ampliamenti dell'attività

Chiarito l'ampio perimetro di gestione del risparmio, pare utile ripercorrere per brevi cenni anche il ruolo di “funzione servente rispetto ad ogni altra intrapresa produttiva” che secondo parte della dottrina sarebbe “da solo sufficiente a giustificare il controllo

¹⁰³ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, Cedam, Padova, 2016, 10.

¹⁰⁴ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, *op. cit.*, 14.

¹⁰⁵ G. Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.*, 44.

sull'impresa»¹⁰⁶.

L'assunto parrebbe ancora più attuale alla luce dei recenti interventi legislativi che hanno ampliato il raggio di operatività delle assicurazioni. Si è preso atto, infatti, della sempre più intensificazione del fenomeno di “*bancassurance*” che il legislatore ha ulteriormente recepito nell'ultimo triennio¹⁰⁷ e del progressivo “prosciugamento” del canale bancario nei confronti dell'economia reale.

Il riferimento è, ad esempio, al d.l. 24 giugno 2014, n. 91 che ha previsto la possibilità anche per le assicurazioni di svolgere attività di concessione di finanziamenti a soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese¹⁰⁸ e che ha modificato l'art. 38, co. 2 del c.a.p. relativo agli attivi a copertura delle riserve tecniche teso a garantire il rispetto del principio della sana e prudente gestione.

L'IVASS a riguardo ha espresso la preoccupazione che la selezione dei prenditori dei finanziamenti debba essere realizzata da una banca, maggiormente idonea a valutare il merito creditizio dei potenziali debitori rispetto all'assicurazione, il cui compito principale è assumere e valutare rischi assicurativi¹⁰⁹. Mentre la preoccupazione della Banca d'Italia si è maggiormente orientata verso i rischi di arbitraggi normativi dal momento che le regole assicurative non trattano l'attività creditizia, soprattutto per quanto riguarda i gruppi misti bancario-assicurativi (conglomerati finanziari) che tuttavia potrebbero essere vigilati con gli strumenti sulle operazioni infragrupo.

A seguito dell'entrata in vigore di Solvency II inoltre è stato sottolineato come la necessità degli assicuratori di ridurre il rischio di investimento (e quindi i requisiti di capitale) legato a un *duration gap* negativo potrebbe verosimilmente incrementare la richiesta di obbligazioni e titoli *long-term*. La più elevata domanda di obbligazioni

¹⁰⁶ L. Desiderio, *Aspetti costituzionali del controllo assicurativo*, op. cit., 288.

¹⁰⁷ Tra i tanti fenomeni studiati in letteratura, M. Siri, *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, in *Analisi giuridica economia*, 2010, 2, 423-438

¹⁰⁸ C. G. Corvese, *La “novità” normativa introdotta dal decreto competitività (d.l. n. 91/2014) in tema di disciplina degli intermediari finanziari ex artt. 106 ss. del t.u.b. ed i riflessi sulla operatività delle imprese di assicurazione*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il “futuribile”*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 245 ss.

¹⁰⁹ L'attività di finanziamento a imprese è oggi disciplinata dal regolamento IVASS n. 22 del 21 ottobre 2014.

long-term potrebbe favorire le banche, grandi emittenti di tale tipologia di strumenti, con conseguente riduzione del costo del capitale per le stesse¹¹⁰.

La maggior parte degli interventi accennati si pongono in una prospettiva *ex ante* rispetto agli obiettivi di politica finanziaria, quali la stabilità della singola impresa e la tutela degli assicurati¹¹¹; inferiori inizialmente sono state le misure di intervento *ex post*, di recente invece più utilizzate (tra cui ad esempio quelle a disciplina delle crisi con misure di salvaguardia, risanamento e liquidazione)¹¹², e che nel complesso si inseriscono in quello che è stato definito un “moto circolare” in cui il legislatore a seguito delle crisi interviene con più regole¹¹³. L’importanza di tale aspetto curva sia la disciplina dell’impresa, che quella dei contratti e al tempo stesso segna la differenza che continua a rimanere rispetto al settore bancario (sulla quale si avrà modo di tornare nel capitolo 5)¹¹⁴.

Nel caso delle infrastrutture, ad esempio, esse si sono rivelate un campo di investimenti particolarmente adeguato alle assicurazioni vita, grazie alla lunga durata che caratterizza entrambe. Le assicurazioni vita infatti hanno delle entrate costanti (i premi assicurativi) di esigua quantità a fronte di uscite tendenzialmente nel lungo termine più ingenti (il pagamento nel caso di morte). Specularmente, nelle infrastrutture, l’assicurazione ha uscite periodiche di esigua quantità a fronte di un tendenzialmente stabile e finale risultato¹¹⁵.

¹¹⁰ S. Cosma, G. Gabbi, R. Pisani, *Gli impatti attesi di Solvency 2: the perfect storm?*, *op. cit.*, 69.

¹¹¹ Per alcuni dati a sostegno di interventi regolatori che *ex ante* disciplinino i settori finanziari, in specie quello bancario, B. Galle, *In praise of ex ante regulation*, in *Vanderbilt law review*, 2015, 68, 1715 ss.

¹¹² Sul tema G. Falcone, *La disciplina delle crisi delle imprese assicurative*, Giuffrè, Milano, 2009, 47, il quale evidenzia che: “La rilevanza (costituzionale e comunitaria) dell’interesse pubblico al controllo dell’impresa assicurativa in funzione della sua solvibilità giustifica il fatto che il trattamento della crisi dell’impresa venga ricondotto non agli istituti di diritto comune, sebbene a procedimenti di natura amministrativa”.

¹¹³ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, Il Mulino, 2014, 73. “Vedo un moto circolare. Negli anni Trenta dello scorso secolo, crisi dell’impresa privata seguita da un ampliamento della mano pubblica; poi, alla fine del secolo, indebolimento dello Stato, seguito da un suo arretramento; infine, crisi della finanza privata, con un nuovo avanzamento”.

¹¹⁴ C. Thimann, *How insurers differ from banks: a primer on systemic risk regulation*, *Systemic risk centre special paper*, 3, 2014; Bank of England, *Quarterly Bulletin, Insurance and Financial stability*, 2015, ove viene evidenziato il contributo in tema di sistemi di pagamento e investimenti.

¹¹⁵ D. Focarelli, *Why insurance regulation is crucial for long term investment and economic growth*, in *Luiss working paper*, 2017, 1, 5.

Una simile assunzione di rischi determina anche per l'impresa assicurativa peculiarità simili a quelle bancarie¹¹⁶: rischio di deprezzamento, liquidità, dei tassi di interesse, di c.d. matching (ovvero beni e responsabilità), di credito, per citarne alcuni¹¹⁷. In sintesi, alla base delle difficoltà si ripresenta, nella complessità delle strutture e dei soggetti, la tradizionale necessità di correlare il futuro al presente¹¹⁸.

Per certi aspetti, inoltre, la legislazione di settore è “stata antesignana di tecniche di *better regulation* (che prevedono che al livello primario siano affidate le sole norme di principio riservando a quello regolamentare la disciplina di dettaglio) prevalse solo di recente in altri campi dell'ordinamento nazionale e a livello comunitario, aiutata dalla circostanza di essere una normazione eminentemente tecnica e costretta a seguire le continue evoluzioni del mercato”¹¹⁹.

È dunque nell'ottica della vocazione delle assicurazioni “ad agire da protagoniste nel mercato finanziario”¹²⁰ che sarà condotta la presente analisi, tenendo conto delle specificità di tali imprese rispetto agli altri due settori del mercato finanziario. Rimane infatti una separazione tra l'attività assicurativa e quella finanziaria e il rapporto tra le

¹¹⁶ P. Corrias, *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, in *Assicurazioni*, 2016, 2, 235: “il massiccio ricorso al mercato assicurativo per l'accantonamento del risparmio, in alternative ai tradizionali prodotti bancari e postali e ai titoli di stato, solleva significativi problemi non solo in punto di disciplina del contratto [...] ma anche sul piano per così dire macro-sistemico considerate che la gestione del risparmio mediante fondi con obbligo di rimborso non costituisce, evidentemente, un'attività verso la quale può considerarsi orientate in via prevalente e neppure significativa l'impresa di assicurazione in considerazione della struttura e dell'organizzazione finanziaria che la caratterizzano. Siffatta inidoneità potrebbe, invero, determinare in un lungo periodo, una situazione di difficoltà delle imprese a restituire il capitale (garantito) a richiesta – nel caos in cui gli assicurati dovessero esercitare il diritto di riscatto – nell'attuale contesto economico di bassissima inflazione o di deflazione”.

¹¹⁷ V. Leflaive, *Comparative analysis*, in OECD paper, *Insurance Solvency Supervision*, 2002, 7: “The primary function of an insurer is to manage all these risks in such a way as to be able at all times (or at least in the vast majority of circumstances) to meet its commitments to policyholders and beneficiaries. It is this capability of an insurer to meet its commitments that is known as ‘solvency’. Nonetheless, because of the structure, size and complexity of the insurance industry, it is fairly difficult for policyholders or beneficiaries themselves to check their insurer's solvency. It is therefore for the primary purpose of protecting consumers that countries have instituted systems for supervising the solvency of insurance companies”.

¹¹⁸ J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer e J. Payne, *Principles of Financial regulation*, op. cit., 23.

¹¹⁹ E. Galanti, *Introduzione*, in *Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, E. Galanti, R. D'Ambrosio e A. Guccione, Marsilio Editori, 2012, XVI.

¹²⁰ G. Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, op. cit., 228.

due è un “rapporto di strumentalità: nel senso che l’attività finanziaria è uno strumento utilizzato per conservare ed incrementare le risorse economiche necessarie per svolgere il servizio assicurativo”¹²¹.

Da ultimo si inserisce nel generale ampliamento della sfera d’operatività assicurativa, anche il fenomeno definito di “secondo welfare”¹²² che si collocherebbe accanto al più tradizionale welfare pubblico, garantendo forme di protezione sociale integrativa e volontaria. Le leggi di stabilità 2016 e 2017, infatti, hanno aperto un nuovo spazio all’interno dei piani di welfare aziendale che si stanno diffondendo nelle imprese italiane. La normativa prevede ora la possibilità di inserire nella contrattazione aziendale sia prestazioni di welfare (ossia benefit principalmente nel campo dell’educazione, dell’istruzione e dell’assistenza sociosanitaria) sia contributi versati dal datore di lavoro a enti o casse con fine assistenziale e sanitario o sotto forma di contributi al fondo di previdenza complementare.

Guidano il corso dell’analisi che seguirà alcune riflessioni elaborate nella scienza economica¹²³ che suggeriscono una tutela disciplina del mercato finanziario maggiormente orientata alla tutela della fiducia degli investitori, alla luce di alcuni dati empirici che dimostrano una correlazione positiva tra regolamentazione e fiducia, con un conseguente spostamento dalla trasparenza alla fiducia, con un forte intervento dal lato dell’offerta, nelle forme della vigilanza pubblica¹²⁴.

Si segnala sin d’ora, infine, che l’avvento della tecnologia è destinato a mutare anche l’operatività del settore finanziario; sono già oggetto di studi infatti alcune dinamiche che si stanno sviluppando nelle start up assicurative di peer to peer insurance¹²⁵ e che potrebbero mutare il quadro di seguito delineato.

¹²¹ G. Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell’intermediazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 1984, 38, i quali sottolineano che “D’altro canto, la separazione tra i due momenti trova esplicito accoglimento nell’abituale distinzione dell’attività delle imprese di assicurazione in due diverse fasi: la gestione finanziaria e la gestione operativa”.

¹²² L’espressione è di F. Maino e E. Barazzetta, *Il Sole 24 ore*, 31 ottobre 2017.

¹²³ F. Cross, *Law and trust*, 2005, 1-87, disponibile al sito www.ssrn.com.

¹²⁴ A. Perrone, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Corporate governance e ‘sistema dei controlli’ nelle s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, 2013, 149.

¹²⁵ OECD paper, *Technology and innovation in the insurance sector*, 2017, 1-44, disponibile al sito www.oecd.org.

Volendo anticipare dunque quanto si svilupperà meglio in seguito, alla luce delle funzioni tratteggiate, appare sempre più rilevante l'osservazione del fondamento delle regole di *governance* alla luce della peculiarità dell'impresa: si tratta di una ratio legislativa infatti che trova gran parte del suo ancoraggio nella "finanziarietà" e nella intermediazione finanziaria posta in essere, più che nell'attività assicurativa in senso stretto¹²⁶.

Come si avrà modo di meglio analizzare, le conseguenze delle funzioni tratteggiate si manifestano soprattutto nella disciplina della vigilanza, oggi definita prudenziale e quindi costituita da norme che, a differenza del precedente regime strutturale, si caratterizzano, secondo un approccio neo-liberale¹²⁷, per un più ampio spazio dell'autonomia privata nelle singole scelte operative¹²⁸ al fine di tutelare gli assicurati e la stabilità finanziaria nel complesso, una "peculiare stabilità, rafforzata dal

¹²⁶ G. Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.*, 39: "E non v'è dubbio che una serie di norme che regolano l'attività assicurativa non abbia riscontro nella disciplina degli altri intermediari finanziari, siano essi bancari o non bancari, poiché tali norme si giustificano proprio in considerazione della funzione assicurativa. Ciò non toglie, tuttavia, che la gestione finanziaria sia un momento costante dell'attività delle imprese di assicurazione e che, pertanto, la disciplina di queste ultime, soprattutto per quanto concerne il controllo, sia stata almeno in parte determinata dal fatto di essere destinata a regolare una funzione di intermediazione finanziaria. In ogni caso, la distinzione appena delineata non va sopravvalutata, dal momento che l'obiettivo che il legislatore persegue attraverso il controllo sia sugli intermediari finanziari in genere sia sulle imprese di assicurazioni in quanto tali è sostanzialmente identico: tutelare l'interesse del risparmiatore-assicurato alla liquidità e stabilità o, se si vuole, alla solvibilità dell'imprenditore al quale ha affidato le proprie disponibilità finanziarie".

¹²⁷ F. Denozza, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 19: "Su un piano ancora più generale lo stesso passaggio dal governo alla *governance*, conclamata caratteristica delle politiche neo-liberali, si inquadra agevolmente in questa tendenza. Anche qui l'idea è che affidando la regolazione di singoli settori a corpi separati, magari con cospicua partecipazione dei soggetti direttamente interessati, sia possibile ottenere una disciplina complessivamente soddisfacente, anche in assenza di un'autorità centrale (il vituperato governo) che si preoccupi di coordinare le varie discipline parziali".

¹²⁸ C. Brescia Morra, *Le forme della Vigilanza*, in *Manuale di Diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Cedam, Padova, 2015, 310: "L'evoluzione negli strumenti di vigilanza ha segnato un maggiore rispetto delle scelte imprenditoriali delle banche; la fissazione di vincoli di bilancio, stabiliti in via generale e preventiva, e non più caso per caso, consente all'imprenditore bancario di effettuare in autonomia le singole decisioni di gestione nel rispetto dei vincoli generali. Anche il concetto di « adeguatezza patrimoniale » indica che obiettivo delle autorità creditizie non è quello di individuare un ammontare ottimo di patrimonio nella gestione bancaria, compito che resta affidato alle valutazioni dei responsabili organi amministrativi della società bancaria, ma piuttosto di stabilire un livello al di sotto del quale non si ritiene che la banca debba operare alla luce delle caratteristiche dell'attivo".

concorrere del diritto ordinario col diritto speciale” che “deve diventare l’oggetto dell’indagine attorno alla ratio della vigilanza sull’assicurazione”¹²⁹.

CAPITOLO 2

LA GOVERNANCE DELL’IMPRESA ASSICURATIVA

“Ed allora bisogna concludere che ciò che determina la nascita di un diritto speciale è non già la semplice peculiarità tecnica della materia, ma la novità dei principi giuridici”

T. Ascarelli, 1934

SOMMARIO: 1. La *governance* nel diritto speciale: una diversa prospettiva?; 1.1. I tratti fondamentali; 1.2. I tratti della specialità; 2. L’evoluzione della disciplina; 2.1. Il codice civile del 1942 e le leggi assicurative *ante* c.a.p.: brevi cenni; 2.2. La riforma del diritto societario del 2003 e l’introduzione del c.a.p. nel 2005; 2.3. I limiti del sistema Solvency I, lo Sharma Report e l’avvento di Solvency II; 2.4. Le linee guida di EIOPA; 3. Un’analisi in parallelo; 3.1. La *governance* delle banche (...); 3.2. (...) e degli intermediari finanziari alla luce della Mifid II.

2.1. La *governance* nel diritto speciale: una diversa prospettiva?

2.1.1. I tratti fondamentali

Con la locuzione inglese *governance* si suole indicare l’ampio insieme di meccanismi e procedure tesi a gestire, organizzare, dirigere e controllare un dato gruppo di persone, organi o istituzioni¹³⁰. Il termine è utilizzato tanto con riferimento al diritto pubblico (*public governance*), quanto al diritto privato (*private governance*).

In quest’ultimo settore, il tema diventa cruciale soprattutto ove i meccanismi di gestione di una determinata attività nell’interesse altrui siano previsti all’interno di un ente dotato di personalità giuridica, caratterizzato da numerosi conflitti di interessi e

¹²⁹ L. Desiderio, *Aspetti costituzionali del controllo assicurativo*, *op. cit.*, 283.

¹³⁰ R. Aprea, *The semantics of governance (The common thread running through corporate and public governance)*, 2005, 1-18, disponibile al sito www.ssrn.com.

dunque particolarmente complesso¹³¹. Si tratta, infatti, di ipotesi nelle quali i soggetti deputati alla *governance* sono tendenzialmente distinti sia da coloro forniscono capitale di debito all'impresa (lavoratori o altri soggetti legati da un'obbligazione di debito-credito), sia da coloro che forniscono il capitale di rischio per la medesima (i soci)¹³² e dove si scontrano, di fondo, opposte concezioni dell'intervento pubblico sul mercato¹³³.

È nell'ambito del diritto societario, dunque, che il termine (*corporate governance*) è diventato un vero e proprio tema "senza tempo"¹³⁴, sia nell'ordinamento nazionale che nel dibattito internazionale¹³⁵. Le definizioni date variano per intensità di dettagli, ma identificano, pressoché tutte, un assetto di strumenti "diretti ad allocare efficientemente risorse e opportunità nelle imprese e nei mercati" e "in senso più ristretto, gli

¹³¹ M. S. Richter Jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196 il quale evidenzia che si tratta di problemi tradizionali del diritto societario, per larghi tratti discussi e in certa misura "risolti indagando i temi (classici) dell'interesse sociale, della correlazione tra potere e responsabilità e dell'abuso (o eccesso) di potere".

¹³² Il riferimento è all'antico problema della dissociazione tra proprietà e controllo su cui notoriamente in origine il volume di A. Berle e G. Means, *The modern corporation and private property*, Transaction publishers, 1932. Sul mutamento di visione negli studi del tema, R. J. Gilson, *From corporate law to corporate governance*, 2016, ECGI Working paper, disponibile al sito www.ssrn.com, 1-46, ove un'analisi delle implicazioni nel passaggio dalle sole regole giuridiche all'interazione con processi e istituzioni non giuridici, pag. 43: "The move from corporate law to corporate governance reflects a move from a simple legal view of the corporation to one that has become increasingly complex and dynamic, responding to the increased complexity and dynamics of the capital, input and product markets that corporations inhabit. And therein lies the problem with corporate governance models: at best, they are snapshots, stills of a moment in a motion picture". M. Pargendler, *The corporate governance obsession*, in *The journal of corporation law*, 2016, 42, 359 ss.

¹³³ Per una recente narrazione del dialogo tra i due più grandi economisti sulla materia, N. Whapshott, *Keynes o Hayek. Lo scontro che ha definito l'economia moderna*, Feltrinelli, 2012, 1-336.

¹³⁴ R. Lener, *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, in *Banca impresa società*, 2017, 1, 3: "è sempre vero che, per attrarre capitali, le società devono disporre di una struttura di governo societario che si presenti come affidabile agli occhi degli investitori. E questo affidamento può meglio generarsi se esse: (i) agiscono con trasparenza; (ii) sono sensibili alle esigenze degli investitori (senza che il *board* sia però catturato dai soci di maggioranza); (iii) dispongono di un *management* dotato di adeguata professionalità che agisce perseguendo l'interesse sociale. Questi obiettivi fondamentali sembrano comuni alla maggior parte degli ordinamenti economicamente più sviluppati, a prescindere dalla crisi o da altri fattori contingenti. È possibile allora osservare tendenze che, in materia di *corporate governance*, sono iniziate ben prima della crisi e che vanno tutt'ora sviluppandosi, nonostante la crisi (anche se non a prescindere da questa).

¹³⁵ K. J. Hopt, *Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation*, in *Comparative corporate governance*, edited by A. M. Fleckner e K. J. Hopt, Cambridge University Press, 2013, 4 e ss; K. J. Hopt, *Corporate governance in Europe: a critical review of the European Commission's initiatives on corporate law and corporate governance*, in *New York journal of law and business*, 2015, 12, 139-214; L. Bebchuk and Jackson Jr., *The rise of corporate governance*, in www.ssrn.com, 2016, 14; B. R. Cheffins, *The history of corporate governance*, in *The Oxford Handbook of corporate governance*, 2013, Oxford, _.

strumenti per un equilibrato assetto di poteri di amministrazione e controllo, e dei rapporti tra soci, nella società, in particolare nelle società di capitali”¹³⁶.

Obiettivo degli studi di corporate *governance* è quello di identificare un ottimale assetto strutturale e organizzativo al fine di allineare gli interessi dei soggetti coinvolti (principalmente soci e amministratori) e di fungere da sede elettiva nella composizione dei conflitti di interesse tipicamente orbitanti attorno alla società¹³⁷.

Nell’ambito della generale accezione *corporate governance*, si è poi sviluppata una più specifica e separata terminologia che fa perno sulla distinzione tra gli aspetti interni della *governance* (c.d. *internal governance*) e quelli invece esterni (c.d. *external governance*)¹³⁸.

La distinzione nasce dapprima nell’ambito del diritto speciale (in specie, quello bancario) per poi estendersi alla disciplina di diritto comune grazie anche alla riforma del diritto societario del 2003¹³⁹. Tracce di tale distinzione concettuale sono contenute nelle linee guida emanate da EBA nel 2011¹⁴⁰, specificamente dedicate alla *internal governance*, dirette ad armonizzare le aspettative della vigilanza e a promuovere la corretta attuazione dei dispositivi di governo e il diritto societario nazionale dei vari

¹³⁶ P. Montalenti e O. Cagnasso, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. Irrera, Giappichelli, 2016, 1. Sul tema, ex multis, anche L. Enriques, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa società*, 2003, 1, 97: “Corporate governance è ormai un termine polisenso, spesso utilizzato come sinonimo di «capitalismo» o anche di «diritto societario», ma in un’accezione più ristretta, per così dire aziendalistica, la corporate governance è, come insegna il Rapporto Cadbury, «il sistema con il quale le società di capitali sono dirette e controllate»”.

¹³⁷ Z. Goshen e R. Squire, *Principal costs: a new theory for corporate law and governance*, in *Columbia law review*, 2017, 3, 767-829. Da finire di leggere.

¹³⁸ N. Boubakri, *Corporate governance and issues from the insurance industry*, in *Journal of risk and insurance*, 2011, 501-50 che menziona tra i meccanismi interni studiati in letteratura la composizione del consiglio di amministrazione, il ruolo degli amministratori indipendenti, la dualità tra amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione, la strutturazione delle remunerazioni degli amministratori e alcuni aspetti del ruolo dei soci. Quanto ai meccanismi esterni, invece, sono annoverati il rischio di o.p.a., la concorrenza del mercato relativa sia ai prodotti che ai *managers*, l’ordinamento giuridico nel suo complesso, attraverso specifiche normative di settore, quali quella ambientale.

¹³⁹ V. De Sensi, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. società*, 2017, 2, 311: “Il passaggio poi dal principio di corretta amministrazione a quello degli adeguati assetti organizzativi è stato più che breve, atteso che questi sono attuazione concreta di tale principio generale”.

¹⁴⁰ EBA *Guidelines on Internal governance*, 27 settembre 2011, disponibili al sito www.eba.europa.eu.

Stati Membri. A tal fine, le linee guida prevedono che l'organo gestorio di un ente debba assicurare una struttura aziendale trasparente e idonea; che la struttura debba promuovere e attestare la gestione efficace e prudente dell'ente sia a livello individuale, sia consolidato; e che i flussi informativi e l'allocazione delle responsabilità e dei poteri debbano essere chiari, adeguatamente definiti, coerenti e attuati.

Il tema della corporate *governance*, sebbene risalente nel dibattito specialistico, ha sicuramente vissuto una rinnovata vitalità a seguito di alcuni "grandi scandali" finanziari¹⁴¹ e, più di recente, a seguito dell'ultima delle crisi finanziarie¹⁴², avvenuta negli anni 2007-2009¹⁴³. Anche se non pacificamente condivisa, infatti, si è diffusamente affermata la convinzione che tra le cause fondanti di tale crisi fosse da annoverare l'estrema fragilità dei sistemi di *governance* preposti dalle imprese coinvolte (sul punto si tornerà in seguito, per ora solo in via esemplificativa: la mancanza di un sufficiente attivismo da parte dei soci¹⁴⁴, l'insufficiente diversificazione del consiglio di amministrazione, una logica di investimenti e politiche imprenditoriali basata su visioni di profitto di breve termine, una non adeguata politica di remunerazione e la mancanza di amministratori indipendenti che

¹⁴¹ Emblematico è rimasto in letteratura il caso Enron, su cui S. Cacchi Pessani, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 746 ss.

¹⁴² Il tema dei rapporti tra regolazione e crisi è ampiamente esaminato dalla dottrina e dalle autorità di vigilanza. Ex multis, di recente P. Montalenti, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, 18. "La crisi finanziaria ha messo in dubbio molti postulati che, da tempo, parevano consolidati: la sussidiarietà dell'intervento pubblico, la legittimità delle regole di protezione e della libera concorrenza e l'illegittimità degli interventi distorsivi, la legittimazione dei poteri dell'Autorità di vigilanza alle regole di trasparenza e l'esclusione di interventi sul contenuto dei prodotti finanziari, la fiducia insomma, nella funzione disciplinare e autoequilibrantesi del mercato".

Per una illustrazione semplice e sintetica della storia relativa alle crisi, dalla "bolla dei tulipani", passando per la crisi del 1929, fino alla crisi del debito sovrano del 2010-2011, si veda sul sito www.consob.it la pagina dedicata all'educazione finanziaria.

¹⁴³ F. Capriglione, *Governance bancaria tre interessi di impresa e regole prudenziali*, op.cit., 96-97 il quale evidenzia, tra i fattori determinanti anche la finanziarizzazione dell'economia con la conseguente autoreferenzialità, le turbolenze finanziarie, la globalizzazione.

¹⁴⁴ Y. Nili, *Missing the forest for the trees: a new approach to shareholder activism*, in *Harvard business law review*, 2014, 157-212 il quale, pag. 160, ricorda che "one of the main concerns is about the use of activism for short-term self-interest over the long-term efficiency of the firm. This is balanced against the risk of potentially leading to over-activism that will distort daily life at the firm and harm the board and management's ability to steer the corporation effectively".

potessero fungere da contraltare all'eccessivo azzardo morale assunto dagli amministratori esecutivi).

La crisi finanziaria del 2007-2009 ha posto al centro del dibattito soprattutto la corporate *governance* delle c.d. istituzioni finanziarie, e dunque dei tre settori che tradizionalmente compongono il sistema finanziario, ovvero il settore bancario, quello dell'intermediazione finanziaria in senso stretto e quello assicurativo.

In tali settori, infatti, alla luce della peculiarità delle attività poste in essere e degli interessi pubblici sottesi alle medesime, l'intervento del legislatore è stato, ed è tuttora, decisamente più puntiforme e diffuso. In particolare, si tratta di istituzioni finanziarie dove il mosaico dei soggetti coinvolti è più complesso rispetto a quello delle società di diritto comune.

In queste ultime, volendo estremamente semplificare alcune linee di fondo, i principali conflitti presi in considerazione sono quelli tra *i*) soci e amministratori; *ii*) soci di minoranza e soci di controllo; *iii*) azionisti e creditori; *iv*) azionisti e dipendenti¹⁴⁵.

La "finanziarietà" di alcuni settori dell'economia, nei termini che saranno meglio illustrati infra, aggiunge a tale quadro due ulteriori tasselli: la particolare "debolezza giuridica" di alcune categorie coinvolte (il depositante, l'assicurato, l'investitore non professionale) e, per i settori bancari e assicurativi, l'accentuato grado di rischio che si riscontra nella struttura finanziaria di tali istituzioni, causato da un disallineamento delle scadenze di debiti e crediti contratti con soggetti differenti.

Tali fattori distinguono dunque le imprese finanziarie dalle altre imprese commerciali¹⁴⁶, determinandone una vera e propria eccezionalità di categoria rispetto alle comuni categorie del diritto societario¹⁴⁷ che si riflette tendenzialmente anche sulle regole di *governance*¹⁴⁸.

¹⁴⁵ Così L. Enriques, *Società per azioni* (voce), in *Enc. diritto*, Giuffrè, Milano, 2017, 959.

¹⁴⁶ Per l'impresa assicurativa, *ex multis*, G. Bavetta, *L'impresa di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 1972, 61.

¹⁴⁷ In termini di "*bank exceptionalism*" J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer e J. Payne, *Principles of Financial regulation*, *op. cit.*, 371.

¹⁴⁸ L'eccezionalità della materia non è tuttavia pacifica essendo presenti orientamenti che propendono per letture più allineate al diritto societario comune. Sui dettagli della contrapposizione ermeneutica, A.

2.1.2. I tratti della specialità

Come anticipato, i due fattori di specialità della struttura dell'impresa (presenza di una categoria debole meritevole di tutela e una struttura di flussi in entrata e in uscita fisiologicamente asimmetrica) caratterizzano anche le modalità con cui la stessa deve essere amministrata e controllata¹⁴⁹.

Quanto alla prima, depositanti, assicurati e investitori non professionali rappresentano per le rispettive imprese cui si ricollegano una categoria – omogenea e di massa – di controparti contrattuali, priva sostanzialmente del potere di incidere sulle scelte gestorie dell'attività economica. Le regole di *governance* dunque rappresentano un utile strumento, accanto al più risalente intervento nella disciplina dei contratti, a tutela del consumatore¹⁵⁰.

Ad accomunare tali categorie si colloca a monte il problema delle asimmetrie informative, dato dal fatto che i soggetti menzionati, nella maggior parte dei casi, non hanno le informazioni necessarie per meglio orientare la propria autodeterminazione negoziale e che, anche nei casi in cui ne siano eventualmente forniti, non sono in grado di elaborarle compiutamente e tradurle in scelte concrete economicamente razionali¹⁵¹.

Quanto al secondo profilo – il fisiologico disallineamento delle scadenze e la loro trasformazione – il problema si pone in particolare per banche e assicurazioni. Volendo esemplificare le ipotesi “base” a fini espositivi¹⁵², l'impresa si impegna in un

Mirone, Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale, op. cit., 36.

¹⁴⁹ P. Montalenti, *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società. Banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Utet, Torino, 2014, 2176.

¹⁵⁰ R.F. Weber, *Combating the teleological drift of life insurance solvency regulation: the case for a meta-risk management approach to principles-bases serving*, in *Berkley business law journal*, 2010, 35: “Solvency regulation, the overarching objective of all insurance industry regulation, is fundamentally a corporate *governance* matter. Insurance companies have a unique capital structure in that they are financed primarily by premium payments rather than equity and debt capital markets. Policyholders provide capital up front to insurers in exchange for a promise to receive payment at a later date and, as such, are analogous to lenders and providers of debt capital to non- insurance firms”.

¹⁵¹ Sul tema dell'educazione finanziaria, le iniziative e gli studi sono sempre più numerosi. Per alcuni spunti, N. Linciano e P. Soccorso, *Challenges in ensuring financial competencies, Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 84, ottobre 2017.

¹⁵² Le variabili che possono riscontrarsi infatti nella strutturazione dei contratti rendono pressoché impossibile un'esauritiva elencazione di fattispecie.

momento iniziale per un determinato ammontare (a restituire le somme depositate, nel bancario; al pagamento di un determinato ammontare al verificarsi di determinati eventi, variabili a seconda che si tratti di assicurazione vita e contro i danni), che dovrà essere effettivamente corrisposto solo in un momento finale. Tra il momento iniziale (perfezionamento dell'obbligazione) e il momento finale (l'adempimento) si inseriscono numerose variabili che, alla luce delle caratteristiche del sistema finanziario, rendono la capacità dell'impresa di adempiere estremamente incerta.

A causa di tale disallineamento, pur presentandosi con caratteristiche differenti, tanto l'autonomia d'impresa bancaria, quanto quella assicurativa sono assoggettate a limitazioni qualitative (sul *quomodo* della gestione) e patrimoniali (sul *quantum* da vincolare oltre ai tradizionali requisiti di capitale), tese a impedire che questa differenza nella maturazione delle scadenze cagioni l'insolvenza dell'impresa.

In particolare, come si avrà modo di evidenziare nel corso del terzo capitolo, dedicato alle linee di intervento normative, sono previste numerose disposizioni che, pur abbandonando apparentemente il precedente approccio della vigilanza strutturale¹⁵³, individuano con un alto grado di dettaglio i doveri relativi sia all'organo di amministrazione nel suo complesso, sia agli amministratori individualmente considerati. La predisposizione di una adeguata struttura organizzativa aziendale per il corretto svolgimento dell'attività di impresa diventa quindi il presupposto sul quale fondare la conformità dell'agire amministrativo rispetto ai vincoli legislativi¹⁵⁴.

Come recentemente osservato da parte della dottrina, nelle società di diritto comune, si rinviene un modello standard orientato al mercato le cui regole sono rivolte "(quasi)

¹⁵³ F. Vella, *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, di R. Costi e F. Vella, *Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia*, 2008, n. 62, 14: "Le scelte di *governance* fuoriescono, quindi, dal terreno tipico delle società di diritto comune, per divenire presupposto per il conseguimento degli obiettivi di una supervisione bancaria che ha progressivamente abbandonato approcci prescrittivi, nel contempo troppo invadenti e inefficaci, riconoscendo e valorizzando l'autonomia dei vigilati nella loro capacità di autodisciplina. Ma proprio per questo, preoccupazione costante delle Autorità è stata quella di accertarsi che le banche fossero adeguatamente attrezzate sul piano del funzionamento dei ruoli amministrativi e di controllo per garantire gestioni prudenti ed efficienti".

¹⁵⁴ M. Rabitti, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Giuffrè, Milano, 2004, 38.

esclusivamente a risolvere i conflitti soci-amministratori o maggioranza-minoranza (c.d. *governance* interna); mentre quella esterna è esposta al controllo del mercato”¹⁵⁵.

Nei settori speciali, invece, il legislatore interviene su entrambi i profili e riduce in primo luogo il margine di autonomia privata¹⁵⁶ tradizionalmente riservato ai soci (che in base al principio capitalistico sono considerati i soggetti preposti alla scelta degli assetti statutari) attraverso l’inserimento di disposizioni che mirano *ex ante* a indirizzare verso le più ottimali scelte organizzative¹⁵⁷ anche con riferimento alle modalità con cui comporre i conflitti di interesse all’interno e all’esterno della società per azioni¹⁵⁸, a causa del fatto che gli interessi coinvolti sono più numerosi e si collocano spesso al di fuori degli organi intrasociali¹⁵⁹.

Derivano quindi da tali premesse numerosi “fattori di disturbo”¹⁶⁰, individuati nel settore bancario e riscontrabili anche nel settore assicurativo, ove gli studi sulla *governance* si sono solo più di recente focalizzati¹⁶¹: i) anche nel sistema assicurativo

¹⁵⁵ G.B. Portale, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. Società*, 2016, 1, 48.

¹⁵⁶ V. Calandra Buonauro, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, *op. cit.*, 32-33: “Sotto questo profilo, mi pare che la disciplina introdotta in tema di governo dei rischi e di organizzazione e funzionamento del sistema dei controlli interni, pur comportando una notevole limitazione dell’autonomia organizzativa e gestionale degli organi sociali, possa, nel complesso, trovare un solido ancoraggio nel principio di sana e prudente gestione, così come interpretato anche dalla normativa comunitaria e dagli orientamenti espressi dall’EBA e dal Comitato di Basilea e, pur occupando spazi che la disciplina societaria riserva all’autonomia privata, non sia tale da comportare uno stravolgimento dello statuto codicistico della società per azioni”.

¹⁵⁷ Rilevava la presenza di numerose norme *ex ante* in tali settori, D. A. Skeel Jr., *The market revolution in bank and insurance firm governance: its logic and limits*, in *Washington University law quarterly*, 1999, 7, 433-459.

¹⁵⁸ K. J. Hopt, *Directors’ duties and shareholders’ rights in the European Union: mandatory and/or default rules*, in *Riv. soc.*, 2016, 1, 13 ss.; Radicati di Brozolo, *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società, banche e crisi di impresa*, Utet, 2014, 408.

¹⁵⁹ J. R. Macey and M. O’Hara, *Solving the corporate governance problems of banks: a proposal*, in *Banking law journal*, 2003, 326 ss ove il rilievo che l’agire degli amministratori non sia nell’ambito delle banche solo orientate all’interesse dei soci ma anche di altri fixed claimants.

¹⁶⁰ Chiaramente evidenziati da A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, *op. cit.*, 40-41.

¹⁶¹ F. Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa società*, 2014, 2, 289 e ss il quale, a pag. 291-292 e 295-296 evidenzia cinque principali linee di intervento: i) il cambiamento verso un’ottica di lungo termine; ii) la ridefinizione dei canoni di condotta degli organi apicali con conseguente ampliamento delle responsabilità in caso di violazione; iii) il diretto coinvolgimento “dei protagonisti principali del governo societario, e cioè i soci”; iv) nuovi assetti strutturali dell’organizzazione; v) l’ambiguità del linguaggio legislativo in materia, non più solo orientato agli enti creditizi ma più in generale a “intermediari” e “imprese finanziarie” con l’intento di

l'apporto di capitale di debito è maggiore rispetto alle altre imprese e rischia di neutralizzare parzialmente la correlazione tra potere e rischio alla base del principio capitalistico; *ii*) anche nel settore assicurativo il livello di rischio dell'attività imprenditoriale

Prima di analizzare i singoli profili disciplinati dal legislatore, si darà conto quindi della complessiva evoluzione legislativa, radicata nel costante dialogo tra diritto comune e diritto speciale, e dunque tra codice civile e leggi assicurative, evidenziando come la contrapposizione dialettica tra autonomia ed eteronomia sia presente da sempre nella disciplina delle attività vigilate e che, al tempo stesso, si è assistito a un forte incremento dell'eteronomia negli ultimi anni anche al di fuori dell'ordinamento nazionale¹⁶².

Appare utile sin d'ora rilevare che l'illustrazione seguirà tendenzialmente la tradizionale piramide kelseniana in materia di fonti. Tuttavia, nell'applicazione di tale sistema, il modulo ermeneutico tradizionale è spesso ribaltato: importanza dirimente, delineando le sfere giuridiche dei singoli soggetti, assumono infatti le numerosissime normative secondarie che, in ragione dell'alto grado di tecnicismo, della intersecazione negli argomenti trattati e della riproduzione di principi già espressi a livello di normativa primaria, creano non poca confusione all'interprete¹⁶³.

2.2. L'evoluzione della disciplina

L'attuale corpus normativo è da identificarsi in più fonti dal momento che il sottosistema assicurativo non costituisce un ramo autosufficiente e completo della corporate *governance*, ma poggia sulle regole generali di cui al titolo V, libro V del codice civile, a volte prevedendo dicendo su certi profili, altre volte espressamente derogando alla

prendere atto delle effettive dinamiche del mercato che inglobano anche nuovi soggetti tra cui, in primis, appunto le assicurazioni.

¹⁶² M. Porzio, *Introduzione ai lavori*, in *Il governo delle banche, Atti del convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, 2015, 89.

¹⁶³ M. Cera, *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. società*, 2015, 5, 947 il quale evidenzia alcuni rischi della cornice normativa entro cui tale conflitto si esprime: "Certo, pare alquanto curioso che le norme primarie nel diritto delle imprese perdano di imperatività ed efficacia deterrente, laddove quelle secondarie o amministrative diventano ponderose e minuziose. Una gerarchia di fonti e principi resta essenziale. È un fatto di ordine giuridico, ma anche di democrazia".

normativa comune. È dal costante raffronto tra codice civile e c.a.p. dunque che emerge la completa disciplina della *governance* assicurativa.

A ciò si aggiungono ovviamente le fonti di diritto europeo direttamente applicabili¹⁶⁴ e la normativa secondaria emanata da IVASS, nonché quella delle altre autorità indipendenti finanziarie per i profili di sovrapposizione di competenze con la materia bancaria e dell'intermediazione finanziaria.

2.2.1. Il codice civile del 1942 e le leggi assicurative *ante* c.a.p.: brevi cenni

Procedendo in ordine cronologico nella ricostruzione della disciplina di *governance* assicurativo, la prima importante innovazione è data dall'entrata in vigore nel 1923 la prima disciplina organica del settore assicurativo¹⁶⁵ che tuttavia non ha dettato specifiche norme in materia di obblighi degli amministratori né tantomeno di modalità di raccordo tra organi dell'amministrazione e organi del controllo. Era tuttavia già previsto un sistema di vigilanza governativa esercitato dall'allora Ministero per l'Industria e il Commercio, al quale erano riconosciuti poteri ispettivi e poteri inibitori circa "l'assunzione di nuovi affari" (art. 44, regio decreto legge 966/1923) in caso di accertate violazioni e per il caso in cui l'impresa fosse "in stato di irregolare funzionamento perché non ha disponibilità patrimoniali, risultanti dal bilancio della gestione italiana, atte a coprire le cauzioni, le riserve matematiche, le riserve premi e sinistri dei rami danni".

Il codice civile del 1942, prima della riforma del 2003, invece, disciplinava il tema dell'amministrazione della s.p.a. agli artt. 2380-2396, definendo un sistema di obblighi di gestione e controlli declinabile secondo un unico modello (tradizionale) ove sia l'organo di amministrazione, che quello di controllo erano di promanazione dell'assemblea.

Il sistema, incentrato sulla responsabilità solidale del consiglio di amministrazione, si caratterizzava per una sostanziale parità di trattamento normativo per amministratori

¹⁶⁴ Regolamento delegato UE 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE (Solvency II) e consta di 381 articoli, tra i quali in particolare si segnala il capo IX interamente dedicato al "Sistema di *governance*", artt. 258- 275.

¹⁶⁵ Regio Decreto-Legge 29 aprile 1923, n. 966

con deleghe e senza deleghe attraverso la previsione, in capo a tutti gli amministratori dell'obbligo di vigilanza sull'operato altrui.

Nella prima metà del 900', dunque, la *governance* assicurativa non si distingueva per regole sue proprie diverse da quelle dettate per le società comuni dal codice civile, fermo restando che ovviamente si trattava anche allora di imprese assoggettate a una disciplina pubblicistica sui generis.

Il quadro non muta in modo decisivo con l'avvento del testo unico del 1959¹⁶⁶ che, nonostante abbia sancito un importante aumento di previsioni nella disciplina speciale dell'impresa, lascia inalterato il silenzio legislativo in materia.

2.2.2. La riforma del diritto societario nel 2003 e l'introduzione del c.a.p. nel 2005

Il codice civile, come noto, viene riformato nel 2003 anche alla luce dei numerosi problemi interpretativi sorti nel vigore del codice antecedente¹⁶⁷, ritenuto non idoneo, tra l'altro, a una efficace applicazione della *business judgment rule* - così come recepita nel nostro ordinamento¹⁶⁸ - e distonico rispetto alle reali esigenze aziendali che si sviluppano all'interno della società per azioni.

La riforma del 2003 incide su alcuni fondamentali aspetti e introduce importanti novità nell'assetto della corporate *governance* delle società comuni¹⁶⁹.

Come efficacemente illustrato: *i)* è stata prevista una netta distinzione dei doveri e responsabilità del consigliere delegato rispetto a quelli dei consiglieri senza deleghe; *ii)* è stato soppresso il dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione; *iii)* è stata aggravata la responsabilità per conflitto di interessi; *iv)* è stata introdotta la

¹⁶⁶D.P.R. 13 febbraio 1959, n. 449.

¹⁶⁷ La letteratura sul tema è molto ampia. Per alcuni primi commenti della riforma, V. C. Buonauro, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 535 ss.; F. Bonelli, *L'amministrazione delle spa nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 700 ss.;

¹⁶⁸ E dunque, differentemente dagli Stati Uniti, riassumibile nella sintesi secondo cui le decisioni degli amministratori non sono sindacabili nel merito, salva manifesta irrazionalità, P. Montalenti, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretta da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 21.

¹⁶⁹ *Ex multiis*, P. Montalenti, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, Atti del convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Cedam, Padova, 2015, 11: "In conclusione il legislatore, con la riforma, aveva tentato di trovare un punto di equilibrio tra un'istanza di liberalizzazione, da più parti avanzata e il mantenimento, o anche il rafforzamento, di regole inderogabili a tutela di interessi terzi, dei creditori, del mercato, degli azionisti esterni".

legittimazione della minoranza e del collegio sindacale a esercitare l'azione sociale di responsabilità; v) è stata infine modificata la locuzione sulla diligenza dovuta dagli amministratori¹⁷⁰.

Quanto ai primi aspetti, in sostituzione del precedente dovere di vigilanza, l'art. 2381 prevede oggi che ogni amministratore agisca informato, con ciò intendendo non “il risultato di un'attività investigativa svolta individualmente da ogni amministratore a caccia di informazioni tra gli uffici ed i funzionari della società”¹⁷¹; bensì un “dovere di informare, informarsi e far informare a seconda dei ruoli concreti e delle situazioni specifiche”¹⁷².

Nell'ambito del codice civile, dunque, la dialettica fra le funzioni di «amministrazione» e «controllo» non è intesa in termini di necessaria contrapposizione, ma per il loro confluire al vertice di una dimensione unitaria, quella che li rende entrambi momenti dell'attività imprenditoriale”¹⁷³.

Al tempo stesso, la declinazione del generale principio di adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili¹⁷⁴, e di trasparenza ha posto alcune perplessità in parte della dottrina: è stato sostenuto infatti che una interpretazione eccessivamente estensiva potrebbe porre a rischio di compromissione della libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41 Cost.¹⁷⁵.

¹⁷⁰ F. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet, Torino, 2013, 2-3 e ss.

¹⁷¹ M. Franzoni, *Società per azioni, Tomo III, Dell'amministrazione e del controllo*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, 2008, 75.

¹⁷² G. M. Zamperetti, *Il dovere di informazione, degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 1466.

¹⁷³ C. Angelici, *In tema di rapporti fra «amministrazione» e «controllo»*, in *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Giuffrè, 2013, 12.

¹⁷⁴ Un analogo principio era già presente nell'ambito del t.u.f. all'art. 149 e in parte anche in altri settori finanziari, che hanno costituito delle vere e proprie “fucine di idee e di soluzioni” poi mutate nel diritto azionario comune. Così M. De Mari, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 23-24.

¹⁷⁵ G. C. M. Rivolta, *Diritto delle società, Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2015, 230: “D'altronde un «principio di adeguatezza» comprensivo di adeguatezza organizzativa, amministrativa, contabile, patrimoniale e tecnica, applicabile ad ogni tipo di impresa indipendentemente dall'organismo che la esercita, comporterebbe un pesante sindacato sull'attività imprenditoriale in ogni sua forma e si tradurrebbe in una limitazione della libertà d'iniziativa economica, ponendosi in insanabile contrasto con l'art. 41 Cost.”

È quindi in una prospettiva *ex ante* che l'obbligo di agire informati deve essere collocato, nell'ambito di una attività gestoria che, al di fuori dei casi di obblighi specifici, quali ad esempio la convocazione dell'assemblea, si connota ordinariamente per "la selezione tra una pluralità di alternative gestorie tutte, in ipotesi, altrettanto plausibili" [...] e "proprio perché la funzione gestoria implica una selezione tra alternative ed interessi tutti egualmente plausibili, essa è retta dalla regola della discrezionalità"¹⁷⁶.

In sintesi, quindi, "alla stregua del codice civile novellato, nelle società per azioni vige oggi l'obbligo, in capo ai titolari della funzione di gestione operativa, di *curare* l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile alla natura e alle dimensioni dell'impresa (art. 2381, comma 5°); in capo agli amministratori non titolari di deleghe sussiste l'obbligo di *valutare* l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2381, comma 3°); in capo al collegio sindacale (ovvero, nel sistema dualistico, in capo al consiglio di sorveglianza, e nel sistema monistico in capo al comitato per il controllo sulla gestione) l'obbligo di *vigilare* sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2403). Detti obblighi, che rinvergono il loro antecedente, con riferimento alle sole società con azioni quotate, nell'art. 149 t.u.i.f. (6), costituiscono specificazioni del dovere di diligenza degli organi suddetti: la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, nella quale l'art. 2392 c.c. ravvisa l'obbligo fondamentale degli amministratori nei riguardi della società, si misura anche sulla capacità di curare e valutare l'idoneità delle soluzioni e dei modelli organizzativi adottati rispetto all'esercizio efficiente e redditizio dell'attività (di quella determinata attività che costituisce l'oggetto della società), tenuto conto delle dimensioni dell'impresa e della "struttura aziendale" di cui essa si avvale"¹⁷⁷.

Il sistema così delineato si integra con la disciplina speciale, di derivazione europea, prevista con l'approvazione del codice delle assicurazioni private nel 2005. Il tema

¹⁷⁶ E. Marchisio, *L'agire consapevolmente disinformato dell'amministratore di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 1, 104.

¹⁷⁷ G. Scognamiglio, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 137 ss.

della *governance* infatti inizia ad assumere in quella sede alcuni connotati di specificità alla luce degli input derivanti dalle direttive europee.

Infatti, all'interno del titolo III dedicato all'esercizio dell'attività assicurativa, sono state inserite le prime disposizioni, sviluppate per principi generali, definibili come di “*corporate governance* assicurativa”. Si trattava, per certi versi, di norme pionieristiche rispetto a quello che diventerà il sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi sviluppato nei settori bancari e assicurativi.

Infatti, già all'entrata in vigore del c.a.p., l'art. 30, rubricato “*Requisiti organizzativi dell'impresa*” imponeva che l'impresa di assicurazione autorizzata all'esercizio dei rami vita o dei rami danni dovesse operare “con un'idonea organizzazione amministrativa e contabile e con un adeguato sistema di controllo interno” prevedendo inoltre che il sistema di controllo interno fosse munito di “procedure atte a far sì che i sistemi di monitoraggio dei rischi siano correttamente integrati nell'organizzazione aziendale e che siano prese tutte le misure necessarie a garantire la coerenza dei sistemi posti in essere al fine di consentire la quantificazione e il controllo dei rischi. L'impresa che esercita l'attività assicurativa nel ramo assistenza soddisfa i requisiti di professionalità del personale e rispetta le caratteristiche tecniche delle attrezzature determinate dall'ISVAP con regolamento”¹⁷⁸.

L'art. 30 c.a.p. rappresentava dunque l'unica norma dedicata espressamente all'organizzazione della *governance*. Accanto a tale norma, erano già previste tuttavia alcune disposizioni che si occupavano dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali e disciplinavano il raccordo delle disposizioni relative al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale con i possibili sistemi alternativi di amministrazione e controllo inseriti dalla riforma del 2003¹⁷⁹.

¹⁷⁸ Per una panoramica delle norme rilevanti prima dell'entrata in vigore di Solvency II, C. G. Corvese, *Gli assetti proprietari delle imprese di assicurazione fra diritto comune e diritto speciale*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2013, 4, 553.

¹⁷⁹ Rispettivamente artt. 76 e 78 c.a.p. ante riforma Solvency II.

2.2.3. I limiti del sistema di Solvency I, lo *Sharma Report* e l'avvento di Solvency II

Il sistema tratteggiato ed etichettato, nel complesso di direttive, “Solvency I”, ha presto suscitato numerose critiche soprattutto in termini di inadeguatezza delle norme rispetto alle reali esigenze di mercato. È stato evidenziato, in particolare, che le valutazioni delle attività e passività erano effettuate senza considerare le volatilità dei fattori di mercato (dunque mancava un approccio *market consistent*). In secondo luogo, i parametri con cui erano calcolati i margini di solvibilità non erano del tutto rappresentativi dei rischi tecnici del portafoglio e gli altri rischi, quali quelli di mercato, di credito e operativi non condizionavano la patrimonializzazione delle società; non era possibile infine ridurre i requisiti imposti tramite strategie di diversificazione o trasferimento del rischio o riassicurazione, eliminando ogni possibile incentivo a una gestione attiva del rischio¹⁸⁰. In altri termini mancava nel sistema precedente un grado di flessibilità che consentisse di adeguare le prestazioni ai cambiamenti verificatisi nel livello dei prezzi o nel livello generale del reddito effettivo.

Alla luce di una tale inadeguatezza dei vincoli patrimoniali e dei metodi di valutazione dei rischi, nonché e soprattutto per quel che qui rileva delle poche norme dedicate agli aspetti qualitativi dell'impresa (ovvero i modi della sua amministrazione e controllo), il legislatore europeo è nuovamente intervenuto, in ideale dialogo peraltro con l'esperienza maturata con Basilea II, con lo scopo di consentire anche alle assicurazioni di dotarsi di modelli interni di misurazione dei rischi e assorbimento del capitale e alla logica di *assessment* e di dialogo con le autorità di vigilanza per una più raffinata calibrazione dei rischi e della solvibilità¹⁸¹. Si è infine reso sempre più necessario l'aumento il grado di consapevolezza del rischio assunto, mediante la definizione del risk appetite da parte degli amministratori e la diffusione della cultura del rischio a tutti i livelli dell'organigramma”¹⁸².

¹⁸⁰ S. Cosma, G. Gabbi e R. Pisani, *Gli impatti attesi di Solvency 2: the perfect storm?*, in *Bancaria*, 2014, 2, 63.

¹⁸¹ A. Guccione, *op cit.*, 501 ss.

¹⁸² S. Cosma, G. Gabbi e R. Pisani, *Gli impatti attesi di Solvency 2: the perfect storm?*, *op. cit.*, 2, 62.

Nel maggio del 2001 sono dunque formalmente iniziati i lavori della Commissione Europea per la predisposizione di un nuovo regime attraverso l'incarico a un gruppo di lavoro formato tra l'altro da autorità di vigilanza dei paesi membri¹⁸³. A seguito di otto incontri tenutisi tra il 2001 e il 2002, il gruppo di lavoro ha pubblicato un report, denominato “*Sharma report*”, dal nome del presidente della commissione di studi dedicati alla vigilanza prudenziale delle imprese assicurative¹⁸⁴, ove è stato evidenziato il decisivo contributo di una debole organizzazione interna e di una cattiva gestione delle decisioni all'interno delle imprese¹⁸⁵.

La nuova direttiva Solvency II è stata approvata nel 2009 (Direttiva 2009/138 CE) e modificata nel 2011 a opera della direttiva Omnibus II (Direttiva 2014/51/UE), entrata in vigore nell'ordinamento italiano nel 2016 ad opera del d.lgs. 74/2015¹⁸⁶.

Sulla *governance*, Solvency II interviene radicalmente, lasciando emergere chiaramente il ruolo di fulcro della medesima per la solvibilità dell'impresa¹⁸⁷ ed esplicitando sin dal considerando n. 29 della direttiva, che “taluni rischi possono essere affrontati correttamente solo tramite requisiti di *governance* anziché tramite i requisiti quantitativi riflessi nel requisito patrimoniale di solvibilità. Un sistema di *governance* efficace è pertanto essenziale per la gestione adeguata dell'impresa di assicurazione e per il sistema di regolamentazione”.

¹⁸³ Anche alcune iniziative preliminari possono essere rinvenute anche negli anni 90' e in particolare alla Comunicazione della Commissione Europea del 28 ottobre 1998 “*Financial services: building a framework for action*”. Sulle origini del processo di riforma, A.V. Guccione, *From Solvency to Omnibus. Historical origins and normative evolution*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, a cura di M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017, 35-44.

¹⁸⁴ Conference of insurance supervisory services of the member states of the European Union, *Report on prudential supervision of insurance undertakings*, predisposto dal gruppo di lavoro presieduto da Paul Sharma, disponibile al sito www.ec.europa.eu, 2002.

¹⁸⁵ *Report on prudential supervision of insurance undertakings, cit.*, 9: “The most obvious causes were the inappropriate risk decision, the external ‘trigger event’ or the resulting adverse financial outcomes. However, further analysis showed that these causal chains began in each case with underlying internal causes, being problems with management or shareholders or other external controllers; these problems included incompetence or operating outside their area of expertise, lack of integrity or conflicting objectives, or weakness in the face of inappropriate group decisions”.

¹⁸⁶ Per alcune riflessioni generali sul nuovo impianto di Solvency II, ex multis, F. Kuhnhausen, *Solvency II- status quo and steps ahead*, in *European insurance law review*, 2016, 54 ss.; G. Rago e F. Santoboni, *Solvency II: cambiano le regole di fare assicurazione*, in *Il governo dei rischi in banca*, a cura di P. Leone, P. Porretta e F. Tutino, Cedam, Padova, 2016, 225 ss.

¹⁸⁷ Sul punto anche L. Selli, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi*, in *Dir. economia ass.*, 2010, 611.

Nel corso del terzo capitolo si avrà modo di analizzare i singoli interventi sulle regole di *governance*, basti in questo frangente dunque solo anticipare che nonostante espressamente si faccia riferimento al tema solo nel c.d. “secondo pilastro”, dedicato ai requisiti qualitativi, in realtà anche il mutato quadro di rapporti pubblico privato così come emergente dal primo e dal terzo pilastro, nonché dal c.d. “tetto” dedicato ai gruppi contribuisce in maniera importante a delineare la nuova perimetrazione della *governance* assicurativa. È dunque uno sguardo ad ampio spettro quello a giustificazione della specialità di tale *governance*, che spazia dai limiti agli investimenti sino ai poteri dell’ autorità di vigilanza per individuare “lo stato di salute” delle regole del settore.

Al pari dell’approccio sposato dalla CRD IV, Solvency II menziona spesso il criterio della proporzionalità nei sistemi di governo e nelle misure che in generale limitano l’autonomia privata. A riguardo tuttavia, in tema di CRD IV, è stato evidenziato che nella normativa europea si registri una “diffidente apertura ad una proporzionalità cogestita, spesso attivata da scelte del vigilato, così trasformando una regola d’azione pubblica in una responsabilità del vigilato”¹⁸⁸.

Se da un lato il principio di proporzionalità costituisce una importante valvola di apertura per l’applicazione delle numerose regole in tema di *governance*, al tempo stesso è stato evidenziato il rischio di una uniformazione regolatoria verso l’alto, che determina la ritrosia delle piccole banche a discostarsi dal modello ottimale per il timore di apparire meno rigorose¹⁸⁹ e che dunque rischia di comportare eccessive rigidità regolamentari per settori del mercato che non necessiterebbero di tali limiti¹⁹⁰.

¹⁸⁸ A. Antonucci, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il “futuribile”*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 90 la quale sottolinea che tale approccio quanto alla proporzionalità “desta, in primo luogo, forti perplessità per il metodo. Infatti, se non riescono i vigilanti – in base a tutte le informazioni di cui dispongono – a frazionare l’universo dei vigilati in cluster omogenei, che diano un termine di raffronto per i dosaggi proporzionali, quali strumenti può avere il vigilato – specie se piccolo e non connesso ad una rete [...] per procedere ad una applicazione proporzionata del carico regolamentare? S’apre il campo al rischio di scelte opportunistiche e, comunque, ad un aggravio di responsabilità per le banche e per gli esponenti aziendali e ad una forte disomogeneità nell’applicazione del principio di proporzionalità”.

¹⁸⁹ S. Amorosino, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d’Italia*, *op.cit.*, 50.

¹⁹⁰ R. G. Avesani, *Objectives and evolution of the new supervisory regime*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, a cura di M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017, 90: “In theory, the choice of optimal regulations depends crucially on

La disciplina di Solvency II rappresenta, in ogni caso, un tipo di intervento complesso, incentrato sulla visione del rischio, un “evento storico nel mondo assicurativo”, un “vero e proprio enorme progresso in tema”, basato sui risultati degli sviluppi internazionali della vigilanza basata sul rischio, delle scienze attuariali e dello studio della gestione del rischio, effettuati nell’arco di quindici anni di studi in materia ¹⁹¹.

L’idea alla base è quella di imporre alle imprese di assicurazione un efficace sistema di “resilienza” per fronteggiare il nuovo e complesso panorama di rischi¹⁹², attraverso un sistema c.d. olistico, che comprenda dunque non solo l’identificazione e il monitoraggio di un singolo rischio, ma anche l’interazione del medesimo col complessivo sistema aziendale ed eventualmente di gruppo in cui l’impresa opera¹⁹³ e sia dunque caratterizzato da un’interdipendenza tra gli aspetti quantitativi (riguardanti la dimensione del capitale di solvibilità richiesto) e gli aspetti qualitativi (riguardanti la modalità di gestione del rischio)¹⁹⁴.

2.2.4. Le linee guida di EIOPA

Come anticipato, i cambiamenti provenienti dall’economia reale e, di conseguenza, dai mercati finanziari¹⁹⁵ hanno reso anche la riforma Solvency II, sotto certi profili, bisognosa di “ammodernamento” e sostanzialmente “un cantiere aperto”¹⁹⁶. Sono

the environment. In a fast-moving contest, an ultra-rigid regulation infrastructure would need day-by-day adjustments and that would make heavier and fragmented the resulting framework”.

¹⁹¹ M. Zweimuller, *Looking back to look ahead: first experience with Solvency II implementation and the way forward*, alla conferenza sulle assicurazioni tenutasi a Lubiana il 6 settembre 2016, testo disponibile sul sito www.eiopa.europa.eu.

¹⁹² L. Selleri, *La rilevanza della resilienza nel processo evolutivo del Risk Management: sfide ed opportunità per le imprese di assicurazione*, in *Dir. economia ass.*, 2011, 1419-1442.

¹⁹³ G. Cucinotta, *Verso Solvibilità II – Valutazione dei rischi delle imprese d’assicurazione: regolamentazione e gestione: è possibile una visione olistica?*, in *Assicurazioni*, 2004, 2, 173-184.

¹⁹⁴ L. Selleri, *L’impatto di Solvency II sull’organizzazione dell’impresa di assicurazione: verso l’organizzazione per processi?*, in *Dir. economia ass.*, 2010, 3, 605-625.

¹⁹⁵ Sull’effetto conformatore del diritto rispetto al mercato e sulla sua non neutralità nelle dinamiche economiche, già N. Irti, *L’ordine giuridico del mercato*, Laterza, 1998.

¹⁹⁶ L’espressione è di F. Vella in G. Giordano e F. Vella, *Quanto rischiano le assicurazioni?*, in *Mercato Concorrenza, Regole*, 2017, 2, 272: “Una prospettiva che se da un lato conferma la natura di Solvency II come un cantiere ancora aperto, tanto che già si parla di Solvency III, dall’altro mette in evidenza le caratteristiche di un processo evolutivo al cui interno il regolatore deve confrontarsi con molteplici e non sempre convergenti esigenze: tenere la barra dritta realizzando questo difficile equilibrio rappresenta la vera sfida per un futuro ancora ricco di incognite”.

tuttora in corso, infatti, numerose iniziative a livello europeo e internazionale che mirano a completare e/o innovare le parti della disciplina rivelatesi meno efficaci e prospettano già una futura emanazione di Solvency III.

Il “cantiere aperto” sopra menzionato, in particolare, è costituito a livello europeo dalle linee guida e gli standard tecnici emanati da Eiopa, nonché dagli atti delegati (regolamenti) cui la copiosa normativa secondaria IVASS fa spesso riferimento.

Le linee guida emanate da Eiopa sulla materia si caratterizzano per un ampio uso di concetti vaghi e elastici¹⁹⁷ che non sempre rende più agevole – come invece dovrebbe accadere – l’interpretazione della direttiva Solvency II e dunque delle norme in recepimento della medesima¹⁹⁸. Tali interventi si inseriscono in un più ampio fenomeno di “amministrativizzazione delle imprese” che si affianca a una parallela e progressiva “privatizzazione delle amministrazioni”¹⁹⁹, entrambi fenomeni stanno lentamente spostando i tradizionali cardini dei rapporti pubblico-privato a livello non solo nazionale ma anche europeo.

Il riferimento è agli orientamenti emanati nel 2015 i quali già in sede di introduzione chiariscono come i requisiti relativi al sistema di *governance* mirino a predisporre una “sana e prudente gestione delle attività delle imprese senza limitare indebitamente a

¹⁹⁷ Sui costi che l’utilizzo di termini dal significato particolarmente elastici può avere nella prassi operative, A. Raskolnikov, *Probabilistic compliance*, in *Yale journal of regulation*, 2017, 34, 494: “Any time the law uses terms like “reasonable,” “substantial,” “significant,” “material,” or “due”-any time, that is, the law relies on a standard rather than a rule-a rational actor taking a legally uncertain position faces a seemingly straightforward tradeoff. The actor stands to derive a benefit if his position is deemed compliant with the law. No bright line separates compliance from noncompliance”.

¹⁹⁸ Critica sul punto, P. Mariani, *Evoluzione e nuovo assetto del sistema di regolazione e vigilanza del mercato assicurativo in Italia tra diritto nazionale e diritto dell’Unione Europea*, in *Dir. comm. int.*, 2017, 2, 365 ss: “L’aver, infatti, previsto in materia assicurativa come unico strumento di attuazione del diritto nazionale ed europeo, vincolante e non vincolante, il regolamento Ivass, ha come conseguenza che anche la soft regulation di per sé non vincolante nell’ordinamento europeo, la diventi una volta accettata ed introdotta nell’ordinamento nazionale. Ciò desta una certa preoccupazione, se si considera che la procedura di formazione della soft regulation a livello europeo avviene esclusivamente nell’ambito di un’agenzia di natura tecnica che ha il solo obbligo ex post di dar conto nella sua relazione annuale a Parlamento europeo, Consiglio e Commissione dell’insieme degli orientamenti e delle raccomandazioni che sono stati emessi nell’anno di riferimento. Le conduct of business rules possono incidere sul rapporto contrattuale tra imprese di assicurazione, intermediari e assicurati e, dunque, sui loro diritti soggettivi; se si considera che la loro trasposizione mediante regolamenti Ivass le trasforma da soft regulation in hard regulation senza alcun controllo del legislatore europeo e nazionale, qualche dubbio può sorgere sull’opportunità di apportare modifiche al diritto privato attraverso meccanismi amministrativi”.

¹⁹⁹ S. Amoroso, *L’ “amministrativizzazione” del diritto delle imprese*, in *Dir. amm.*, 2011, 3, 607 ss.

queste ultime la scelta della propria struttura organizzativa, purché abbiano operato un'adeguata separazione dei doveri"²⁰⁰.

In tali orientamenti, inoltre, l'Autorità di Vigilanza europea specifica come non esista un unico sistema di gestione dei rischi che sia valido per tutte le imprese, dovendo essere, il sistema stesso, modulato in funzione della singola impresa.

In sintesi, il centro dei "moniti" dettati dalle linee guida può identificarsi in due prospettive complementari: da un lato, e più tradizionalmente, nella predisposizione di una struttura di *governance* che sia idonea a sostenere gli obiettivi strategici e le operazioni dell'impresa, dunque, nella visione più classica, volta a massimizzare il valore delle partecipazioni dei soci; dall'altro, nella predisposizione all'interno della *governance* di meccanismi di identificazione dei rischi e di identificazione della gestione dei medesimi, alla luce della più ampia esigenza di tutela dell'assicurato e di stabilità finanziaria.

2.3. Un'analisi in parallelo

2.3.1. La *governance* delle banche (...)

Come sopra anticipato, la disciplina assicurativa si pone spesso in "ideale dialogo" con le normative che caratterizzano gli altri due settori del sistema finanziario, ovvero il ramo bancario e quello dell'intermediazione finanziaria; e sul punto, le regole di *governance* non fanno eccezione.

Per quanto riguarda il settore bancario, la crisi finanziaria ha determinato un forte aumento degli studi di *governance* in maniera ancora più rilevante rispetto al settore assicurativo. In primo luogo, infatti, il sistema assicurativo europeo ha dimostrato una migliore tenuta in situazioni di stress finanziario rispetto al settore bancario. Di conseguenza, seppure con la relevantissima eccezione di AIG nell'ordinamento statunitense, si sono verificati meno salvataggi pubblici e meno critica è stata anche l'opinione pubblica, maggiormente incentrata, nel corso dell'ultimo decennio, sugli enti creditizi. In secondo luogo, più "attivismo" si è registrato, da parte delle organizzazioni internazionali sul tema della corporate *governance* bancaria: sono stati

²⁰⁰ EIOPA, *Guidelines on System of governance*, 2015, disponibili al sito www.eiopa.europa.eu.

pubblicati da BIS i primi principi in materia nel 2010, successivamente revisionati e modificati nel 2015²⁰¹ e, in ambito europeo, la direttiva CRD IV ha dettato importanti modifiche sulla materia, successivamente esplicate in orientamenti applicativi dell'EBA attraverso delle linee guida²⁰².

Per quanto riguarda l'impianto del t.u.b., in particolare, si riscontra un ampio e generale potere regolamentare sulla organizzazione e sul governo societario con l'obiettivo di reagire alle lacune che avevano causato le precedenti crisi finanziarie tra cui il generale non coinvolgimento dei consiglieri non esecutivi nell'effettivo momento decisionale a causa di un sostanziale allineamento alle preferenze espresse da figure tendenzialmente più carismatiche quali l'amministratore delegato, il limitato tempo dedicato agli affari della società, il loro ruolo nei comitati e gli eccessivi compensi²⁰³.

Anche in tale settore, un "moderno contesto di mercato – unitamente agli effetti del complesso delle relazioni svolte all'interno delle strutture societarie – consente [...] di superare la visione di una *governance* legata alla posizione dei soli detentori della proprietà e, dunque, dimensionata sull'esercizio del controllo societario"²⁰⁴.

La riflessione è in realtà risalente nel contesto degli enti creditizi, ove parte importante del dibattito circa il diverso dispiegarsi del rapporto soci-amministratori è rinvenibile

²⁰¹ Bank for International Settlements, *Corporate governance principles for banks*, 2010 e 2015, disponibili al sito www.bis.org; nel 2009 anche il Financial Stability Board aveva pubblicato dei principi in materia: *Principles for Sound Compensation Practices*, aprile 2009; *Principles for Sound Compensation Practices, Implementation Standards*, settembre 2009.

²⁰² A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa società*, 2017, 1, 35 il quale segnala la "significativa devoluzione del potere legislativo in ambito finanziario alle autorità di vigilanza, mediante accordi di tipo sovranazionale che di fatto neutralizzano la capacità di espressione del potere di legislazione primaria a livello nazionale".

²⁰³ I problemi in questi termini sono segnalati da E. Wymeersch, *The European system of financial supervisors and its meaning for company law*, *op.cit.*, 489: "Many of the changes are related to *governance* issues, a core subject of the reforms: there is a widespread feeling that *governance* deficiencies have contributed to the weaknesses of the banks, and therefore lay at the basis of their demise".

²⁰⁴ F. Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, Atti del convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Cedam, Padova, 2015, 93: "Da qui la necessità di escludere interpretazioni della realtà aziendale che ipotizzino una funzionalità limitata alla massimizzazione del valore azionario, inteso soprattutto come valore attualizzato dei ritorni attesi per il futuro".

nella letteratura degli anni settanta²⁰⁵. L'ingerenza del maggior numero di regole nell'organizzazione, con riferimento all'impresa, e non alla società, si spiegherebbe dunque proprio perché la preoccupazione legislativa è orientata al corretto svolgimento del particolare tipo di impresa e degli interessi che vi sono sottesi²⁰⁶.

Fa parte della normativa post crisi anche l'introduzione nella Circolare n. 285 del 2013²⁰⁷, così come modificata nel 2014 in recepimento degli accordi di Basilea, di un nuovo titolo dedicato (titolo IV) al "governo societario, controlli interni e gestione del rischio", e articolato in principi generali e linee applicative. I primi consistono nella distinzione dei ruoli e delle responsabilità, l'appropriato bilanciamento dei poteri, l'equilibrata composizione degli organi, efficacia dei controlli, presidio rischi e adeguatezza flussi informativi²⁰⁸. Le seconde invece si articolano per funzioni anziché per organi dimostrando come ancora una volta, nella normativa speciale, il regolatore prescindendo dalle forme societarie e si soffermi invece su funzioni che sono ritenute fondamentali per la sana e prudente gestione dell'impresa.

In ottica più generale, "se la società bancaria è sempre più grande impresa a capitale diffuso con profonda proiezione sul mercato dell'investimento, le regole di *governance* e di funzionamento societario non possono che essere adeguate a tale nuova realtà in una prospettiva nella quale alla concentrazione di potere gestorio devono corrispondere una più precisa responsabilità e un maggior tasso di valutazione da parte del mercato e degli investitori sull'utilizzo di tale potere"²⁰⁹.

²⁰⁵ G. Ferri, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1975, I, 1 e ss.; G. Visentini, *Disciplina delle società e legislazione bancaria, Autonomia privata e funzione*, Giuffrè, 1971.

²⁰⁶ C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2016, 4, 759: "Non avrei dubbi, per dirla in altro modo, che questa limitazione dell'autonomia privata non potrebbe spiegarsi in una prospettiva circoscritta ai rapporti fra i soci, alla società, ma esprima, in certo modo al contrario, l'esigenza di impedire che essi, liberalmente organizzandoli, possano pregiudicare interessi altri, in definitiva quelli che si puntualizzano sull'impresa bancaria".

²⁰⁷ Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, modificata per venti volte dal giorno della sua entrata in vigore, da ultimo il 21 novembre 2017.

²⁰⁸ P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni*, op. cit., 733.

²⁰⁹ M. Cera, *Le imprese bancarie fra statuti speciali, libertà di iniziativa, norme imperative*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 531 ss.

Prima di illustrare brevemente la normativa t.u.f., al fine di evidenziare le divergenze e le convergenze con il settore assicurativo, appare sin d'ora utile anticipare quella che sembra essere, a parere di chi scrive, una anomalia con riferimento alle “funzioni”, così come definite dal legislatore, previste per i settori bancari e assicurativo.

Su tale punto, infatti, le due materie si differenziano sia livello normativo (molto più dettagliato già in sede legislativa nel settore assicurativo; affidato alle norme secondarie, circolari di Banca d'Italia, nel bancario), che per nomenclatura. Rimane ferma per entrambe le tipologie di impresa la scelta prevista dal codice civile circa i sistemi di amministrazione e controllo.

In ambito bancario, la circolare 285/2013 prevede la predisposizione di tre funzioni: *i)* gestione; *ii)* controllo; *iii)* supervisione strategica. La prima e la seconda funzione non hanno creato particolari problematiche alla luce della perfetta conciliabilità di tali funzioni con le previsioni previste dal codice civile. Maggiori problemi si sono posti invece per quanto riguarda la funzione di supervisione strategica, una sorta di ibrido tra la funzione di gestione e di controllo, oggetto di numerosi interrogativi in letteratura²¹⁰ soprattutto alla luce dei diversi sistemi di amministrazione e controllo adottabili dalla società bancaria.

Per il settore assicurativo, invece, alla luce della riforma Solvency II, già in sede di c.a.p., sono definite e etichettate quali fondamentali quattro funzioni: *i)* gestione rischi; *ii)* revisione interna²¹¹; *iii)* conformità alla legge; *iv)* attuariale.

²¹⁰ *Ex multis*, C. Frigeni, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di “organo con funzione di supervisione strategica”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 4, 485 ss: “Se nell’ambito del sistema tradizionale (e, per quello che vale, anche del sistema monistico, fermo restando che, a quanto mi consta, non vi sono banche organizzate secondo questo modello) è indubbio che le relative disposizioni abbiano quale referente il consiglio di amministrazione e vadano, quindi, a innestarsi sulla relativa disciplina, nel sistema duale l’individuazione dell’organo sul quale si appuntano è meno scontata, dovendosi verificare se in sede statutaria sia stato fatto ricorso alla facoltà prevista dalla lett. f-bis) dell’art. 2409-terdecies, comma 1°, c.c.”. R. Costi, *Relazione introduttiva, op. cit.*, 6.: “Le norme di vigilanza richiedono e postulano una netta separazione fra le funzioni di supervisione strategica e di gestione non solo quando vengono attribuite ad organi diversi (dualistico puro), ma anche quando vengono attribuite allo stesso organo; quando queste due funzioni coesistono nello stesso organo la separazione passa attraverso il sistema delle deleghe che non può sottrarre all’organo di supervisione una serie di oggetti che il diritto comune consentirebbe di delegare”.

²¹¹ S. Miani e F. Picher, *op. cit.*, 63, “nella struttura di controllo interno viene inoltre ad esistere un’apposita funzione, quella c.d. di Revisione Interna (Internal Auditing) il cui ruolo chiave è quello di controllare costantemente la funzionalità e l’adeguatezza del sistema di controllo interno, sia dal punto di vista della bontà dell’originale architettura complessiva dei controlli previsti e sia da quello del corretto ed efficiente funzionamento e quindi dell’affidabilità dello stesso, gli eventuali miglioramenti

In entrambi i sistemi, poi, sono previsti in via opzionale e in dipendenza delle dimensioni dell'impresa, i c.d. comitati endoconsiliari, ovvero dei comitati composti da amministratori in maggioranza non esecutivi, preposti alla gestione di particolari materie (ad esempio, comitato remunerazioni).

Come si avrà modo di illustrare meglio nel corso del capitolo terzo, gran parte della disciplina imposta alla *governance* di tali imprese deriva dal carattere finanziario delle medesime e dunque alcuni dubbi sorgono sull'assetto di funzioni sopra delineato. E ciò alla luce della sempre più profonda intersezione tra attività bancaria e assicurativa e dalla più generale ratio di "finanziarietà" che ha spinto il legislatore a limitare l'autonomia negoziale sul punto.

Potrebbe prospettarsi, in definitiva, anche nell'ottica di un approccio legislativo più semplificato, l'adozione di funzioni uguali per esigenze analoghe e la differenziazione dei sistemi di governo nei soli profili di effettiva necessità (un caso lampante sarebbe costituito, per esempio, dalla funzione attuariale).

2.3.2. (...) e degli intermediari finanziari alla luce della Mifid II

Nell'ambito del t.u.f., la prospettiva della *governance* cambia parzialmente. Se da un lato, infatti, si registra anche in questo settore un grande numero di nuove regole, soprattutto relative alla vigilanza pubblica sulla *governance*²¹² e una "crescente valorizzazione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi"²¹³; dall'altro, però, il complessivo impianto normativo del t.u.f. è fondato su rationes diverse rispetto a

necessari in conseguenza delle modifiche agli assetti organizzativi prodotti dai processi evolutivi che tipicamente caratterizzano il sistema aziendale".

²¹² M. Lamandini, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 450: "Un secondo dato che pure si segnala è l'intensità e, al tempo stesso, la flessibilità e l'orientamento alla sostanza invece che alla forma (come è viceversa finora accaduto in Italia, mi sembrerebbe, nell'esperienza della Consob e del codice di autodisciplina per gli emittenti quotati) della vigilanza sui profili di *governance*. [...] Vi è, in ciò, "un'invasione" della vigilanza sulle scelte organizzative dei vigilati certamente assai più spiccata di quella cui tradizionalmente si era adusi, per vero in linea con analoghi percorsi della vigilanza prudenziale bancaria sui profili di *governance* del MUV."

²¹³ G. Scognamiglio, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 137 la quale evidenzia, in modo molto condivisibile, che "La trasposizione nel diritto interno delle disposizioni comunitarie, già assai minuziose e dettagliate, è avvenuta in maniera puntuale e direi pedissequa, in modo da assecondare quell'intento di completa armonizzazione in ambito comunitario che è alla base del c.d. metodo Lamfalussy. Ne risultano una disciplina per alcuni versi farraginoso, fin troppo attenta alle questioni di dettaglio, e un dettato sovente appesantito da espressioni pletoriche ed un po' ripetitive, più adatte, si direbbe, ad un manuale di organizzazione aziendale, che non ad un testo normativo".

quelle dei settori bancari e assicurativi, che dunque distinguono l'organizzazione dell'intermediario finanziario (non bancario e non assicurativo) da quella imposta agli altri due settori del sistema finanziario.

Nell'intermediazione finanziaria, così come disciplinata dal t.u.f., a causa del diverso ruolo della Consob rispetto agli intermediari, il soggetto rileva principalmente per l'attività che svolge come emittente valori mobiliari. Come chiaramente rilevato, dunque, “nel caso in cui siano l'impresa o il mercato in cui la stessa opera a costituire l'oggetto della tutela i poteri di incisione potranno essere, come in effetti sono, alquanto più penetranti, e le conseguenti limitazioni al principio di libertà di iniziativa economica potranno trovare giustificazione sulla base del terzo comma dell'art. 41 Cost., oltre che in altri principi costituzionali come quello dell'art. 47. [...] Non si riscontra dunque quella necessità di tutelare chi abbia investito nei titoli emessi e l'intervento pubblico è limitato ai profili che possono ridurre eventuali asimmetrie informative, costi di agenzia e abusi a danno degli azionisti intesi come investitori, non anche ogni altro profilo di impresa, che, dunque, ritorna, sotto questo angolo di visuale, nel pieno dominio del principio di libertà”²¹⁴. E dunque facilmente si giustificava, almeno a livello primario, l'assenza di un impianto di *governance* corposo come quello previamente illustrato.

Nell'ambito del t.u.f. in vigore prima del recepimento della Mifid II, accanto alle numerose norme riguardanti i diversi soggetti assoggettabili alla disciplina e a peculiari profili dell'attività, le disposizioni etichettabili a livello di normativa primaria sotto la locuzione *governance*, sono relativamente modeste per numero e non troppo stringenti per contenuto (il riferimento è agli articoli 123-bis e 123-ter relativi rispettivamente alla relazione sul governo societario e agli assetti proprietari e alla relazione sulla remunerazione; e agli artt. da 147-ter a 154, dedicati agli organi di amministrazione e controllo²¹⁵).

²¹⁴ M. S. Richter jr., *L'organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015, Giuffrè, 2016, 419.

²¹⁵ Anche la normativa secondaria relativa al governo societario degli intermediari non bancari e non assicurativi si limita al Regolamento Consob emittenti 11971/1999; Regolamento Ministro di Giustizia n. 162/2000, recante norme per la fissazione dei requisiti di professionalità e onorabilità dei membri del collegio sindacale delle società quotate; Regolamento Consob n. 17221/2010; Regolamento Consob n.

Tuttavia, anche il settore dell'intermediazione finanziaria si rivela nel pieno del cambiamento e delle riforme. La direttiva Mifid II, infatti, (Direttiva 2014/65/UE) che entrerà in vigore il prossimo 3 gennaio 2018, rafforzerà notevolmente i poteri della vigilanza sugli intermediari finanziari e aggiungerà importanti disposizioni con le quali si specificheranno maggiormente gli obblighi di organizzazione di tali tipi di imprese che le autorità di vigilanza dovranno prevedere nell'esercizio del loro potere regolamentare²¹⁶.

In particolare, per quel che qui rileva, l'art. 6, comma 1, lettera *c-bis*), t.u.f., prevede specificamente il potere, in capo a Consob e Banca d'Italia, di disciplinare con regolamento gli obblighi destinati ai "soggetti abilitati e relativi alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, e alla gestione collettiva del risparmio".

Si tratta, più nel dettaglio, di obblighi in materia di governo societario e requisiti generali di organizzazione, compresa l'attuazione dell'articolo 4-undecies (ovvero il c.d. sistema di "whistleblower", etichettato come "sistema interno di segnalazione delle violazioni"²¹⁷); di sistemi di remunerazione e incentivazione; di continuità dell'attività; di organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme; di gestione del rischio dell'impresa; di audit interno; di responsabilità dell'alta dirigenza e infine di esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività.

17221 del 12 marzo 2010 recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate; Regolamento Ministro dell'economia e delle finanze n. 166/2013; Regolamento Ministro dell'economia e delle finanze n. 166 del 24 dicembre 2013 relativo ai compensi per gli amministratori con deleghe delle società controllate dal Ministero dell'economia e delle finanze, ai sensi dell'ex articolo 23-bis del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214. Si è chiusa di recente, inoltre, la consultazione per un nuovo regolamento in tema di requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali di alcuni enti, tra cui anche numerosi sottoposti alla disciplina t.u.f.

²¹⁶ Numerosi di tali obblighi erano già contenuti nell'ambito del sistema MIFID, direttiva 2006/73/CE, al capo II ed erano stati recepiti dal "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva di risparmio" adottato congiuntamente da Consob e Banca d'Italia il 29 ottobre 2007 e aggiornato con atto Banca d'Italia/Consob del 27 aprile 2017.

²¹⁷ È previsto all'art. 4-undecies che i soggetti assoggettati alla disciplina in analisi e le imprese di assicurazione debbano adottare specifiche procedure per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del regolamento UE n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato.

È inoltre disposto, all'art. 6, comma 2, lett. *b-bis*) il medesimo potere regolamentare in materia di “procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento, ivi incluse quelle per il governo degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati e la percezione o la corresponsione di incentivi; di procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione della gestione collettiva del risparmio, ivi incluse quelle per la percezione o la corresponsione di incentivi; le modalità di esercizio della funzione di controllo della conformità alle norme; [...] alla gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, ivi inclusi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e di incentivazione”.

Il legislatore menziona anche Banca d'Italia per la predisposizione di tali regolamenti alla luce delle frequenti intersezioni di competenze delle due autorità di settore: numerosi intermediari finanziari infatti nell'ordinamento italiano sono rappresentati da banche. Anche l'assetto regolamentare degli intermediari non bancari e non assicurativi, dunque, in materia di *governance*, tenderà a convergere con quello di banche e assicurazioni.

CAPITOLO 3

LE PRINCIPALI LINEE DI INTERVENTO

“Il diritto speciale muore, proprio nel momento del suo maggiore trionfo: quando i principi giuridici da esso elaborati entrano nell’ambito del diritto comune. È in questa funzione di pioniere la ragione e l’orgoglio della sua esistenza”

T. Ascarelli, 1934

SOMMARIO: 1. “Sana e prudente gestione” e “assetti adeguati”; 2. Il consiglio di amministrazione nel suo complesso: cinque profili generali; 2.1. I “sotto-insieme” del sistema di governo societario: il sistema di gestione dei rischi, il sistema dei controlli interni e la presenza dei comitati endoconsiliari; 2.2. La gestione delle polizze: sulla vita e contro i danni; 2.3. La gestione degli investimenti; 3. I singoli amministratori; 3.1. Requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza; 3.2. Le politiche di remunerazione; 3.3. La responsabilità professionale: un problema di nesso causale; 4. La vigilanza sulla *governance* assicurativa; 4.1. Il “diritto amministrativo dell’amministrazione”; 4.2. I singoli poteri; 4.2.1. Le disposizioni generali: categorie di poteri; 4.2.2. Le disposizioni specifiche: due ambiti dedicati; 4.2.2.1. La gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale; 4.2.2.2. Le operazioni straordinarie.

Chiarite le linee di fondo della *governance* assicurativa, occorre ora analizzare i singoli interventi operati dal legislatore, europeo e nazionale, nonché dalle autorità di vigilanza munite di poteri regolamentari. A tal fine si è scelto di suddividere l’analisi in quattro distinti profili: *in primis*, la delineazione delle clausole generali applicabili alla *governance* assicurativa; in secondo luogo, l’interpretazione della *littera legis*

applicabile sia al consiglio di amministrazione nel suo complesso, sia ai singoli amministratori; da ultimo, a completamento del quadro giuridico, l'illustrazione dei poteri amministrativi esercitabili dall'autorità di vigilanza sui soggetti preposti alla *governance*.

Occorre precisare infine che, come avviene negli altri settori finanziari, numerose e importanti disposizioni sono contenute anche nella normativa secondaria, rappresentata nel settore assicurativo dai regolamenti emanati da IVASS in virtù del potere, espressamente ribadito dall'art. 30, comma 7, c.a.p.²¹⁸

3.1. “Sana e prudente gestione” e “assetti adeguati”

La *governance* dell'impresa assicurativa deve essere protesa verso una “gestione sana e prudente”, anche, e prima di tutto, attraverso una adeguati assetti organizzativi. Si tratta di una constatazione, desunta dal dato normativo e applicabile anche al settore bancario, la quale sposta il fuoco dell'osservazione verso l' “essere” dell'impresa, prima ancora che verso l' “agire” della medesima²¹⁹.

I due concetti sono entrambi contenuti nella prima norma del codice delle assicurazioni dedicata al sistema di governo societario: ai sensi dell'art. 30 c.a.p., infatti, come novellato da Solvency II, “l'impresa si dota di un efficace sistema di governo societario che consenta una *gestione sana e prudente* dell'attività” e che tale sistema di governo societario debba comprendere, *inter alia*, almeno “l'istituzione di un' *adeguata e trasparente struttura organizzativa*”.

L' “essere” (ovvero l'organizzazione interna) dell'attività economica è stato in passato oggetto di studi soprattutto nell'ambito del diritto amministrativo e del diritto pubblico più in generale. Nel diritto privato, infatti, e in particolare in quello societario e dell'impresa, era diffusa la convinzione che tale profilo fosse intimamente frutto della libertà negoziale e che dunque le limitazioni sul punto dovessero essere limitate

²¹⁸ Art. 30, comma 7, c.a.p.: “L'IVASS detta con regolamento disposizioni di dettaglio in materia di sistema di governo societario di cui alla presente Sezione.”

²¹⁹ P. Ferro-Luzzi, *I contratti associativi*, Giuffrè, 2001, 185: “L'indagine su questo fenomeno (l'attività) deve però procedere in via autonoma rispetto all'organizzazione perché non riteniamo assolutamente che sussista una corrispondenza biunivoca tra i due termini, né nel senso [...] che all'organizzazione debba sempre far riscontro l'attività, né, vedremo, nel senso che per individuare l'essenza del fenomeno dell'attività occorra necessariamente richiamarsi a quello dell'organizzazione”.

all'assetto corporativo e al tradizionale dialogo tra organi così come disciplinati dal codice civile.

Come già brevemente accennato, tale tradizionale impostazione è fortemente mutata nel corso degli ultimi decenni. Le crisi finanziarie e, ancor prima, l'esigenza di stabilità e solvibilità delle società che operano facendo ricorso al finanziamento diffuso tra il pubblico, hanno infatti dimostrato che anche le scelte interne di organizzazione e di auto-controllo societario erano e sono fondamentali per la tutela della società stessa e, di riflesso, degli interessi a essa connessi.

Di qui, l'esigenza di interventi che garantissero il raggiungimento di tali obiettivi senza esautorare *in toto* l'autonomia privata. L'approccio scelto inizialmente si è fondato sull'utilizzo di formule generali attraverso cui indirizzare l'autonomia privata, senza con ciò, determinarne un sostanziale svuotamento. Sono emerse, quindi, dapprima nel settore bancario e poi nel codice civile, i concetti rispettivamente di "sana e prudente gestione" e di "adeguatezza degli assetti".

Quanto alla prima, si tratta di formula mutuata dal linguaggio comune, avente ascendenze comunitarie e considerata carica di ambiguità semantica²²⁰, soprattutto alla luce del fatto che i termini del linguaggio comune possono assumere nel diritto un significato diverso rispetto a quello da cui provengono²²¹. Indubbiamente il nocciolo della definizione risiede nella specificazione degli aggettivi presenti nel sintagma: cosa si intende per gestione sana? E cosa per gestione prudente?

Negli sforzi interpretativi, è stato sottolineato che tale formula introduce un elemento di tensione con la finalità dell'azione degli amministratori quale concepita dalla disciplina delle società azionarie, tensione destinata ad acuirsi e ad accrescere se dal piano semantico l'attenzione si sposta alla ricerca del significato giuridico che assume il concetto di gestione sana e prudente²²².

²²⁰ L. Desiderio, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. Economia ass.*, 2010, 2, 312.

²²¹ M. Porzio, *La sana e prudente gestione*, in *Studi per Franco Di Sabato, I, Diritto dell'economia*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2009, 683.

²²² G. Guizzi, *Interesse sociale e governance bancaria*, in *Riv. banca merc. finanz.*, 2016, 795.

A tale ultimo riguardo, sono state offerte alcune possibili soluzioni, individuando nella gestione sana “una gestione ordinata, non disfunzionale, condotta cioè secondo adeguati criteri di redditività che devono ispirare, in una cornice di legalità e secondo modelli di prassi comprovati, l’organizzazione del soggetto vigilato” e nella gestione prudente una gestione non necessariamente avversa al rischio tout court, bensì consapevole dei rischi assunti (o in procinto di essere assunti) e pronta a monitorarli nello svolgimento delle diverse attività²²³.

La formula compare per la prima volta nella seconda Direttiva banche durante la fine degli anni 80’²²⁴ e viene successivamente adottata per la prima nell’ambito assicurativo nelle direttive degli anni 90’ relative alle assicurazioni vita e non vita²²⁵. Oggi l’espressione è richiamata quattordici volte all’interno del c.a.p. (e ben ventitrè volte nel t.u.b.), in concomitanza con fattispecie “cruciali” per l’impresa, ove funge, tra l’altro, da valvola di apertura verso la discrezionalità ampia dell’autorità di controllo²²⁶. In particolare, la si ritrova: nell’art. 3 c.a.p. relativo alle finalità della vigilanza, dall’art. 30 relativo al sistema di governo societario; dall’art. 59 in tema di rilascio di autorizzazione; dall’art. 62 relativo alla riassicurazione; dall’art. 68 in tema di autorizzazione all’acquisto di partecipazioni; dall’art. 70 in tema di comunicazione degli accordi di voto; dall’art. 75 in tema di protocolli di autonomia; dall’art. 79 in relazione all’autorizzazione a partecipazioni; art. 183 in tema di regole di comportamento degli intermediari finanziari; art. 196 in tema di modifiche statutarie; art. 201 per le fusioni e scissioni; art. 210-ter relativo alla struttura del gruppo e dal 214-bis relativo agli atti di indirizzo a quest’ultimo relativi.

Il problema della delimitazione ontologica della formula, e dunque di una successiva delimitazione nel suo utilizzo durante la patologia data nelle fattispecie di responsabilità, si pone inoltre anche al di là dei confini nazionali: anche nella dottrina

²²³ F. Sartori, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, *op. cit.*, 135: “Inclinazione al profitto e conservazione patrimoniale sono la sintesi del principio che si manifesta nella concretezza del discorso, nella sua dimensione tecnico-finanziaria”.

²²⁴ Direttiva 89/646/CEE relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l’accesso all’attività degli enti creditizi e il suo esercizio.

²²⁵ Artt. 8 e 15 Direttiva 92/49/CEE e artt. 7 e 14 Direttiva 92/967/CEE.

²²⁶ Su tale aspetto si v. paragrafo responsabilità e paragrafo poteri amministrativi dell’autorità.

statunitense e nell'ordinamento europeo, infatti, la ricerca di un nucleo duro definitorio ha impegnato numerosi studi²²⁷ e organismi internazionali²²⁸.

È possibile rinvenire un tratto comune negli studi dedicati alla “sana e prudente gestione” ovvero quello della sua portata quando subentra un giudizio di responsabilità. Sul punto, si è espressa soprattutto la giurisprudenza amministrativa la quale si è occupata dei limiti del sindacato del giudice amministrativo rispetto all'operato dell'autorità di vigilanza nel valutare la formula sana e prudente gestione. Secondo parte della dottrina, infatti, la locuzione non sarebbe riconducibile a clausola generale, dal momento che sulla ricorrenza o meno di una sua violazione non è ammesso alcun sindacato da parte del giudice ordinario e porterebbe più spesso a un giudizio ex post in contrasto, ad esempio, con i tradizionali canoni della diligenza²²⁹.

È stato di recente sancito per esempio come, attraverso la formula della sana e prudente gestione, Banca d'Italia possa, rispetto ad iniziative di aumento di capitale adottate da banche non limitarsi al ruolo “notarile”, bensì operare un vaglio specificamente rivolto ad accertare la credibilità dell'intera operazione a beneficio dei soci, degli investitori qualificati e dei risparmiatori, così presidiando non solo la sana e prudente gestione della singola banca, ma anche la stabilità finanziaria complessiva del mercato in un nesso di stretta derivazione con la finalità di tutela del risparmio avente dignità primaria nell'ambito dei valori costituzionali (art. 47 Cost.)²³⁰.

Al tempo stesso, in precedenza, è stato specificato dal medesimo organo giudicante come tale principio cardine della vigilanza bancaria comporti un ampio potere

²²⁷ H. M. Schooner, *Big bank boards: the case for heightened administrative enforcement*, op.cit., 1021 che riporta *Financial Institutions Supervisory and Insurance Act of 1966: Hearings on S. 3158 and S. 3695 Before the H. Comm. on Banking and Currency*: “Generally speaking, an “unsafe or unsound practice” embraces any action, or lack of action, which is contrary to generally accepted standards of prudent operation, the possible consequences of which, if continued, would be abnormal risk or loss or damage to an institution, its shareholders, or the agencies administering the insurance funds” ove anche riferimento all'interpretazione delle corti americane di tale statuizione, non sempre invariabile “The Fifth Circuit, for example, has linked the concept of unsafe or unsound banking practices more directly to the institution's solvency, holding that such practices are limited to those “with a reasonably direct effect on [a bank's] financial soundness”.

²²⁸ M. Brogi, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in *Banca impresa e società*, 2010, 2, 283 ss ove ampia analisi dei principi OCSE in materia.

²²⁹ L. Desiderio, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, op. cit., 315. (da rivedere)

²³⁰ Così T.A.R. Roma, 10 marzo 2014, n. 2725, in *Foro amministrativo*, 2014, 3, 396.

discrezionale in capo all'autorità di vigilanza che è soggetto al sindacato giurisdizionale nei limiti della manifesta illogicità e irragionevolezza, del travisamento dei fatti, trattandosi di discrezionalità tecnica²³¹. Si tratta infatti di un apprezzamento riconducibile alla categoria delle valutazioni tecniche complesse, per le quali è ritenuto escluso un sindacato giurisdizionale caratterizzato dalla possibilità di sostituzione della valutazione del giudice a quella effettuata dall'amministrazione²³².

La formula della "sana e prudente gestione" conferma la prospettiva per cui, nel contesto delle imprese finanziarie, "i temi societari non sono valutati dal legislatore in quanto tali, ma fondamentalmente per le conseguenze che ne possono derivare sul piano della gestione imprenditoriale"²³³, e soprattutto di recente, nell'ottica del lungo termine²³⁴ per la realizzazione della crescita economica e al tempo stesso il mantenimento della stabilità²³⁵.

In particolare, si è registrata in letteratura la sensazione che il criterio della sana e prudente gestione modifichi le prospettive generali: non si porrebbe, infatti, in ambito bancario un problema di incentivazione dei rischi (e dunque la necessità di garantire attraverso la *business judgment rule* un *safe harbor* per le decisioni propriamente imprenditoriali), ma al contrario vi sarebbe l'esigenza di indurre alla prudenza²³⁶ un settore in cui l'assunzione di rischi è all'ordine del giorno.

²³¹ T.A.R. Roma, 9 aprile 2010, n. 6185, in *Foro amministrativo*, 2010, 3, 1313.

²³² T.A.R. Roma, 9 agosto 2005, n. 6157, in *Corriere del merito*, 2005, 11, 1215.

²³³ C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, op. cit., 761.

²³⁴ L. L. Dallas, *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, in *Journal of corporation law*, 2012, 37, 267: "Contributing to the financial crisis was short-termism or myopia, which is defined as the excessive focus of corporate managers, asset managers, investors, and analysts on short-term results, whether quarterly earnings or short-term portfolio returns, and a repudiation of concern for long-term value creation and the fundamental value of firms".

²³⁵ F. Vella, *Banche che guardano lontano: regola per la stabilità e regole per la crescita*, in *BIS*, 2016, 3, 371; M. S. Richter Jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, op. cit., 206: "La sensazione è che all'atto pratico in Italia sia i gruppi di controllo privati, sia i soci pubblici, sia gli investitori istituzionali nei fatti tendono a spingere gli amministratori verso una concezione dell'interesse sociale, che se non di breve periodo, certamente direi non di lungo e cioè, per essere più espliciti, una concezione che privilegia gli aspetti finanziari della attività di impresa rispetto a quelli prettamente industriali. Ciò non può all'evidenza che preoccupare, e dovrebbero preoccupare anche chi voglia in ogni caso rimanere lontano da istituzionalismi vecchi e nuovi".

²³⁶ C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, op. cit., 762.

Si tratta pertanto di una formula che, anche in altri ordinamenti²³⁷, ha messo in discussione i tradizionali rapporti tra la c.d. “primazia dei soci” e i superiori interessi imposti dal diritto pubblico sia in ambito bancario che assicurativo. Una formula che diverrebbe «valvola di sicurezza» del diritto dell’economia. La direttiva di scelta che favorisce la sintesi degli interessi in gioco, pubblici e privati. Un ponte d’oro che colma la distanza tra giudice ed economia²³⁸.

L’importanza del “rischio organizzativo” nella legislazione speciale è stata sottolineata anche sostenendo che il collegamento tra sana e prudente gestione e adeguatezza organizzativa si traduce, in concreto, nell’orientare la vigilanza a verificare l’esistenza di adeguati presidi in grado di assicurare un efficace governo dei rischi e non nel formulare un giudizio sul modello organizzativo²³⁹.

Quanto all’adeguatezza degli assetti organizzativi, occorre evidenziare l’ampia portata della locuzione e anticipare sin d’ora i possibili problemi in punto di responsabilità. Al concetto fa riferimento l’art. 2381 c.c. in una duplice prospettiva: all’interno del plenum del consiglio di amministrazione, dei consiglieri non esecutivi (al comma 3, c.c., è previsto infatti che il consiglio di amministrazione “sulla base delle informazioni ricevute valuta l’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società”); e nella prospettiva degli organi delegati ove, al comma 5 dell’art. 2382, è previsto che abbiano l’obbligo di curare che l’assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell’impresa” (art. 2381, comma 5).

Come autorevolmente esplicitato, “il rispetto delle regole, anche tecniche, elaborate dalla prassi e dalle scienze aziendali, e non solo giuridiche, di buona gestione è oggi, infatti, norma di diritto comune” e in tale contesto il paradigma degli assetti organizzativi adeguati diventa un “canone necessario di organizzazione interna dell’impresa, sul piano gestionale, amministrativo e contabile, e, conseguentemente, a

²³⁷ D. Min, *Balancing the governance of financial institutions*, in *Seattle University law review*, 2017, 40, 743 ss.

²³⁸ F. Sartori, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, *op. cit.*, 144.

²³⁹ M. Rabitti, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, *op. cit.*, 59-60.

direttrice fisiologica dell'attività, strumento di tracciabilità dei processi, criterio della responsabilità di amministratori, dirigenti e controllori²⁴⁰.

Si tratta di una formula presente nella *governance* della grande impresa all'interno di banche, imprese d'investimento e di assicurazione²⁴¹. I riferimenti normativi sono rappresentati dagli artt. 53, comma 1, lett. *d*) e 67, comma 1, lett. *d*) del T.U.B., nonché l'art. 6, comma 2-*bis*, del T.U.F.

Merita di essere sottolineato, infine, un ultimo parametro per valutare l'adeguatezza degli assetti rappresentato dai nuovi obblighi che tendenzialmente stanno sorgendo in capo all'organo amministrativo in relazione all'emersione della crisi dell'impresa²⁴². Come evidenziato, infatti, questo aspetto sollecita l'esigenza di ripensare i doveri degli organi societari soprattutto in rapporto alla crisi in atto o alla fase pre-concorsuale, mentre l'orientamento che va sempre più emergendo è quello di incentivare azioni preventive e di monitoraggio della continuità aziendale²⁴³.

3.2. Il consiglio di amministrazione nel suo complesso: cinque profili generali

Come anticipato, il legislatore interviene in primo luogo occupandosi del consiglio di amministrazione nel suo complesso. Il tema, ampiamente studiato anche a livello internazionale²⁴⁴, si ripropone in questa sede particolarmente arricchito di dettagli

²⁴⁰ P. Montalenti e O. Cagnasso, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, op. cit., 2.

²⁴¹ M. De Mari, *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità degli organi sociali*, in *Nuovo dir. soc.*, 2009, 3, 51-67.

²⁴² Legge delega 19 ottobre 2017, n. 155, c.d. Riforma Rordorf.

²⁴³ V. De Sensi, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. società*, 2017, 2, 311. "Le prospettive di riforma sembrano inoltre aggiungere un ulteriore parametro dell'adeguatezza degli assetti. Mentre il codice fa riferimento ad un dato qualitativo e quantitativo: natura e dimensioni dell'impresa; la modifica prospettata fa invece riferimento ad un dato finalistico ovvero, da un lato, la tempestiva rilevazione della crisi e della perdita di continuità aziendale e, dall'altro, l'attivazione dei rimedi per recuperare tale continuità. In altri termini, il legislatore delegante vuole che l'adeguatezza dell'organizzazione sia valutata rispetto alla sua idoneità a realizzare tale duplice finalità di rilevazione e risoluzione della crisi, in un'ottica privilegiata di recupero di continuità".

²⁴⁴ Solo di recente, ex multis, K. A. Alces, *Beyond the board of directors*, in *Wake Forest law review*, 2011, 783-836 ove la storia dell'evoluzione della struttura dei board e degli scopi ad essa ricollegati; Z. Niu e C. Chen, *Social capital of directors and corporate governance: a social network analysis*, in *Brooklyn journal of corporate finance and commercial law*, 2017, 343, 11, ss; P. Geiler, L. Renneboog, Y. Zhao, *Beauty and appearance in corporate director elections*, *ECGI Finance Working Paper* n. 537, 2017, 1-24, disponibile al sito SSRN.

normativi che in parte confermano, ampliando, la portata precettiva della disciplina contenuta nel codice civile, in parte pongono nuovi interrogativi.

Nel tentativo di tracciare un quadro d'insieme, saranno analizzati dunque i cinque principali formanti sui quali si disegna la disciplina relativa al sistema di governance. Si tratta in particolare di: i) il principio di proporzionalità; ii) il principio della chiara ripartizione dei compiti e delle responsabilità in un contesto di complessiva trasparenza; iii) il principio dei flussi informativi; iv) il principio della diversità del consiglio di amministrazione; v) il principio della divisione delle funzioni.

Prima di evidenziare le convergenze di tali principi rispetto al diritto comune, occorre premettere due notazioni.

In primis, sia la normativa primaria che quella secondaria si occupano di raccordare le disposizioni in materia di governance (tutte aventi a riferimento il sistema tradizionale di amministrazione e controllo) con i sistemi alternativi inseriti con la riforma del 2003 (ovvero sistema dualistico e monistico). Il riferimento, per la normativa primaria, è in particolare all'art. 78 c.a.p. che tuttavia è relativo alle sole disposizioni circa i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza (ulteriori riferimenti sono contenuti all'art. 72 relativo all'esistenza del controllo nella forma dell'influenza dominante).

Per la normativa secondaria, invece, il Regolamento 20/2008, ripreso nei medesimi termini dallo Schema di regolamento 2/2017, in via generale prevedono che disposizioni riferite all'organo amministrativo e all'organo di controllo, rispettivamente dai "tradizionali" consiglio di amministrazione e collegio sindacale, al consiglio di gestione (art. 2, comma 1, lett. i), dello Schema di Regolamento 2/2017 che specifica come per le sedi secondarie il referente sia il rappresentante generale) e al consiglio di sorveglianza o al comitato per il controllo sulla gestione (art. 2, comma 1, lett. l) medesimo Schema).

In secondo luogo, nel confronto tra normativa comune e norme speciali, emerge dapprima il dettato dell'art. 29-bis rubricato "*Responsabilità del consiglio di amministrazione*" ai sensi del quale: "*Il consiglio di amministrazione dell'impresa ha*

la responsabilità ultima dell'osservanza delle norme legislative, regolamentari e delle norme europee direttamente applicabili"²⁴⁵.

La norma, insieme all'intero capo dedicato al sistema di governo societario, è stata introdotta con il D.lgs. 12 maggio 2015, n. 74, in attuazione della direttiva europea Solvency II, e soffre, al pari di numerose altre disposizioni di derivazione europea, di alcune criticità date dalla vaghezza dei termini utilizzati.

Confrontandola con il sistema di diritto societario previsto dal codice civile, infatti, appare dubbia l'effettiva portata di una simile disposizione. In prima battuta, essa parrebbe per certi aspetti tautologica laddove conferma la responsabilità del consiglio di amministrazione come "ultima", ovvero come responsabilità apicale per le eventuali inosservanze di norme legislative, regolamentari ed europee. Al tempo stesso, il riferimento all'osservanza della normativa applicabile evoca la funzione di c.d. *compliance*, ovvero di conformità normativa che espressamente viene prevista dal codice delle assicurazioni quale funzione fondamentale e da assegnare a un "sottogruppo". Sembra lecito chiedersi, dunque, quale possa essere il senso di una simile disposizione.

Tra le ipotesi ricostruttive, un qualche fondamento potrebbe rinvenirsi nell'etichettare questa norma quale "speciale norma sulla responsabilità". Una norma dunque che deroga, aggravandolo, al regime di responsabilità delineato dal codice civile e tipicamente incentrato sulla distinzione delle singole posizioni giuridiche degli amministratori, quando i presupposti sanciti dal codice consentono un allontanamento dal principio della responsabilità solidale. La conclusione potrebbe giustificarsi sulla scorta dei particolari interessi sottesi all'attività assicurativa ed evidenziati nel capitolo primo.

Seguono al menzionato art. 29-bis c.a.p., quattordici norme specificamente dedicate al sistema del governo societario che delineano modalità decisionali sempre più

²⁴⁵ L'art. 40 della direttiva Solvency II infatti prevede che "Gli Stati membri garantiscono che l'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione abbia la responsabilità ultima dell'osservanza, da parte dell'impresa interessata, delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in applicazione della presente direttiva".

procedimentalizzate²⁴⁶, imponendo una organizzazione per funzioni e alimentata da un flusso informativo costante in grado di distinguere le specificità delle singole situazioni giuridiche soggettive. A conferma di ciò, è imposta all'art. 30, commi 5 e 6, l'adozione di "politiche scritte" (la cui attuazione deve essere "garantita") con riferimento quanto meno: i) *sistema di gestione dei rischi*; ii) *al sistema di controllo interno*; iii) *alla revisione interna*; iv) *e, ove rilevante, all'esternalizzazione*, v) *nonché una politica per l'adeguatezza nel continuo delle informazioni fornite al supervisore ai sensi dell'articolo 47-quater e per le informazioni contenute nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria di cui agli articoli 47-septies, 47-octies e 47-novies*.

Tali politiche devono essere approvate preventivamente dal consiglio di amministrazione e riesaminate dal medesimo almeno una volta l'anno in concomitanza con la revisione del sistema di governo societario ed eventualmente modificate qualora quest'ultimo renda necessarie variazioni significative (così art. 30, comma 6, c.a.p.).

Passando al contenuto del sistema di governo societario, l'art. 30, in primo luogo, accanto alle menzionate formule generali della sana e prudente gestione e dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, prevede il principio di proporzionalità del governo societario rispetto alla natura, alla portata e alla complessità dell'attività dell'impresa. Dunque non una formula "one size fits all", bensì, in coerenza con i diversi rischi assumibili dalle imprese di assicurazione, una struttura organizzativa e decisionale variabile a seconda dei criteri menzionati nel codice.

A riguardo, in modo innovativo, lo schema di regolamento Ivass 2/2017 menziona la presenza di criteri/indici da utilizzarsi nell'applicazione del principio di proporzionalità. Per la prima volta vengono offerti dall'autorità di vigilanza (si legge "al fine di stimolare il confronto con il mercato sul tema") alcuni criteri/indici per valutare il profilo di rischio di un'impresa e quindi l'applicazione proporzionata a tale profilo delle disposizioni del nuovo regolamento, fermo restando che sarà comunque

²⁴⁶ M. De Mari, *Gli assetti organizzativi societari*, op. cit., 30: "Si tende, cioè, a predeterminare puntualmente (e secondo un sistema gerarchico di riporti e di flussi informativi che interessa l'organizzazione societaria sia in senso orizzontale che verticale) l'agire societario: «chi fa cosa», «come e quando questo qualcosa deve essere fatto» e «chi controlla/vigila su chi quel qualcosa fa». In questa nuova prospettiva concettuale (che però è, nel contempo, una prospettiva operativa) dall'impresa «procedimentalizzata» resta fuori (o meglio, dovrebbe restare fuori) solo il non prevedibile".

responsabilità dell'impresa adottare il modello di *governance* effettivamente più idoneo rispetto alle esigenze concrete di sana e prudente gestione. Tra gli indicatori di rischio accentuato sono annoverati: l'adozione di un modello interno, l'utilizzo di derivati o di attivi illiquidi; l'esercizio congiunto dei rami danni e vita; la commercializzazione di prodotti complessi o che presentano un elevato rischio di sottoscrizione o elevata volatilità. Sono invece considerati fattori di rischio contenuto: l'adozione di strategie non complesse di gestione degli attivi; l'operatività in un solo ramo (vita o danni); l'attività limitata al territorio nazionale; la distribuzione di prodotti standardizzati.

In secondo luogo, sono elencati dal codice gli elementi che un sistema di governo societario deve ricomprendere per potersi dire efficace e dunque perseguire gli obiettivi di redditività dell'impresa senza porre in pericolo la tutela dei soggetti assicurati e quella del sistema finanziario.

Il pentagramma legislativo sul punto menziona innanzitutto *“l’istituzione di un’adeguata e trasparente struttura organizzativa, con una chiara ripartizione e un’appropriata separazione delle responsabilità delle funzioni e degli organi dell’impresa”*.

È poi prevista la necessaria presenza dell'*“organizzazione di un efficace sistema di trasmissione delle informazioni”*. A riguardo è stato evidenziato, rispetto all'art. 2381 c.c. che nelle imprese di assicurazione l'agire informato dell'organo amministrativo non può essere limitato alle modalità prescritte in termini generali dall'art. 2381 c.c. dal momento che vi è in questa sede una maggiore ricchezza di fonti, occasioni e tecniche di acquisizione dei dati informativi necessari²⁴⁷. In tale contesto, *“l’informazione e la trasparenza divengono il paradigma ordinatorio della funzione gestoria e il criterio di individuazione dei profili di responsabilità”*²⁴⁸ e al tempo stesso, a causa del grande numero di dati, necessitano di un'adeguata attività istruttoria che ne semplifichi la comprensione²⁴⁹.

²⁴⁷ A. Minto, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina dei controlli interni*, op. cit., 667.

²⁴⁸ P. Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, op. cit., 400.

²⁴⁹ La riflessione applicata al sistema bancario è di F. Vella, *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, op. cit., 29: *“Nelle società bancarie, data la*

In terza battuta, è imposto a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e di coloro che svolgono funzioni fondamentali il possesso dei “requisiti di cui all’articolo 76”. Sul punto si avrà modo di meglio approfondire nel corso del paragrafo 3.1.; basti ora evidenziare, nell’ottica di una visione di insieme del consiglio di amministrazione, che intento del legislatore, esplicitato in più sedi in altri settori finanziari²⁵⁰, è quello di garantire una composizione del consiglio diversificata²⁵¹, per genere, nazionalità ed età (*demographic diversity*) e per istruzione e profilo professionale (*cognitive diversity*)²⁵². Il fenomeno che vuole evitarsi, infatti, è

complessità tecnica di molte delle materie oggetto di delibera negli organi amministrativi, spesso un troppo ricco flusso di documentazione, soprattutto se in tempi ristretti, può generare oggettive difficoltà di comprensione; in questo caso un’informazione “efficiente” (e cioè che aiuti realmente ad assumere decisioni consapevoli) si deve fondare anche su una attività istruttoria volta a presentare, sintetizzare e esplicitare il contenuto della documentazione”.

²⁵⁰ A. Ciavarella, *Board diversity and firm performance across Europe*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2017, n. 85 ove l’analisi di numerosi studi empirici sul tema.

²⁵¹ Art. 273, comma 3, Regolamento Delegato UE 2015/35: “La valutazione della competenza dei membri dell’organo amministrativo, direttivo o di vigilanza tiene conto dei compiti assegnati ai singoli membri *in modo da assicurare un’appropriata diversità delle qualifiche, delle conoscenze e delle esperienze pertinenti* così da garantire che l’impresa sia gestita e vigilata in modo professionale”.

²⁵² Il tema della composizione diversificata del consiglio di amministrazione (c.d. *board diversity*) è antico e ampiamente analizzato non solo nella letteratura giuridica ma anche nelle scienze manageriali ed economiche in senso ampio. Per alcuni riferimenti, L. J. Trautman, *Corporate boardroom diversity: why are we still talking about this?*, in *St. Mary Law review on race and social justice*, 2015, 17, 219 ss.; J. Goodstein, K. Gautam, W. Boeker, *The effects of board size and diversity on strategic change*, in *Strategic management journal*, 1994, 15, 241 ss. D. L. Rhode e A. K. Packel, *Diversity on corporate boards: how much difference does difference make?*, in *Delaware journal of corporate law*, 2014, 39, 377 ss.; J. R. Brown Jr., *The demythification of the board of directors*, in *American business law journal*, 2015, 52, 131 ss.; R. Bénabou, *Groupthink: collective delusions in organizations markets*, in *Review of economics studies*, 2013, 80, 429 ss.: “In the aftermath of corporate and public-sector disasters, it often emerges that participants fell prey to a collective form of willful blindness and overconfidence: mounting warning signals were systemically cast aside or met with denial, evidence avoided or selectively reinterpreted, dissenters shunned. Market bubbles and manias exhibit the same pattern of investors acting ‘color-blind in a sea of red flags’, followed by a crash” ove anche numerose formule e studi economici sul fenomeno in relazione alle dinamiche del mercato.

In alcuni scritti, con la locuzione “*board diversity*” sono presi in considerazione solo i parametri della diversità per genere o per colore di pelle, ad esempio, L. M. Fairfax, *Board diversity revisited: new rationale, same old story?*, in *North Carolina Law Review*, 2011, 89, 855 ss; M. Breuer, *Next stop for diversity initiatives: corporate boardrooms*, in *Journal of corporation law*, 2016, 42, 224 ss.; L. Lamkin Broome, *The corporate boardroom: still a male club*, in *Iowa journal of corporation law*, 2008, 33, 665; K. N. Johnson, *Banking on diversity: does gender diversity improve financial firms’ risk oversight?*, in *Southern Methodist University Law review*, 2017, 337: “Over the last few decades, questions regarding the benefits of board diversity have intensified in the United States and around the world. A common argument regarding the benefits of diversity emphasizes two shareholder welfare-centered benefits of board diversity: enhanced corporate financial performance and better *governance*. These two benefits often anchor the business case for diversity. In fact, many advocates of board diversity posit that shareholder wealth maximization and enhanced leadership diversity are complimentary goals”, ove anche argomenti e studi empirici a sostegno della presenza di amministratori di genere femminile per una migliore performance dell’impresa.

quello della c.d. “mentalità di gruppo” (o “*group think*”)²⁵³ a causa del quale, secondo alcuni studi, nel corso del processo decisionale, alcuni amministratori, anziché contribuire con il proprio apporto cognitivo, si sarebbero, specie nell’ambito delle crisi finanziarie, appiattiti sul carisma decisionale di un solo amministratore (più spesso esecutivo o delegato)²⁵⁴.

In altri termini, la necessità di superare il problema della mentalità di gruppo è tesa a evitare che la collegialità diventi un inutile appesantimento decisionale, per rivelarsi invece occasione di arricchimento ed espressione di una corralità eterogenea e di conoscenze integrate²⁵⁵.

Su simili preoccupazioni si basa anche il tema della necessaria dualità tra amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione²⁵⁶, già imposta anche a nel settore bancario a seguito dell’entrata in vigore della CRD IV e in parte criticata in dottrina in quanto priva di effettivi riscontri empirici e eccessivamente

²⁵³ Il problema della mentalità di gruppo è particolarmente acuito, secondo alcuni studi, al ricorrere della presenza di amministratori indipendenti (c.d. *outside directors*) i quali muniti di minori informazioni rispetto ai ruoli esecutivi soffrirebbero di distorsioni comportamentale causate da pregiudizi (c.d. *behavioral biases*), K. Kastiel e Yaron Nili, ‘*Captured boards: the rise of ‘super directors’ and the case for a board suite*, in *Wisconsin Law review*, 2017, 19, ove anche un’ampia analisi del problema di “cattura” dato dalla nomina da parte di investitori istituzionali di un certo numero di amministratori e dello stretto legame tra i primi e questi ultimi anche in termini di piattaforma cognitiva ai fini delle decisioni da assumere e una proposta di istituzione di “board suite” all’interno del consiglio di amministrazione dedicata alla raccolta di dati indipendenti e alla divulgazione dei medesimi. Sul tema anche M. A. O’Connor, *The Enron board: the perils of groupthink*, in *Cincinnati law review*, 2003, 71, 1233.

²⁵⁴ J. R. Nofsinger e P. Chatjuhamard, *Chapter 5: Corporate executives, directors and boards*, in *Financial behavior: players, services, products and markets*, a cura di H. Kent Baker, G. Filbeck e V. Ricciardi, Oxford University Press, 2017, 79-96.

²⁵⁵ Sull’importanza dei singoli apporti specialistici cognitivi e sulla loro integrazione nell’ambito del più ampio scenario delle scienze dell’organizzazione, G. A. Okhuysen e K. M. Eisenhardt, *Integrating knowledge in groups: how formal interventions enable flexibility*, in *Organization science*, 2002, 13, 370-386.

²⁵⁶ N. Boubakri, op. cit., 2011 “Other studies relate alternative *governance* mechanisms to risk taking. For instance, within internal mechanisms, Adams, Alemida, and Ferreira (2005) find that firms with dual CEOs (i.e., also chairing the BODs) exhibit high risk-taking behavior (i.e., stock return volatility). They interpret this as evidence that “ the likelihood of either very good or very bad decisions is higher in a firm whose CEO has more power to influence decisions than in a firm whose CEO has less power in the decision-making process. A more recent study by Boubakri, Dionne, and Triki (2008) shows that CEO duality is positively related to mergers and acquisitions in the insurance industry. These studies overall confirm that CEO duality is costly to shareholders and worsens agency conflicts within the firm. This evidence in the insurance industry is at odds with the argument in Bebchuk and Weisbach (2009) that the CEO may want to protect his job and hence should be more risk adverse”.

rigida se imposta a livello normativo anziché essere affidata alle *best practices*²⁵⁷. È stato evidenziato, infatti, che se condivisibile l'intento di evitare il fenomeno del *groupthink* e di favorire l'emergere delle competenze, conoscenze e posizioni individuali, è anche vero che le decisioni collettive sono in realtà frutto di molteplici fattori, e che non necessariamente una preconstituita diversità di età o di genere può favorire la creatività, il senso critico e l'autonomia di pensiero²⁵⁸.

Fissato il principio di "bilanciamento dei poteri", dunque, è stata operata una presunzione di maggiore efficacia di fronte al ruolo di un presidente del consiglio di amministrazione più neutrale e più di monitoraggio complessivo dell'operato dell'amministratore delegato²⁵⁹.

Sul punto, nella relazione di presentazione²⁶⁰ dello schema di regolamento 2/2017, è esplicitato che "al fine di assicurare l'allineamento con la disciplina dettata nel comparto bancario con riguardo al presidente dell'organo consiliare: in particolare, viene data specifica evidenza al ruolo fondamentale da esso svolto nell'assicurare il buon funzionamento dell'organo, favorendo la dialettica interna e assicurando l'adeguato bilanciamento dei poteri; coerentemente con i compiti in materia di organizzazione dei lavori dell'organo e di circolazione delle informazioni attribuitigli dal codice civile, il presidente, oltre a possedere le caratteristiche richieste agli amministratori, non può assumere un ruolo esecutivo, né svolgere, neppure di fatto,

²⁵⁷ L. Enriques e D. Zerzsche, *Quack corporate governance, round III? Bank board regulation under the new European capital requirement directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, 16, 232 ss.

²⁵⁸ O. Capolino, *Il governo societario delle banche: regole e strumenti nelle disposizioni di vigilanza e nelle norme europee*, in *Il governo delle banche, Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, Milano, 2015, 23; critico anche S. Amoroso, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, op. cit., 49 che parla di "irragionevole estromissione del presidente del C. di A. dal comitato esecutivo, che lo pone in una condizione analoga a quella di qualsiasi consigliere non esecutivo e gli impedisce di svolgere la prescritta funzione di raccordo e coordinamento sia nell'organo consiliare, che tra gli organi della banca e con l'alta dirigenza".

²⁵⁹ Sul tema P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni*, op. cit., 735: "Si tratta di una disposizione cruciale e innovativa rispetto alla normativa primaria perché: (i) concretizza la finalizzazione del controllo alla gestione; (ii) stabilisce un ruolo attivo dell'organo di controllo per la correzione di debolezze, anomalie, criticità, violazioni normative; (iii) istituisce il canale formale di concessione con l'organo di gestione perché trasformi l'oggetto delle verifiche in decisioni correttive. Un "ponte sistematico" che manca nel diritto comune e che [...] anche il legislatore ordinario dovrebbe introdurre nel diritto azionario".

²⁶⁰ Relazione di presentazione allo Schema di Regolamento 2/2017, pagg. 8-9, disponibile al sito www.ivass.it

funzioni gestionali”.

L’art. 5, comma 9, dello schema di regolamento 2/2017, dunque ricalca la corrispondente disciplina in materia bancaria (art. 2, sezione V, circolare Banca d’Italia n. 285/2013 così come modificata a seguito del recepimento della CRD IV): “Il presidente ha un ruolo non esecutivo e non svolge alcuna funzione gestionale. Non può essere membro del comitato esecutivo, se costituito in seno all’organo amministrativo ai sensi dell’articolo 2381 del codice civile, ma può partecipare alle relative riunioni, senza diritto di voto, al fine di assicurare l’adeguato raccordo informativo tra detto comitato e l’organo amministrativo”.

È inserita, poi, una previsione nuovamente ambigua rispetto alla tradizione giuridica nazionale. Si esplicita, infatti, la necessaria predisposizione di “*meccanismi idonei a garantire il rispetto delle disposizioni di cui al capo presente Capo*” (e dunque alle disposizioni generali in materia di esercizio dell’attività assicurativa che ricomprendono gli artt. da 29-bis a 35-ter). L’ambiguità della disposizione risiede nell’“autocontrollo” imposto all’impresa assicurativa. Volendo applicare letteralmente la disposizione, infatti, come si avrà modo di evidenziare meglio in seguito relativamente ai profili di responsabilità, la predisposizione di un assetto di governo “ideale” e pienamente corrispondente alla normativa potrebbe non essere sufficiente qualora si verificasse ugualmente un danno e non si riscontrassero meccanismi idonei a garantire il rispetto delle disposizioni in parola.

Infine, come anticipato, viene recepito a livello legislativo (art. 30, comma 2, lett. e), c.a.p.) e regolamentare il quadro aziendalistico delle funzioni essenziali che caratterizzano l’impresa assicurativa, che sono considerate fondamentali, quindi essenziali o importanti dal legislatore²⁶¹ (dunque da tenere distinte dalle diverse

²⁶¹ Il Regolamento Delegato UE 2015/35, all’art. 258, comma 1, lett. g), specifica l’obbligo per le imprese di assicurazione di garantire che l’attribuzione di compiti molteplici a singole persone e unità organizzative non impedisca o non sia tale da impedire agli interessati di “svolgere una particolare funzione *in modo solido, onesto e obiettivo*”.

All’art. 268 del medesimo Regolamento: “Le imprese di assicurazione e di riassicurazione incorporano le funzioni e i relativi rapporti gerarchici nella loro struttura organizzativa in modo da garantire che ogni funzione sia immune da influenze che potrebbero comprometterne la capacità di svolgere i propri compiti in modo obiettivo, corretto e indipendente. Ogni funzione è svolta sotto la responsabilità ultima dell’organo amministrativo, direttivo o di vigilanza, al quale riferisce, e, laddove appropriato, coopera con le altre funzioni nello svolgimento dei loro ruoli. 2. Le persone che esercitano una funzione possono comunicare di propria iniziativa con qualsiasi membro del personale e dispongono dell’autorevolezza,

funzioni c.d. operative)²⁶² e la cui istituzione deve essere formalizzata “in una specifica delibera dell’organo amministrativo, che ne definisce le responsabilità, i compiti, le modalità operative, la natura e la frequenza della reportistica agli organi sociali e alle altre funzioni interessate” (così l’art. 26, comma 2, dello schema di regolamento 2/2017²⁶³). I titolari delle funzioni fondamentali sono nominati dal consiglio di amministrazione che può individuare soggetti esterni a sé (i quali devono comunque soddisfare i requisiti di idoneità alla carica ex art. 76 c.a.p.) ovvero consiglieri interni se privi di deleghe, se la nomina non comporta conflitti di interesse

Solvency II introduce una definizione di funzione, intesa quale capacità interna all’impresa di assicurazione o di riassicurazione di svolgere compiti concreti²⁶⁴ e disciplina separatamente le quattro diverse categorie: *i*) quanto alla funzione di gestione dei rischi, le peculiarità della attività sono contenute all’art. 30-bis, comma 10, nell’ambito della disciplina del sistema di gestione dei rischi (sul quale infra par. 2.1.); *ii*) quanto alla funzione di conformità (c.d. compliance), le previsioni sono contenute nell’art. 30-quater, comma 3, all’interno del sistema di controllo interno (sul quale infra par. 2.1.); *iii*) e *iv*) in relazione invece alle funzioni di revisione interna e attuariale, sono previsti autonomi e distinti articoli appositamente dedicati.

Per la funzione di revisione interna, infatti l’art. 30-quinquies c.a.p. impone che l’impresa garantisca l’autonomia di giudizio e l’indipendenza rispetto alle funzioni operative; si tratta, come suggerisce la nomenclatura stessa, di una funzione di controllo in senso ampio, di “valutazione dell’adeguatezza e l’efficacia del sistema di

delle risorse e delle conoscenze necessarie nonché di accesso illimitato a tutte le informazioni rilevanti necessarie per adempiere le proprie responsabilità.³ Le persone che esercitano una funzione segnalano prontamente all’organo amministrativo, direttivo o di vigilanza qualsiasi problema importante emerso nel settore di loro responsabilità”.

²⁶² E infatti tra le maggiori novità del regolamento 2/2017 rispetto al precedente regolamento 2008, è evidenziata anche nella relazione di accompagnamento in materia di accordi di esternalizzazione la classificazione delle attività esternalizzabili in attività: (i) essenziali, (ii) importanti e (iii) fondamentali. In quest’ultima categoria ricadono le funzioni di revisione interna, di verifica della conformità, di gestione dei rischi ed attuariale. Viene confermato il divieto di esternalizzazione dell’attività di assunzione dei rischi, tra le attività considerate essenziali o importanti, di cui all’articolo 29, comma 2, del regolamento 20/2008, divieto che già in passato ha suscitato ben più di una perplessità, anche alla luce delle linee guida Eiopa 45/2013 relative al sistema di governance delle imprese di assicurazione.

²⁶³ Nella relazione di accompagnamento dello schema di regolamento inoltre si afferma che in linea generale che la collocazione organizzativa delle funzioni è lasciata all’autonomia dell’impresa ma dovranno esserne comunque garantite l’indipendenza e l’autonomia.

²⁶⁴ Art. 1, comma 1, lettera q-bis, c.a.p.

controllo interno e delle ulteriori componenti del sistema di governo societario dell'impresa" (art. 30-quinquies, comma 2), il cui operato si traduce nel comunicare al consiglio di amministrazione le risultanze e le raccomandazioni in relazione all'attività svolta, indicando gli interventi correttivi da adottare in caso di rilevazione di disfunzioni e criticità. Il consiglio di amministrazione definisce i provvedimenti da porre in essere in relazione a ciascuna raccomandazione ricevuta e individua le misure dirette ad eliminare le carenze riscontrate dalla funzione di revisione interna, garantendone l'attuazione.

Sul punto, lo schema di regolamento 2/2017, ha accentuato i presidi di indipendenza della funzione di revisione interna (che, in via generale, non potrà essere affidata a persone appartenenti ad altre unità e/o ad amministratori) in conformità con quanto previsto dal Regolamento Delegato 2015/35 ai sensi del quale, all'art. 271, "Le persone che svolgono la funzione di audit interno non assumono responsabilità per altre funzioni". Rimane ferma tuttavia la possibilità (ex art. 271, par. 2 del Regolamento Delegato e dell'art. 35, comma 3 dello Schema di Regolamento), in via eccezionale e residuale, di consentire a chi svolge la funzione di revisione interna lo svolgimento anche di altre funzioni conformemente al principio di proporzionalità e "dimostrando che è in ogni caso in grado di evitare l'insorgenza di conflitti di interessi e di garantire l'obiettività e l'indipendenza della funzione di revisione interna."

La funzione attuariale, invece, rappresenta l'essenza più squisitamente assicurativa della disciplina della governance, traducendosi nell'attività svolta da soggetti iscritti allo specifico albo ovvero da soggetti che dispongono di conoscenze di matematica attuariale e finanziaria, adeguate alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa e di comprovata esperienza professionale nelle materie rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico. In linea di continuità, inoltre, con l'articolo 30-sexies del Codice delle assicurazioni sono state introdotte dallo schema di regolamento 2/2017 alcune previsioni volte a definire in via principale il ruolo e i compiti della funzione attuariale, non solo di coordinamento e calcolo delle riserve tecniche, ma anche, tra le altre, di verifica della politica di sottoscrizione globale dell'impresa e di adeguatezza degli accordi di riassicurazione.

I nove compiti della funzione attuariale sono delineati al comma 1 dell'art. 30-quinquies, ai sensi del quale la medesima "a) coordina il calcolo delle riserve tecniche;

b) garantisce l'adeguatezza delle metodologie e dei modelli sottostanti utilizzati, nonché delle ipotesi su cui si basa il calcolo delle riserve tecniche; c) valuta la sufficienza e la qualità dei dati utilizzati nel calcolo delle riserve tecniche; d) confronta le migliori stime con i dati desunti dall'esperienza; e) informa il consiglio di amministrazione sull'affidabilità e sull'adeguatezza del calcolo delle riserve tecniche; f) supervisiona il calcolo delle riserve tecniche nei casi di cui all'articolo 36-duodecies; g) formula un parere sulla politica di sottoscrizione globale; h) formula un parere sull'adeguatezza degli accordi di riassicurazione; i) contribuisce ad applicare in modo efficace il sistema di gestione dei rischi di cui all'articolo 30-bis, in particolare con riferimento alla modellizzazione dei rischi sottesa al calcolo dei requisiti patrimoniali di cui al Titolo III, Capo IV-bis, e alla valutazione interna del rischio e della solvibilità di cui all'articolo 30-ter.

In relazione alle funzioni, è stato rilevato che la struttura verticale, per l'appunto articolata per funzioni, può porre alcune criticità ai fini della gestione dei processi con i quali occorre dare risposta al cambiamento esterno e del mercato, dal momento che la risposta a tale cambiamento deve essere globale e tempestiva e il coordinamento delle differenti funzioni si presta a volte complesso e non compatibile con i tempi necessari²⁶⁵.

Nel solco della tendenza generale, trasversalmente riscontrabile, ad anticipare i “segnali di allarme” della crisi, anche il c.a.p. riformato impone l'adozione di “*misure ragionevoli idonee a garantire la continuità e la regolarità dell'attività esercitata, inclusa l'elaborazione di piani di emergenza*”. Anche in quest'ultimo frangente è inserita una clausola di “adeguatezza” dei sistemi per elaborare i piani di emergenza, al pari degli assetti organizzativi.

Come recentemente sottolineato in dottrina con riferimento al sistema bancario, tale tipo di legislazione, attraverso l'uso di tali aggettivazioni apre le porte a sindacati giudiziali assai discrezionali. Se infatti appare fuor di dubbio, sia nel diritto comune che nel diritto speciale, la sindacabilità della totale mancanza di assetti adeguati, più

²⁶⁵ Così L. Selleri, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, op. cit., 613, ove anche il riferimento al problema in termini di “*functional sylos structures*”.

perplessità sono emerse in punto di inadeguatezza degli assetti predisposti per l'amministrazione della società²⁶⁶.

A riguardo, si è sostenuto che “la rilevanza assunta, nel diritto dell'impresa, da concetti come organizzazione, funzioni, procedure (di svolgimento dell'attività), controlli (intesi, classicamente, come verificazioni della regolarità di svolgimento di una funzione) e valutazione dei risultati sia consustanziale alla centralità assegnata all'impresa come fenomeno autonomo (sotto il profilo giuridico e, prima, dell'economia aziendale) e distinto dalle forme – individuale, societaria, per azioni o cooperativa etc. – che può assumere la sua gestione (sulle quali si è in passato concentrata la dottrina)”²⁶⁷.

Il rischio di tale procedimentalizzazione è la “fortissima burocratizzazione di tutti i rapporti e processi interni, decisionali ed operativi”²⁶⁸, che potrebbe comportare il pericolo che la gestione dei rischi di impresa si traduce in un esercizio di “blind, standardised box ticking”²⁶⁹.

Sotto il profilo più squisitamente procedurale, se da un lato vengono confermati gli obblighi preventivi di comunicazione ad IVASS degli accordi di esternalizzazione delle funzioni essenziali o importanti e di quelle fondamentali, vengono previsti dall'altro vari presidi organizzativi e contrattuali, volti a monitorare costantemente le attività esternalizzate, la loro conformità alle disposizioni di legge e di regolamento, alle direttive e alle procedure aziendali, ai limiti di rischio e tolleranza fissati dall'impresa dei quali è responsabile, in ultima analisi, l'organo amministrativo. L'organo amministrativo oltre ad approvare le politiche di esternalizzazione è altresì chiamato ad approvare quelle di sub-esternalizzazione, non contemplate dal precedente

²⁶⁶ C. Amatucci, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643, il quale rileva: “Ora, l'evidenza di assetti dimostratisi inadeguati emergerà - contrariamente alla loro mancanza, immediatamente percepibile - solo allorquando determinate decisioni degli amministratori risulteranno poco informate, poco istruite, poco documentate. Quando sarà andato in corto circuito il flusso informativo, nel senso che non funzioneranno le procedure per la trasmissione delle informazioni agli amministratori”.

²⁶⁷ S. Amorosino, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, op.cit., 215.

²⁶⁸ S. Amorosino, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, op.cit., 215

²⁶⁹ P. Manes, *Corporate governance, the approach to risk and the insurance industry under Solvency II*, in M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, *Il Mulino*, Bologna, 2017, 109.

regolamento. Rimangono fermi i poteri dell'IVASS di vietare l'esternalizzazione qualora, ad esempio, il fornitore non abbia i requisiti previsti dal testo del documento in consultazione.

3.2.1. I “sotto-insiemi” del sistema di governo societario: il sistema di gestione dei rischi, il sistema dei controlli interni e la presenza dei comitati endoconsiliari

Nell'ambito del dettagliato sistema di governo societario dell'impresa assicurativa sono previsti e disciplinati alcuni sotto-sistemi che rappresentano in parte un terreno di comunanza con altri settori (è il caso, per esempio, del sistema dei controlli interni, analogamente previsto in ambito bancario) e in parte, invece, sono espressione delle peculiarità dell'impresa assicurativa e della sua attività come precedentemente descritta (sistema di gestione dei rischi) che nel complesso, in virtù dello schema di regolamento 2/2017, rientrano nell'ampio concetto di governo societario la cui struttura dovrà essere proporzionata alla natura, portata e complessità dei rischi aziendali, attuali e prospettici e in relazione al quale sono stati ridefiniti i compiti dei diversi organi (organo amministrativo, comitato per il controllo interno e i rischi, alta direzione e organo di controllo).

Si tratta di un sistema policentrico caratterizzato dalla compresenza di molte funzioni e di numerosi soggetti deputati all'espletamento delle medesime²⁷⁰. In linea generale, inoltre, rispetto al regolamento 20/2008, lo schema di regolamento 2/2017: (i) ha rafforzato il ruolo propulsivo dell'organo amministrativo e, al tempo stesso, di coordinamento delle varie funzioni aziendali. Spetta ora all'organo amministrativo evitare la sovrapposizione degli incarichi assegnati alle predette funzioni, definire il sistema degli obiettivi di rischio e del fabbisogno di solvibilità, approvare la politica di gestione del capitale, assicurare la presenza di membri indipendenti, privi di deleghe esecutive, all'interno del consiglio di amministrazione, etc., nonché la revisione periodica annuale del sistema di governo; (ii) ha previsto l'obbligatoria costituzione

²⁷⁰ Al di fuori del settore assicurativo parla di “molti personaggi in cerca di un coordinatore”, N. Abriani, *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in *Corporate governancee 'sistema dei controlli interni' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, 100. In ambito assicurativo, come si avrà modo di illustrare infra, il problema del coordinamento è risolto in via normativa.

del comitato per il controllo interno ed i rischi, sempre che ciò sia appropriato in relazione alla natura, portata e complessità dell'attività d'impresa e dei rischi da questa assunti e tenuto conto della presenza, in maggioranza, di amministratori non esecutivi e indipendenti, ai quali affidare funzioni conoscitive, consultive e propositive.

Procedendo secondo la sequenza codicistica, l'interprete incontra dapprima la disciplina del sistema di gestione dei rischi contenuta all'art. 30-bis c.a.p. con il quale il legislatore, prendendo atto della centralità del rischio (in tutte le sue forme, e, quindi, non solo quella prevalente di rischio di credito come nell'ambito bancario, ma anche di rischio demografico, rischio di contagio, etc...), impone un sistema²⁷¹ comprendente *“le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessari per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi a livello individuale ed aggregato, ai quali l'impresa è o potrebbe essere esposta, nonché le interdipendenze tra i medesimi”*. Tale sistema, inoltre, deve essere *“correttamente integrato nella struttura organizzativa e nei processi decisionali dell'impresa, tenendo in adeguata considerazione il ruolo dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dell'impresa o altre funzioni fondamentali”*²⁷².

Come per il sistema di governo societario, anche il sistema di gestione dei rischi, che del primo fa parte, viene delineato attraverso l'inclusione di alcuni requisiti minimi. In particolare, è imposto all'impresa, in coerenza con la visione olistica e dinamica cui si

²⁷¹ L'attività di gestione dei rischi (risk management) all'interno dell'impresa è stata a lungo ignorata dalla tradizione giuridica trovando invece il proprio terreno elettivo negli studi aziendalistici e di economia più in generale: D. L. Eckles, R. E. Hoyt, S. M. Miller, *The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: evidence from the insurance industry*, in *Journal of banking and finance*, 2014, 49, 409-423; L. Selleri, *L'enterprise risk management quale sistema di protezione e di creazione del valore*, in *Economia aziendale online*, 2016, 153-163. Per alcune riflessioni sul simile problema del risk management nel settore bancario, G. Ferrarini e M. Siri, *Il governo societario delle banche dopo la crisi finanziaria*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il “futuribile”*, Giuffrè, 2016, 98 secondo i quali le ragioni della disciplina speciale della *governance* nelle banche sono *“non solo in considerazione della loro specialità, bensì in quanto esse presentano problemi di risk management sui quali un consiglio di amministrazione può esercitare un'efficace sorveglianza”*.

²⁷² La nuova legislazione conferma l'importanza dell' *“asse del rischio”* che accomuna il settore assicurativo a quello bancario su cui F. Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, *op. cit.*, 298: *“Se si vuole trovare un filo conduttore nell'affresco appena tratteggiato si può senz'altro fare riferimento alla necessità di conoscere, controllare e prevenire il rischio in tutte le sue molteplici manifestazioni: è questa la preoccupazione principale di tutte le politiche di regolamentazione, che se insistono su molti e fin troppo frastagliati profili, inevitabilmente si concentrano in prima battuta sulla funzione di amministrazione e controllo, ritenuta l'architrave di un governo societario coerente con i nuovi canoni prudenziali e di vigilanza”*.

ispira tutta Solvency II, di considerare i rischi da includere nel calcolo del Requisito Patrimoniale di Solvibilità e quelli che sono integralmente o parzialmente esclusi da tale calcolo e di “considerare”: i) i rischi derivanti dalla sottoscrizione e costituzione di riserve tecniche; ii) dalla gestione integrata delle attività e delle passività (*asset-liability management*); iii) investimenti, in particolare strumenti finanziari derivati e impegni simili; iv) gestione dei rischi di liquidità e di concentrazione; v) gestione dei rischi operativi; vi) riassicurazione e altre tecniche di mitigazione del rischio.

Nell’ambito del sistema di gestione dei rischi, inoltre, ampio spazio di disciplina è dedicato ad una delle più importanti novità portate da Solvency II, ovvero la valutazione interna del rischio e della solvibilità dell’impresa, ritenuta parte integrante della strategia operativa dell’impresa e tassello sistematicamente rilevante nell’ambito delle proprie decisioni strategiche (art. 30-ter c.a.p).

Secondo quello che potrebbe essere definito una sorta di principio di “autoresponsabilità imprenditoriale”, il legislatore infatti impone all’impresa assicurativa non dei requisiti patrimoniali fissi e validi sempre, bensì delle tecniche di calcolo di “patrimonialità” attraverso le quali l’impresa stessa deve individuare, sulla base delle proprie specificità strutturali, operative e strategiche, il fabbisogno di solvibilità globale.

Quanto al sotto-sistema dei controlli interni, occorre premettere che il tema è stato oggetto di numerosissimi studi in ambito bancario: posto al centro delle novità normative sulla *governance* dell’impresa²⁷³, definito quale “segmento, e fulcro degli assetti organizzativi adeguati”²⁷⁴, il sistema dei controlli interni si colloca nell’ambito di quella che è stata etichettata come una sorta di ‘competenza concorrente’, “trattandosi sempre sia nel diritto amministrativo sia nel diritto commerciale e

²⁷³ Per un’analisi del sistema, P. Montalenti, *Il sistema dei controlli interni nel settore assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, I, 193 ss a parere del quale le norme in materia “potrebbero essere prese in considerazione anche dal legislatore per una auspicabile riforma della materia nel diritto comune”.

²⁷⁴ P. Montalenti e O. Cagnasso, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, op. cit., 2.

societario di studiare l'esercizio di un potere, da una parte pubblico dall'altra privato²⁷⁵.

L'art. 30-quater c.a.p., sul punto impone all'impresa di dotarsi di un efficace sistema di controllo interno che comprenda almeno "la predisposizione di idonee procedure amministrative e contabili, l'organizzazione di un adeguato sistema di trasmissione delle informazioni per ogni livello dell'impresa, nonché l'istituzione della funzione di verifica della conformità dell'attività dell'impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali, la quale svolge l'attività di consulenza al consiglio di amministrazione sull'osservanza delle norme legislative, regolamentari e delle norme europee direttamente applicabili, effettua la valutazione del possibile impatto sulle attività dell'impresa derivanti da modifiche del quadro normativo e degli orientamenti giurisprudenziali e identifica e valuta il rischio di non conformità"²⁷⁶.

La materia dei controlli interni, anche nel settore assicurativo, così come in quello bancario²⁷⁷, rappresenta inoltre l'emblema del parziale "rovesciamento di fonti" cui si assiste in tali settori. La dettagliata normativa secondaria, infatti, lungi dal limitarsi a specificare alcuni profili sanciti a livello primario, rappresenta un vero e proprio corpus di disciplina sostanzialmente nuovo e "completo"²⁷⁸. Il riferimento è al Regolamento ISVAP n. 20, del 26 marzo 2008 in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* e esternalizzazione, frutto della decisione dell'attuale IVASS di anticipare alcuni aspetti di Solvency II con riferimento al sistema dei controlli interni²⁷⁹. Il regolamento è stato modificato e integrato nel 2014²⁸⁰ recependo

²⁷⁵ G. Morbidelli, *Introduzione*, in *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, VI. Parte degli studi economici ha evidenziato che "La commistione tra gestione e controllo, espressione di un unico organo, lascia dubbi sulla reale operatività dell'assetto di governo", così M. T. Bianchi, *Governanceed azienda*, in *Saggi sui grandi temidella corporate governance*, a cura di C. Tedeschi, Giuffrè, Milano, 2013, 146.

²⁷⁶ Distingue la nozione di controllo (quale verifica puntuale e diretta) e di vigilanza (quale funzione di sintetica e generale sorveglianza) P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, *op. cit.*, 708.

²⁷⁷ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, 4 marzo 2008 disposizioni di Vigilanza per il governo delle banche e la circolare n. 285 del 19 dicembre 2013.

²⁷⁸ S. Amoroso, "Costituzione economica" e diritto amministrativo nel Codice delle assicurazioni, nel T.U. bancario e nel T.U. dell'intermediazione finanziaria, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, 2, 234.

²⁷⁹ S. Miani e F. Picher, *I controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, a cura di G. N. Mazzocco, Giappichelli, 2003, 60: "il sistema di controllo interno, al pari degli altri sistemi operativi, si configura come un insieme di norme, procedure e

espressamente i principi provenienti dal diritto dell'Unione Europea tra i quali, all'art. 4, dedicato agli obiettivi dei controlli interni, il principio di proporzionalità del sistema di governo societario e il principio della visione prospettiva e non solo attuale del rischio, unita alla tempestività del sistema di reporting delle informazioni aziendali. In secondo luogo, al comma 2-bis del medesimo art. 4 è stata introdotto il principio della “chiara separazione dei compiti e della responsabilità” degli organi sociali. La norma infatti prevede che *“I presidi relativi al sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi coprono ogni tipologia di rischio aziendale, anche secondo una visione prospettica ed in considerazione della salvaguardia del patrimonio. La responsabilità è rimessa agli organi sociali, ciascuno secondo le rispettive competenze. L'articolazione delle attività aziendali nonché dei compiti e delle responsabilità degli organi sociali e delle funzioni deve essere chiaramente definita”*.

Come evidenziato dalla esigua parte di dottrina che si è occupata del tema, si tratta di una disciplina particolarmente analitica che collega strettamente (in materia di controlli interni, di componenti del sistema, di flussi informativi, di gestione dei rischi, di esternalizzazione) le regole aziendalistiche con i precetti normativi e affronta con una disposizione specifica (art. 17), il tema del coordinamento tra organi di controllo affidato ad un regolamento del consiglio di amministrazione. La norma prevede espressamente che “l'organo amministrativo definisce e formalizza i collegamenti tra le varie funzioni a cui sono attribuiti compiti di controllo” e rinvia dunque alla autonomia privata la “soluzione di uno dei problemi più delicati in materia di amministrazione e controllo, area del diritto societario su cui incombe il grave interrogativo se la pluralità di istanze di controllo stimoli sinergie virtuose o produca invece inefficienti sovrapposizioni o duplicazioni”²⁸¹.

programmi che, accanto alla struttura organizzativa (elemento strutturale), intesa come l'articolazione coordinata degli organi aziendali e dei compiti e responsabilità loro assegnati, guida il comportamento delle persone che svolgono le combinazioni economiche aziendali, dando congiuntamente origine all'assetto organizzativo dell'ente/azienda”.

²⁸⁰ Sulla novità regolamentare, A. Minto, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina dei controlli interni*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2014, 4, 653 ss.

²⁸¹ Così P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 6, 725-726; e in precedenza P. Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, *op. cit.*, 402 il quale rileva che l'art. 17 del Regolamento 20/2008 ha anticipato il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A.

Il ruolo centrale della disposizione è ripreso e amplificato dallo schema di regolamento IVASS 2/2017²⁸² “reccante disposizioni in materia di sistema di governo societario” che riprenderà le disposizioni, compatibili con il nuovo quadro normativo primario: *i*) del menzionato Regolamento n. 20 del 26 marzo 2008; *ii*) del Regolamento ISVAP n. 39 del 9 giugno 2011 relativo alle politiche di remunerazione; *iii*) nonché della Circolare ISVAP n. 574/2005 in materia di riassicurazione passiva che saranno, pertanto, abrogati a seguito dell’entrata in vigore del Regolamento.

Nell’ambito dell’ampio e ricco art. 5, infatti, dedicato all’organo amministrativo, lo schema specifica l’importanza del coordinamento tra controlli al comma 2, lettera i), n. 3, ai sensi del quale l’organo amministrativo deve approvare un documento in cui siano definiti “nel caso in cui gli ambiti di attività presentino aree di potenziale sovrapposizione o permettano di sviluppare sinergie, le modalità di coordinamento e di collaborazione tra di essi e con le funzioni operative. Nel definire le modalità di raccordo, le imprese prestano attenzione a non alterare, anche nella sostanza, le responsabilità ultime degli organi sociali rispetto al sistema di governo societario”.

Lo schema di regolamento inoltre esplica il ruolo dei diversi attori della *governance* assicurativa assicurando l’interdipendenza dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi (componenti del sistema di governo societario) e rafforza la centralità dell’organo amministrativo responsabile ultimo del sistema di governo societario che definisce le direttive, approva l’assetto organizzativo, curandone l’adeguatezza nel tempo e verificando che i compiti e le responsabilità siano adeguati, estendendo, tra l’altro, l’autovalutazione della propria adeguatezza (circa la numerosità, la composizione, la funzionalità) alla presenza numericamente adeguata, in relazione all’attività svolta, di amministratori indipendenti.

Il regolamento introduce inoltre alcune misure specificamente dedicate al cyber risk che a causa dell’avvento della c.d. fin-technology sta assumendo sempre maggiore

prevedendo espressamente che “l’organo amministrativo definisce e formalizza i collegamenti tra le varie funzioni a cui sono attribuiti i compiti di controllo”.

²⁸² Documento di consultazione n. 2/2017 disponibile sul sito www.ivass.it. La novella a livello di normativa secondaria si è resa necessaria a seguito delle linee guida emanate da EIOPA nel 2015 e della parallela evoluzione della normativa bancaria.

rilievo in tutto il sistema finanziario²⁸³. Nell'ambito dei controlli interni, infatti, l'articolo 16 è specificamente dedicato ai sistemi informatici ed alla cyber security prevedendo, peraltro, che l'organo amministrativo dovrà predisporre (tra le altre) la politica di data *governance* da coordinare con la politica delle informazioni statistiche e che eventuali gravi incidenti di sicurezza informatica dovranno essere tempestivamente comunicati ad IVASS.

Il sistema sin qui delineato si combina ed integra con le ulteriori previsioni dedicate alla presenza (facoltativa) dei c.d. comitati endoconsiliari. Si tratta di strutture interne al consiglio di amministrazione "con compiti istruttori e consultivi in relazione a materie rispetto alle quali è particolarmente avvertita l'esigenza di approfondimento, specializzazione e terzietà nel giudizio da parte dello stesso consiglio"²⁸⁴. Tale peculiarità è presente anche nella disciplina bancaria che include, nell'ambito delle disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia (circolare 285/2013) il comitato nomine, il comitato remunerazioni e il comitato rischi²⁸⁵.

Il codice delle assicurazioni private rimane silente sul punto, demandando alla regolamentazione secondaria la loro disciplina. Il Regolamento 20/2008 sopra menzionato si occupa unicamente all'art. 6 del "Comitato per il controllo interno" prevedendo che "per l'espletamento dei compiti relativi al sistema dei controlli interni, l'organo amministrativo può costituire un Comitato di controllo interno, composto da

²⁸³ K. N. Johnson, *Cyber risks: emerging risk management concerns for financial institutions*, in *Georgia law review*, 2015, 131-142.

²⁸⁴ C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Corporate governancee 'sistema dei controlli interni' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, 157; sul tema anche M. Stella Richter, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260.

²⁸⁵ V. Calandra Buonauro, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impresa società*, 2015, 1, ove è sottolineato che nonostante la mancata attribuzione di poteri decisionali ai comitati corrisponda alla volontà legislativa di mantenere separata la funzione di supervisione strategica e di controllo del risk management, nonché di investire l'intero organo collegiale della responsabilità strategica e di controllo concernente il governo dei rischi, possono sorgere dubbi circa le conseguenze sul piano della responsabilità in relazione all'attività di tali comitati: "Non bisogna trascurare il fatto che i comitati, pur non avendo competenze decisionali, sono investiti di compiti che li portano ad acquisire, anche attraverso il diretto contatto con le diverse funzioni aziendali, dati e informazioni che soltanto in forma sintetica e con contenuti più limitati, vengono estesi all'intero organo collegiale. Ne consegue una inevitabile asimmetria informativa tra i membri del comitato e gli altri amministratori che si traduce in un sostanziale affidamento del consiglio sul corretto svolgimento dell'attività istruttoria e di controllo svolta dal comitato".

amministratori non esecutivi, preferibilmente indipendenti ai sensi dell'articolo 2387 codice civile, al quale affidare funzioni consultive e propositive"; che "in particolare il Comitato di controllo interno assiste l'organo amministrativo nella determinazione delle linee di indirizzo del sistema dei controlli interni, nella verifica periodica della sua adeguatezza e del suo effettivo funzionamento, nell'identificazione e gestione dei principali rischi aziendali"; e che "l'organo amministrativo definisce la composizione, i compiti e le modalità di funzionamento del Comitato. L'istituzione del Comitato di controllo interno non solleva l'organo amministrativo dalle proprie responsabilità".

Accanto al comitato per il controllo interno, il regolamento n. 39/2011 relativo alle politiche di remunerazione si occupa invece del Comitato remunerazioni all'art. 8, sancendo che: - "le imprese di maggiore dimensione o complessità costituiscono all'interno del consiglio di amministrazione il comitato remunerazioni, composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ai sensi dell'articolo 2387 del codice civile"; - "Il consiglio di amministrazione definisce la composizione, i compiti e le modalità di funzionamento del comitato remunerazioni. L'istituzione del comitato non solleva il consiglio di amministrazione dalle proprie responsabilità in materia"; - "Il comitato remunerazioni, tra l'altro: a) svolge funzioni di consulenza e di proposta nell'ambito della definizione delle politiche di remunerazione e formula proposte in materia di compensi di ciascuno degli amministratori investiti di particolari cariche; b) verifica la proporzionalità delle remunerazioni degli amministratori esecutivi tra loro e rispetto al personale dell'impresa".

La disciplina dei comitati sarà meglio unificata e inserita in un quadro unico con l'entrata in vigore del menzionato regolamento 2/2017, il quale si occupa anche all'art. 5, comma 2, lettera u) di prevedere che l'organo amministrativo "assicura che sussista un'ideale e continua interazione tra tutti i comitati istituiti all'interno dell'organo amministrativo stesso, l'alta direzione e le funzioni fondamentali, anche mediante interventi proattivi per garantirne l'efficacia".

Prima di svolgere qualche nota conclusiva circa l'assetto complessivo delle norme citate, occorre evidenziare, quanto al comitato di controllo rischi, esso rivela uno dei tratti distintivi della nuova regolazione, ovvero l'obbligo di gestione del rischio in maniera prudente che sta caratterizzando gli ordinamenti dei paesi più industrializzati a

seguito delle crisi finanziarie del 2007-2008²⁸⁶: il suo ruolo e i suoi obblighi infatti potrebbero porre problemi di compatibilità con il sindacato di merito della scelta gestoria e più in generale con l'incertezza che un approccio ex post potrebbe portare nel valutarlo²⁸⁷.

Da quanto sin qui illustrato, nel complesso, emerge come lo schema di regolamento 2/2017 miri esplicitamente a rafforzare i requisiti qualitativi di gestione, che unitamente ai requisiti prudenziali di tipo quantitativo, rappresentano i presidi a salvaguardia della stabilità delle imprese e dei gruppi.

In linea con il principio di proporzionalità, si mira a garantire che a maggiore rischiosità e complessità – a livello di impresa e/o, ove rilevante, di gruppo – corrispondano presidi rafforzati di governo aziendale, e che per contro siano adottate soluzioni organizzative semplificate in presenza di profili di rischio contenuto e strutture operative semplificate.

In modo significativo la proposta di regolamento individua esemplificativamente otto ipotesi così in parte indirizzandosi verso un approccio più “casistico” nella definizione degli assetti di governo²⁸⁸: i) adozione di un modello interno o l'utilizzo di parametri specifici d'impresa (USP - *Undertaking-Specific Parameters* per il calcolo del Requisito Patrimoniale di Solvibilità); ii) perseguimento di strategie complesse di gestione degli attivi (ad esempio, fondate sull'uso di derivati o su attivi illiquidi o con

²⁸⁶ R. F. Weber, *An alternative story of the law and regulation of risk management*, in *University of Pennsylvania journal of business law*, 2013, 1005-1074 il quale sottolinea che già a metà degli anni 90 diventò plausibile riferirsi al tema come a una “nuova religion” e esamina la storia di quell'ache è ritenuta una sorta di fede delle autorità pubblica nei confronti delle banche a che queste controllino i propri rischi.

²⁸⁷ Per la inconfigurabilità del dovere di gestire il rischio finanziario nelle società non operanti nei settori finanziari, in specie nell'ambito dell'ordinamento del Delaware, C. Hurt, *The duty to manage risk*, in *Journal of corporation law*, 2014, 39, 253 ss: “In limiting the duty of care through the business judgment rule, courts and legislatures have expressed a disinterest in, and even an opposition to, judicial interference with internal business decisions. Expanding the reach of the duty of loyalty to encompass monitoring employees' decisions involving financial risk is inconsistent with the existence of the business judgment rule. [...] Additionally, a duty to monitor risk implies, rightly or wrongly, that there is an optimal amount of risk, at least for a specific firm. Perhaps this amount varies from firm to firm, time to time, or industry to industry, but at any moment there is a perfect amount of risk, or perhaps an acceptable band of risk. If so, then shareholders should be able to bring an action not only for exceeding the acceptable band of risk, but also for not meeting it”.

²⁸⁸ Evidenzia l'uso di un sempre più frequente approccio casistico anche nella ricerca e nelle analisi svolte in letteratura, F. Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, op. cit., 298.

scadenze poco allineate alle passività); *iii*) esercizio congiunto dei rami vita e danni; *iv*) complessità dei rami assicurativi esercitati (denotata, ad esempio, da elevato rischio di sottoscrizione o elevata volatilità; *v*) consistente operatività transnazionale (soprattutto se esercitata in paesi extra SEE/con sistemi di vigilanza non equivalenti) o intersettoriale; *vi*) commercializzazione di prodotti complessi (ad esempio, *unit-linked* con garanzia di rendimento, prodotti a lunga scadenza o di difficile tariffazione); *vii*) quotazione di strumenti su mercati regolamentati; *viii*) composizione azionaria instabile²⁸⁹.

È stato evidenziato che la novella regolamentare dell'Ivass rende conto della centralità che sta acquisendo il tema del governo del rischio e si pone sulla scia di una tendenza regolamentare che si dimostra attenta a mantenere separate le regole di organizzazione corporativa (*corporate governance*) da quelle disciplinanti l'organizzazione dei processi decisionali interni (*internal governance*), ossia l'insieme delle regole organizzative rimesso alle cure degli amministratori e che ricomprende quanto necessario ai diversi organi sociali per svolgere efficacemente il proprio ruolo²⁹⁰.

3.2.2. La gestione delle polizze: sulla vita e contro i danni

Delineate brevemente la composizione e le attività del consiglio di amministrazione complessivamente considerato, alcune riflessioni sull'oggetto di tali attività può contribuire a completare il quadro d'insieme della *governance* assicurativa.

Il legislatore infatti pone dei vincoli nella modalità di gestione sia di alcune tipologie di polizze, sia degli investimenti; vincoli che, dunque, riducono il margine di azione gestoria in tali imprese e concorrono alla qualificazione delle medesime in termini di specialità.

A tal proposito, come osservato, “la gestione caratteristica dell'impresa assicurativa risulta dalla combinazione produttiva dei processi assicurativi e dei processi d'investimento, atteso che, tramite la gestione integrata di detti processi, essa mira alla

²⁸⁹ Sui profili di novità del nuovo schema di Regolamento, F. Montemaggiori e S. Butera, *La governance delle imprese di assicurazione. Le novità regolamentari*, in Seminari IVASS, 24 ottobre 2017, disponibile al sito www.ivass.it.

²⁹⁰ A. Minto, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina dei controlli interni*, *op. cit.*, 662-663.

produzione di valore nel tempo”²⁹¹.

In linea generale, la vigilanza poi sull’attività assicurativa risente anche della strutturale e fondamentale dicotomia tra i due tipi di attività assicurativa, ovvero l’assicurazione vita e l’assicurazione contro i danni. Quanto alla prima, come anticipato, già nel secolo scorso, si è posto il problema dei suoi rapporti con la svalutazione monetaria. Identificandosi infatti nel provvedere per il caso di sopravvivenza quando le risorse normali vengono a mancare e nel provvedere per il caso di morte, a favore dei superstiti, qualificata da taluni alla stregua di una scommessa ma criticata da autorevole dottrina²⁹².

Le norme del c.a.p., come modificate a seguito di Solvency II, intervengono in ambito di gestione delle polizze, limitando la modalità di determinazione delle tariffe nei particolari settori delle polizze vita (artt. 32 e 33) e delle polizze relative a responsabilità civile veicoli e natanti (art. 35).

Partendo da queste ultime, Solvency II ha introdotto la possibilità di determinare le loro tariffe ricorrendo a rilevazioni statistiche di mercato qualora l’impresa non disponga di basi tecniche proprie per effettuare il calcolo e ciò attraverso la funzione attuariale normativamente tipizzata. È stato abrogato dunque il precedente art. 34 ai sensi del quale l’impresa era costretta a incaricare un attuario per la verifica preventiva delle tariffe e delle riserve tecniche relative ai rami in questione.

Solvency II pertanto ha imposto, in condizioni di incertezza, una valutazione che sia “*market consistent*” ovvero effettuata tenendo conto delle condizioni del mercato.

In parallelo, quanto alle riserve tecniche, le norme sono state modificate da Solvency II, che ha abrogato la norma che prima distingueva tra riserve tecniche a copertura del ramo vita e quelle a copertura del ramo danni²⁹³, e ha inserito una nuova norma di

²⁹¹ L. Selleri, *Impresa di assicurazione e strategie di valore*, Etas, 2003, 4.

²⁹² F. Santoro Passarelli, *Assicurazione sulla vita e svalutazione monetaria*, in *Libertà e autorità nel diritto civile*, Cedam, Padova, 1977, 164. “Qualcuno [...] ha detto addirittura che l’assicurazione sulla vita è una scommessa. E’ una affermazione del tutto errata, perché la scommessa non trova il rischio, non trova il pericolo del sinistro, lo crea; mentre l’assicurazione sulla vita trova il pericolo, il rischio, e lo elimina: lo elimina in quella maniera indiretta che risulta dalle parole, che ho riferite, di Amoroso”.

²⁹³ Sia la legge del 1923 che il testo unico del 1959 hanno sempre mantenuto la diversità delle due discipline anche se si è registrata una tendenza all’attenuazione di tale confine già nel 1984, G.

disposizioni generali in materia di riserve tecniche (art. 36-bis c.a.p.) ai sensi del quale “l’impresa costituisce riserve tecniche sufficienti a far fronte ad ogni impegno assicurativo e riassicurativo derivante dai contratti di assicurazione o riassicurazione nei confronti dei contraenti, degli assicurati, dei beneficiari e degli aventi diritto a prestazioni assicurative, secondo le disposizioni stabilite dall’IVASS con regolamento.

Quanto al calcolo di tali riserve, è previsto che siano utilizzati, in modo coerente con le valutazioni di mercato, le informazioni fornite dai mercati finanziari e i dati generalmente disponibili sui rischi di sottoscrizione e che il calcolo sia effettuato in modo “prudente, affidabile ed obiettivo” (art. 36-bis c.a.p.).

In linea di massima, anche in tale settore Solvency II prende atto dei fenomeni finanziari che tradizionalmente caratterizzano le assicurazioni e interviene con numerose disposizioni tese ad “aggiustare” le possibili distorsioni che tali fenomeni potrebbero determinare sulla solvibilità dell’impresa²⁹⁴.

Accanto alle disposizioni generali in materia di riserve tecniche, il codice delle assicurazioni private dà coerentemente rilievo anche alle diversità che intercorrono tra polizze vita e polizze contro i danni. Per quel che qui rileva, appare determinante non tanto il fatto che vengano impiegati mezzi matematici più elaborati (si è sostenuto in passato), bensì che esse vengono abitualmente abbinata ad operazioni di risparmio²⁹⁵.

Quanto specificamente alle polizze vita, alcune notazioni si rendono necessarie per meglio comprendere la peculiare attenzione legislativa dedicata a tale settore. Tali polizze infatti rappresentano una porzione importante del mercato assicurativo²⁹⁶: secondo una recente pubblicazione IVASS, in particolare, le polizze sulla durata della

Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell’intermediazione finanziaria*, op. cit., 37.

²⁹⁴ Art. 36-quinquies “*Aggiustamento di congruità della pertinente struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio*”; art. 36-septies “*Aggiustamento per la volatilità della pertinente struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio*”, art. 36-decies “*Valutazione delle garanzie finanziarie e delle opzioni contrattuali incluse nei contratti di assicurazione e di riassicurazione*”.

²⁹⁵ B. De Finetti, *Economia delle assicurazioni*, op. cit., 285 il quale evidenzia a riguardo che: “Di per sé, la componente assicurativa (o componente rischio) non presenta differenze con gli altri casi: la differenza essenziale è la presenza (in varia forma) della componente risparmio e, di conseguenza, il fatto che l’operazione abbia (generalmente) lunga durata”.

²⁹⁶ R. S. J. Koijen e M. Yogo, *Risk of life insurers*, in *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, a cura di F. Hufeld, R. S. J. Koijen e C. Thimann, Oxford University, 2016, 80 ss.

vita umana c.d. “pure” e quelle le cui prestazioni sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o altri valori di riferimento (dunque, rami I e III) nel periodo intercorrente tra il 2011 e il 2016 hanno rappresentato il 95,5 % dell’intero portafoglio vita²⁹⁷.

Ai sensi del nuovo art. 30-novies l’impresa, per ciascuna nuova tariffa, deve operare le valutazioni dei rischi assicurabili, delle ipotesi poste a base del calcolo dei premi, della redditività attesa e dell’equilibrio tariffario atteso e dette valutazioni devono formare oggetto di una relazione tecnica da conservare presso l’impresa. Come già evidenziato, infatti, entrano in gioco “nuovi criteri di calcolo dei valori («mark to market» e «mark to model»), nuove grandezze (il «solvency capital requirement» e il «risk margin»), nuove logiche per qualificare i rischi («hedgeable», «non-hedgeable risk»)»²⁹⁸, principi che a loro volta sono meglio specificati nei regolamenti emanati da IVASS²⁹⁹.

Tali polizze, risolvendosi in contratto a lungo termine, in virtù dei quali l’assicuratore si obbliga a pagare una determinata somma al verificarsi dell’evento legato alla vita umana, sono tendenzialmente esposti alla svalutazione monetaria³⁰⁰. Da tale fenomeno economico è derivata, quindi, l’introduzione di tecniche di mitigazione di tale rischio

²⁹⁷ Comunicato stampa IVASS, 18 agosto 2017, disponibile al sito www.ivass.it

²⁹⁸ L. D’Agostino, *Il profit test “Solvency II compliant”, delle polizze sulla vita. Problemi di metodo, di calcolo, di organizzazione*, in *Banca impresa società*, 2014, 1, 43 ss.

²⁹⁹ In passato alcune critiche sono state sollevate circa la creazione di un patrimonio destinato dentro l’impresa assicurativa per garantire la solvibilità delle polizze *life linked*, evidenziando come così operando, attraverso l’introduzione dell’art. 187 c.a.p., si rende la compagnia di assicurazione gestore di fondi comuni di investimento e cioè di risparmio puro. A. Gambino, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Impresa e società, Studi dedicati a Federico Martorano*, a cura di A. Bassi, U. Belviso, E. Bocchini, D. Buonomo, F. Di Sabato, G. Laurini, M. Sandulli, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2006, 524 il quale specifica che in conclusione l’impresa di assicurazione non garantisce mai il risultato dell’investimento e segnala il rischio di perdita del senso di garanzia assicurativa a tutela di beni essenziali degli assicurati con lo spostamento a favore di tecniche coerenti con la bolla finanziaria che avvolge il mondo in cui viviamo.

³⁰⁰ L. Selleri, *Impresa di assicurazione e strategie di valore, op. cit.*, 67: “Sino agli anni settanta i prodotti assicurativi vita si caratterizzavano per le *prestazioni di valuta* che essi prevedevano a beneficio dell’assicurato. In altri termini, quest’ultimo al verificarsi dell’evento o alla scadenza della copertura riceveva il capitale assicurato o la rendita indicata in polizza. Se teniamo conto che [...] i prodotti assicurativi vita hanno durata poliennale più o meno estesa, è evidente che lo scopo che sta alla base dell’acquisto del prodotto assicurativo vita – poter disporre in futuro di un dato volume di risorse finanziarie per soddisfare bisogni rapportati a quel tempo – può essere raggiunto dall’assicurato solo se la stabilità dei prezzi garantisce un valore reale al capitale o alla rendita assicurata. Ciò, ad evidenza, non si verifica in periodi contraddistinti da alti tassi d’inflazione, quando il continuo e rilevante aumento dei prezzi riduce drasticamente il valore reale dei valori assicurati”. L’A. poi evidenzia come la genesi delle polizze adeguabili sia avvenuta con la trasformazione delle prestazioni di valuta in prestazioni di valore.

al fine di garantire l'adempimento dell'assicuratore e a conservare nel l'esigenza fondamentale degli utenti il potere di acquisto del proprio risparmio³⁰¹. Le polizze vita si sono sempre più caratterizzate per una intrinseca composizione tra elemento di puro rischio e elemento di puro risparmio³⁰² e, non a caso, hanno rappresentato la prima sede in cui si è manifestato il fenomeno della bancassicurazione agli inizi del quale, tra la fine degli anni 80' e i primi anni 90', si sono costruite polizze su strumenti finanziari strutturati da banche e sono state distribuite da banche, in un periodo in cui la raccolta del ramo danni è rimasta appannaggio della rete tradizionale di agenti e broker assicurativi, probabilmente anche a causa del maggiore tecnicismo di tali polizze³⁰³.

La rilevanza dell'elemento di risparmio è stata da sempre oggetto di numerose analisi³⁰⁴ che hanno evidenziato come al pari di altri istituti finanziari, pur qualificati dalla materia della loro attività fondamentale, si trovano di fronte a problemi di movimento e investimenti di fondi³⁰⁵.

³⁰¹ G. Fanelli, *Saggi di diritto commerciale, Assicurazioni sulla vita e intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2001, 378. "Il collegamento della prestazione dell'assicurato [...] al valore del complesso delle attività corrispondenti alla riserva matematica relativa alla particolare categoria di contratti viene realizzato con due diversi, ma sostanzialmente analoghi, procedimenti e cioè: aa) all'interno dell'impresa, con la gestione contabilmente distinta delle attività suddette assunte dall'assicuratore [...]; bb) all'esterno dell'impresa, ancorando la prestazione assicurata alla partecipazione ad un determinato Fondo mobiliare ad accumulazione, [...]"

³⁰² B. De Finetti, *Economia delle assicurazioni, op. cit.*, 296: "[...] l'interpretazione dell'assicurazione vita come risultante di due componenti distinte – un'operazione di puro rischio e un'operazione di puro risparmio – va benissimo, ma con certe cautele". Nonostante le polizze danni, possano apparire in prima battuta estranee al dibattito circa la "finanziarietà" dell'impresa assicurativa, parte della dottrina ha evidenziato come in realtà anche tali polizze contribuiscano all'attività di intermediazione finanziaria posta in essere dalle imprese assicurative, G. Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 1984, 34. "E, in effetti, può anche ammettersi che da un punto di vista economico le disponibilità finanziarie che gli assicurati trasferiscono alle imprese per l'assicurazione contro i danni non costituiscano un risparmio in senso tecnico bensì una spesa per potere ottenere il servizio assicurativo; ma tale circostanza non pare sufficiente per escludere nell'attività delle imprese di assicurazione contro i danni le caratteristiche di un'attività di intermediazione finanziaria. Il che è vero almeno nel senso in cui la presenza di un'attività di intermediazione finanziaria diventa rilevante per l'ordinamento, soprattutto sotto il profilo del controllo pubblico previsto a tutela del risparmio".

³⁰³ A. Longo, *Commento sub art. 3*, in *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da F. Capriglione, vo. I, Cedam, Padova, 2007, 21.

³⁰⁴ In luogo di molti, M. Miola, *Il risparmio assicurativo*, Jovene, Napoli, 1988, 6 ss.

³⁰⁵ C. Arena, *Risparmio assicurativo e finanza pubblica*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 258-259: "La cospicua raccolta di risparmio, la formazione di forti riserve matematiche, l'impiego di queste nell'interesse, non esclusivo delle imprese assicuratrici private, ma degli assicurati, e sempre più secondo fini di generale interesse: ciò appunto costituisce le istituzioni assicurative tra le maggiori istituzioni finanziarie, spesso pubbliche, ma che anche quando non sono pubbliche, per l'accennata qualifica dell'oggetto della loro attività, non sono insensibili ai fini di pubblico interesse".

In termini di vigilanza su tali polizze, particolarmente attuale è ancora il pensiero di autorevole dottrina, secondo cui “quando noi parliamo di una vigilanza, di una disciplina di vigilanza unificata, bisogna evitare queste notti hegeliane in cui tutte le vacche sono nere, occorre invece rifarsi a un postulato della filosofia analitica che tanto spesso ci ricorda il professor Cassese, cioè che bisogna procedere per genere prossimo e per differenza specifica. In questa logica i prodotti assicurativi non possono diventare strumenti di azzardo speculativo, [...]. Se avvenisse questo [...], questo vorrebbe dire che le assicurazioni avrebbero tradito la loro funzione istituzionale, che le vuole dispensatrici di certezza, di sicurezza, [...]e non di rischi”³⁰⁶.

La commistione tra l’elemento puramente assicurativo che mira a garantire certezza per l’assicurato, e elemento speculativo, di investimento che invece crea incertezza, in termini di vigilanza, infatti, emerge dall’ art. 32 c.a.p. ai sensi del quale i premi relativi a tali assicurazioni devono essere calcolati sulla base di adeguate ipotesi attuariali che consentano all’impresa, mediante il ricorso ai premi e ai relativi proventi, di far fronte ai costi e alle obbligazioni assunte nei confronti degli assicurati e, in particolare, di costituire per i singoli contratti le riserve tecniche necessarie.

Nel calcolo delle riserve relative a tali polizze, Solvency II segna il passaggio dalla tecnica classica-deterministica alla nuova analisi di redditività (c.d. profit test). Il nuovo art. 33 del c.a.p. infatti, relativo ai tassi di interesse che possono essere garantiti nelle polizze vita, non prevede più la possibilità di comma 1 e 2. Nel calcolo dei costi della polizza, la riserva matematica non incide direttamente, bensì indirettamente andando a incidere sul costo del capitale per l’impresa: essa è costituita infatti a un importo al passivo che non può essere utilizzato.

Nel modello tradizionale, il calcolo del valore economico delle polizze l’incertezza è riconosciuta caratteristica soltanto degli eventi demografici e comportamentali (che condizionano il pagamento di premi e prestazioni); i tassi di interesse e di rendimento sono trattati come se fossero noti con certezza; il valore del contratto di polizza si ottiene calcolando il valore attuale degli importi futuri di premi e prestazioni

³⁰⁶ L. Desiderio, *Intervento in Legislazione bancaria finanziaria e assicurativa: passato, presente, futuro*, Atti del Convegno tenutosi a Roma, in *Quaderni giuridici*, Banca d’Italia, n. 72, 69.

(eventualmente rivalutati sotto l'ipotesi deterministica, lo «scenario»), ponderati con le probabilità di pagamento³⁰⁷.

Gli studi di tecnica finanziaria, che si occupano di regolare l'impiego degli investimenti che coprono le riserve matematiche, hanno dimostrato infatti che la dinamica dei saggi effettivi di rendimento rispetto ai saggi di interesse e le variazioni patrimoniali nel tempo rappresentano fenomeni che l'esperienza ha dimostrato importanti quanto le variazioni della mortalità umana nel tempo, e più di queste durante i periodi anormali del ciclo industriale e del conto economico dovuti ai fattori monetari e ad altre contingenze³⁰⁸. Il problema potrebbe sembrare squisitamente tecnico-economico, in realtà, come già evidenziato anni or sono³⁰⁹, i riflessi giuridici dei rilievi sopra accennati sono numerosi.

Infine occorre evidenziare che tanto nelle polizze vita quanto in quelle danni, è garantito il capitale minimo previsto nella polizza assicurativa. In ciò risiede infatti la natura assicurativa della operazione che non trasforma dunque l'assicurazione a premio in una specie di assicurazione mutua³¹⁰. Anche quando hanno un pronunciato contenuto finanziario, dunque, i prodotti offerti dalle imprese assicurative non cessano (o meglio, non dovrebbero cessare di essere assicurativi). Quindi anche nei prodotti del ramo vita “l'elemento speculativo non è mai sopravanzato dal profilo previdenziale (o riparatorio o indennitario) che è un limite operativo naturale dell'assicurazione. [...]

³⁰⁷ L. D'Agostino, *Il profit test "Solvency II compliant", delle polizze sulla vita. Problemi di metodo, di calcolo, di organizzazione, op. ult. cit.*, 47.

³⁰⁸ C. Casali, *La finanza dell'impresa di assicurazione vita*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 382.

³⁰⁹ A. Gambino, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita. Le polizze vita come prodotti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1985: Ciò significa che nell'assicurazione sulla vita è venuta in primo piano, perché tecnicamente ed economicamente affrontabile, la problematica connessa al processo inflazionistico. Questa problematica, se normalmente viene considerata di esclusiva natura tecnica ed economica, ha invece anche una valenza giuridica, concernendo la realizzazione della stessa funzione giuridica assicurativa”.

³¹⁰ G. Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento, op. cit.*, 232: “Se mancasse la garanzia di un capitale minimo nel senso su precisato verrebbe meno infatti la natura assicurativa dell'intera operazione, o, più precisamente, l'assicurazione si trasformerebbe da assicurazione a premio in una specie di assicurazione mutua, perché è soltanto questo tipo di assicurazione che può comportare la ripartizione tra gli assicurati dell'intero rischio di impresa”.

Ne consegue che l'assicurato, prima e più ancora che investitore, è da considerare fruitore di una prestazione³¹¹.

3.2.3. La gestione degli investimenti

Come già anticipato, il processo produttivo in ambito assicurativo è un processo contraddistinto da una certa tipicità, ovvero dalla priorità cronologica dei ricavi rispetto ai costi che pone all'impresa assicuratrice il problema di assegnare adeguato investimento alla rilevante massa di disponibilità liquide che vengono a formarsi nel corso della gestione aziendale. Si tratta, dunque, per l'impresa, di ottemperare, nella logica aziendalistica, “ai tre requisiti fondamentali, talora antitetici, di redditività, sicurezza e liquidità”³¹², un processo economico, in altri termini, fondato sulla “complementarietà tra la gestione assicurativa in senso tecnico e gestione patrimoniale dei premi incassati”³¹³.

Tradizionalmente, l'intervento pubblico in tali settori, a delimitazione della discrezionalità gestoria, ha imposto specifici obblighi sue due fronti: la predisposizione di attivi a copertura delle riserve tecniche (artt. 38-43 c.a.p. ante riforma) e del margine di solvibilità (artt. 44 e 44-bis c.a.p. ante riforma).

Quanto ai primi, l'art. 39 c.a.p., prima dell'intervento di Solvency II, *inter alia*, prevedeva al comma 2, che la valutazione degli attivi posti a copertura delle riserve tecniche fosse effettuata in modo prudente, tenendo conto del rischio di mancato

³¹¹ L. Desiderio, *L'ottica dell'ISVAP*, in *Assicurazione e prodotti finanziari*, a cura di G. Sacerdoti, Giuffrè, 2000, 112-113: “Non dirò [...] che la confezione e la distribuzione di prodotti assicurativi a largo spettro finanziario siano o debbano essere inibite alle imprese di assicurazione; non dirò neppure che debbano essere attività marginali. Sono esiti questi che toccherà al mercato definire. Dirò invece che in tali prodotti la componente finanziaria non potrà mai essere sovrachante rispetto alla connotazione dei prodotti assicurativi propriamente intesi, caratterizzati dalla certezza della prestazione al verificarsi dell'evento dedotto in contratto”.

³¹² Così A. Cappiello, *L'impresa di assicurazione. Economia, gestione, nuove regole di vigilanza*, FrancoAngeli, Milano, 2012, 147 ss.

³¹³ L. Petix, *L'impresa di assicurazione. Aspetti tecnici e finanziari della gestione*, op. cit., 79. “Gli investimenti che le imprese di assicurazione pongono in essere per la gestione dei fondi raccolti, sono complementari alla gestione assicurativa, o tecnica, per la loro triplice funzione di: a) garanzia per gli assicurati e per il mercato della solvibilità dell'impresa e della capacità di questa di adempiere le obbligazioni di indennizzo; b) fonte di proventi da utilizzare per il miglioramento dei prezzi del servizio assicurativo; c) strumento di potenziamento patrimoniale della struttura dell'impresa stessa”.

realizzo. Quanto al secondo, il margine di solvibilità era rappresentato (art. 44, comma 2) dal patrimonio netto dell'impresa al netto degli elementi immateriali, libero da qualsiasi impegno prevedibile e comprendente, per le s.p.a., il capitale sociale versato, le riserve legali, statutarie e facoltative, gli utili di esercizio al netto dei dividendi da pagare, le perdite di esercizio.

Solvency II interviene in questo quadro sia modificando le norme in materia di investimento e prevedendo due gruppi di intervento: le riserve tecniche e i fondi propri, e soprattutto, imponendo un nuovo principio generale riferibile a tutti gli investimenti, anche quelli dunque in passato lasciati alla piena autonomia privata.

È stato introdotto, infatti, il principio generale della “persona prudente”, contenuto nel nuovo art. 37-ter, comma 1, c.a.p., ai sensi del quale “l'impresa investe tutti gli attivi, inclusi quelli che coprono il Requisito Patrimoniale Minimo e il Requisito Patrimoniale di Solvibilità, conformemente al principio della persona prudente, come specificato nei commi da 2 a 6, nonché dal regolamento dell'IVASS adottato in conformità con le disposizioni dell'Unione europea.”

L'idea portante di Solvency II sul punto è quello di assicurare che le imprese assicuratrici operanti sul mercato si dotino di un sistema di gestione dei rischi che garantisca in via continuativa la “solvibilità dinamica” delle medesime, ossia “permanentemente allineata ai cambiamenti del mercato e dell'ambiente”³¹⁴. In tale ottica, lo schema di regolamento, nella parte relativa alla politica di gestione del capitale, prevede, tra le altre novità, che l'impresa debba dotarsi di un piano di gestione del capitale a medio termine, di durata almeno triennale, che garantisca adeguati e duraturi livelli di patrimonializzazione dell'impresa, soggetto all'approvazione da parte dell'organo amministrativo che ne dovrà verificare l'adeguatezza e l'aggiornamento nel tempo.

Nell'ottica di una maggiore stabilità e, per l'appunto, solvibilità dell'impresa, sono poi imposti anche notevoli limiti alle possibilità di investimento degli attivi³¹⁵. In

³¹⁴ L. Selleri, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, op. cit., 612.

³¹⁵ Parte della dottrina, inoltre, ha evidenziato come in termini di possibile interazione poi tra Solvency II e Basilea III, le imprese assicurative preferiranno probabilmente titoli di Stato emessi da Paesi Ue e i covered bond rispetto alle obbligazioni bancarie; e che le banche, per loro canto, a causa delle nuove

particolare, è previsto all'art. 37-ter, comma 2, che l'impresa debba investire tutti gli attivi: *a)* in attività e strumenti dei quali possa identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, e ne tiene opportunamente conto nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale ai sensi dell'articolo 30-ter, comma 2, lettera a); *b)* in modo tale da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso; *c)* localizzando le attività secondo criteri tali da assicurare la loro disponibilità.

In ogni caso, deve essere assicurato che: *a)* gli investimenti in strumenti finanziari derivati contribuiscano ad una riduzione dei rischi o agevolino un'efficace gestione del portafoglio; *b)* gli investimenti in attività non ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato siano mantenuti in ogni caso a livelli prudenziali; *c)* gli investimenti siano adeguatamente diversificati in modo da evitare un'eccessiva dipendenza da una particolare attività, un particolare emittente o gruppo di imprese o una particolare area geografica, nonché l'accumulazione eccessiva di rischi nel portafoglio nel suo insieme; *d)* gli investimenti in attività di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti allo stesso gruppo, non determinino un'eccessiva concentrazione di rischi.

Infine, alla luce della sempre maggiore internazionalità delle imprese assicurative, sono previste specifiche disposizioni per il caso in cui gli attivi siano investiti in Stati membri o in Stati terzi. Le norme anche in tale contesto mirano ad assicurare che il regime di solvibilità di tali Stati sia effettivamente equivalente a quello imposto nell'ordinamento nazionale³¹⁶.

Emerge complessivamente una disciplina degli investimenti tesa a far sì che gli stessi realizzino insieme la copertura dei costi e un rendimento adeguato, con certa sicurezza e liquidità a tutela dei depositanti assicurati³¹⁷.

regole di liquidità dovranno finanziarsi mediante strumenti stabili che le indurrà a una maggiore emissione di long term bond di cui le imprese di assicurazione sono principali sottoscrittori. Così S. Cosma, G. Gabbu e R. Pisani, *Gli impatti di Solvency 2: the perfect storm?*, op. cit., 69.

³¹⁶ Art. 37-ter, commi 4, 5 e 6, c.a.p.

³¹⁷ C. Arena, *Risparmio assicurativo e finanza pubblica*, op. cit., 264.

3.3. I singoli amministratori

3.3.1. Requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza

La prima parte dell'intervento normativo sulla posizione dei principali attori della *governance* assicurativa (gli amministratori) è da rinvenirsi nei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza previsti per questi ultimi e disciplinati ancora oggi dall'art. 76 c.a.p. che ha mantenuto intatta la sua struttura, solo parzialmente incisa da Solvency II.

Al comma 1 dell'art. 76 c.a.p., infatti, è sancito che “i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione e di controllo e coloro che svolgono funzioni fondamentali presso le imprese di assicurazione e di riassicurazione devono possedere i requisiti di professionalità, di onorabilità e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dello sviluppo economico sentito l'IVASS”.

Con notevole ritardo, rispetto all'entrata in vigore del codice è stato emanato, con decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 220, il regolamento recante la determinazione di tali requisiti³¹⁸. Si segnala, al tempo stesso, che si è recentemente chiusa la consultazione per il regolamento ministeriale³¹⁹ che entrerà in vigore, per i medesimi requisiti, nei settori bancario e finanziario e che probabilmente è destinato a incidere anche sulle future modifiche al regolamento relativo alle assicurazioni.

Quanto alla professionalità, l'art. 3 del citato d.m. 220/2011 stabilisce che gli amministratori e i sindaci siano scelti secondo criteri di professionalità e competenza tra persone che abbiano maturato una esperienza complessiva di almeno tre anni attraverso l'esercizio di quattro attività, tra loro alternative, legate al settore assicurativo. Gli anni sono aumentati a cinque per i ruoli di presidente del consiglio di amministrazione, membri dei comitati esecutivi, amministratori delegati e un terzo dei sindaci effettivi e di quelli supplenti.

³¹⁸ Il regolamento abroga dunque il precedentemente applicabile d.m. 186/1997.

³¹⁹ Schema di decreto ministeriale recante il regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositi, ai sensi degli articoli, 26, 110, comma 1-bis, 112, comma 2, 114-quinquies.3, comma 1-bis, 114-undecies, comma 1-bis, 96-bis.3, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. La futura “*fit & proper discipline*” è disponibile al sito www.dt.mef.gov.it.

Ancora una volta è confermata la forte interconnessione del settore con quelli creditizio e finanziario, laddove all'art. 3, comma 3, del d.m. 220/2011, per la carica di direttore generale o funzione equivalente è richiesto il possesso di una specifica competenza professionale "acquisita in materia assicurativa, creditizia o finanziaria attraverso esperienze di lavoro con funzioni dirigenziali di adeguata responsabilità per un periodo non inferiore ad un quinquennio".

Quanto alla onorabilità, alcune premesse sul suo significato e i riflessi giuridici del medesimo possono contribuire a meglio definire il perché di tali requisiti nell'ambito delle imprese finanziarie.

Il termine onorabilità indica nel linguaggio comune l'integrità e la dignità sul piano individuale o sociale. Nell'ambito giuridico qui esaminato fa riferimento a una serie di eventi al concorrere dei quali detta condizione è considerata esclusa.

L'art. 5 esclude il possesso di tale requisito per quattro principali ipotesi: i) stato di interdizione legale o temporanea da uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese e comunque da tutte le situazioni previste dall'art. 2382 c.c.; ii) assoggettamento a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ex l. 27 dicembre 1956, n. 1423 o l. 31 maggio 1965, n. 575 e l. 13 settembre 1982, n. 646, salvi gli effetti della riabilitazione; iii) condanna con sentenza definitiva a uno dei reati elencati alla lett. c), art. 5, generalmente riassumibili in reati di parte speciale in settori assicurazione, finanziario e del credito, reati societari previsti dal codice civile, reato contro la p.a., contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo.

Emerge dunque un ampio spettro di ipotesi delittuose che impediscono di avere i requisiti di onorabilità necessari per le cariche menzionate. Si segnala che il ventaglio di ipotesi di "non onorabilità assicurativa", quando entrerà in vigore il corrispondente regolamento per banche e intermediari finanziari, risulterà particolarmente ampio. Nello schema di regolamento posto in consultazione, infatti, è stato eliminato il riferimento ai reati contro l'ordine pubblico e contro l'economia pubblica. Al tempo stesso, tuttavia, manca per il settore bancario e di intermediazione il riferimento al principio di proporzionalità nel giudizio sui requisiti.

Con Solvency II, è stato specificato che tali requisiti debbano essere graduati “*secondo i principi di proporzionalità e tenuto conto della rilevanza e complessità del ruolo ricoperto*” e che sia obbligo dell’impresa di assicurazione o di riassicurazione di dimostrare all’IVASS che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo nonché i soggetti titolari di funzioni fondamentali siano in possesso dei requisiti di cui al comma 1.

L’introduzione del principio di proporzionalità anche nel giudizio relativo ai requisiti di onorabilità appare per certi versi di difficile applicazione. Se infatti può aver significato una sua applicazione per quanto riguarda la professionalità, sull’onorabilità il ragionamento rischia di diventare paradossale. La norma sembra voler dire che se non si rivestono cariche di particolare importanza, il giudizio di onorabilità possa essere effettuato con minor rigore.

A livello empirico, il risultato potrebbe non corrispondere alle aspettative del legislatore dal momento che appare più verosimile che un soggetto che operi nel settore da più anni, alla luce del maggior numero di norme di condotta che egli deve rispettare, sia incorso in più giudizi di responsabilità e che dunque sia impossibilitato a rivestire la carica.

Come in passato, il comma 2 prevede che “il difetto dei requisiti, iniziale o sopravvenuto, determina la decadenza dall’ufficio. Essa è dichiarata dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di sorveglianza o dal consiglio di gestione entro trenta giorni dalla nomina o dalla conoscenza del difetto sopravvenuto”. Alla luce dei nuovi poteri riconosciuti all’IVASS, tuttavia, Solvency II ha previsto che la sostituzione sia comunicata all’IVASS e che in caso di inerzia la decadenza sia pronunciata dall’IVASS che ordina la rimozione ai sensi dell’articolo 188, comma 3-bis, lettera e).

Le normative bancaria, assicurativa e finanziaria convergono in tale senso, risultando assai simili le strutture rispettivamente di art. 26 t.u.b., 54 c.a.p. (vedi commentario cap) e 13 t.u.f. dal momento che si tratta di quella parte di normativa non ricollegata ai singoli rischi idiosincratici, bensì alla peculiarità di essere tali imprese istituzioni

finanziarie e dunque di dovere gran parte della propria “esistenza” alla fiducia del mercato nei loro confronti³²⁰.

Il tema appare alquanto delicato, soprattutto alla luce delle linee guida EBA e ESMA sul punto, del nuovo schema di regolamento del Ministero dell’Economia in consultazione e dei regolamenti IVASS.

Parte della dottrina ha parlato sul punto di una posizione intermedia che il diritto assumerebbe tra l’etica e l’economia, evidenziando “la difficoltà anzi l’impossibilità del suo compito e perciò il suo dramma ne risulta altrettanto chiaro: l’etica perde, quando viene formulata ed imposta, la sua natura. Si può aggiungere ancora che imporre l’etica all’economia si risolve nel garantire, mediante tale imposizione, la politica. Si chiarisce così, infine, come della politica il diritto sia uno strumento necessario”³²¹.

In un recente contributo in tema di banche, è stato evidenziato come anche nell’ordinamento statunitense il problema di un cambio culturale in termini di condotte più etiche da parte degli amministratori sia uno degli strumenti con il quale il diritto pubblico intende vigilare le imprese finanziarie³²². Alla luce delle ampie formule spesso utilizzate nella vigilanza, parte della dottrina ha parlato di un vero e proprio “*foggy approach*” per imporre standard di “moralità” all’agire amministrativo³²³.

Come sottolineato, la necessità si pone particolarmente in ambito bancario, rispetto ad altri settori ove pure vi è in senso lato un problema di etica dell’agire, dal momento che “the case for difference lies in the close relationship between supervisors and

³²⁰ G. Gordon e D. Zaring, *Ethical bankers*, in *Journal of corporation law*, 2017, 562: “As the sociologist Harold Wilensky has said, ‘any occupation wishing to exercise professional authority must’, among other things, ‘convince the public that its services are uniquely trustworthy’. Ethics codes and professional training requirements are meant to achieve this trust. They do so by limiting the ability of the professional to act in her pure self-interest at all times. Instead, that professional must in some circumstances put her client’s interest ahead of her own, and must in others serve as a government agent- as in the case of lawyers acting as officers of the court, doctors acting as servants of the public health, and accountants acting as the guarantors of truthful disclosure and the gatekeepers of compliance with the securities laws. Banker ethics, so often vaguely referred to by regulators or underspecified when spelled out, might be understood as the project of suffusing banking with these core professional values of public service and client commitment”.

³²¹ F. Carnelutti, *Teoria generale del diritto*, Edizioni scientifiche italiane, ristampa 1999, 21-22.

³²² G. Gordon e D. Zaring, *Ethical bankers*, *op. cit.*,

³²³ S. V. Shiffrin, *Inducing moral deliberation: on the occasional virtues of fog*, in *Harvard law review*, 2010, 1214 ss.

banks, the sense that banks can undermine regulation by complying with its letter, rather than its spirit. This relationship is exacerbated by the risk that banks will use their superior information to the detriment, rather than the benefit, of their clients and the poor reputation banks have earned”³²⁴.

Il senso dunque di introdurre una disciplina dell’etica delle banche (in una prospettiva che appare trasponibile anche nel settore bancario alla luce delle considerazioni sopra svolte) è stato sviluppato in una duplice direzione: da un lato porre in essere condotte che siano conformi alle norme non solo da un punto di vista formale ma anche rispetto allo spirito della norma stessa; dall’altro, far sì che nelle scelte gli amministratori pongano davanti gli interessi dei loro consumatori prima dei loro in un’ottica di “*consumer protection*”.

3.3.2. I compensi

Come per le altre istituzioni finanziarie, anche per il settore assicurativo il tema delle remunerazioni dei manager ha rappresentato una importante novità degli ultimi anni³²⁵ e rimane oggetto di numerosi studi diretti a individuare la formula di remunerazione più efficace per lo sviluppo della produttività dell’impresa³²⁶.

Sviluppatosi dapprima nei principi elaborati dal Comitato di Basilea e poi nella direttiva europea CRD III, nonché nelle raccomandazioni della Commissione Europea n. 2009/384/CE e n. 2009/385/CE del 30 aprile 2009, il problema delle remunerazioni è stato al centro del dibattito internazionale e nazionale, soprattutto alla luce delle crisi finanziarie, nel corso delle quali vi sono state forti pressioni dell’opinione pubblica

³²⁴ G. Gordon e D. Zaring, *Ethical bankers*, op. cit.,

³²⁵ Per un riepilogo delle principali iniziative europee sulla materia, M. Siri, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvibilità II*, in *Analisi giuridica economia*, 2014, 2, 487-502.

³²⁶ Solo tra i più recenti, I. Feito-Ruiz e L. Rennebog, *Takeovers and (excess) CEO compensation*, 2017, 1-41, disponibile al sito ssrn.it; J. Nijland e T.C.A. Dijkhuizen, *Say on pay and focus on sustainability of companies: a revised shareholders’ rights directive*, in *European company law journal*, 2017, 5, 188-189; V. Cerasi, S. M. Deininger, L. Gambacorta e T. Oliviero, BIS Working paper, *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation*, 2017, disponibile al sito www.bis.org; European Commission, Report, *Assessment of the remuneration rules under Directive 2013/36/EU and Regulation n. 575/2013*, 2016; T. Dijkhuizen, *The EU’s Regulatory approach to banks’ executive pay: from ‘pay governance’ to pay design*, in *European Company law journal*, 2014, 1, 30-37; G. Ferrarini, *Executive remuneration. A comparative overview*, ECGI Working paper, 2014, n. 268, 1-49.

sulle remunerazioni di esponenti aziendali rivelatisi non idonei allo svolgimento dell'incarico, o quantomeno negligenti nell'adempimento dello stesso.

Nell'ambito del diritto assicurativo sono previsti, dal Regolamento n. 39 del 9 giugno 2011, processi decisionali in materia di politiche di remunerazione, disposizioni per il bilanciamento delle componenti fisse e variabili, nonché sulla base di strumenti finanziari, sugli organi di controllo e sul personale. È imposto, in particolare, per le imprese di maggiore dimensione o complessità, un comitato remunerazioni, composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ai sensi dell'art. 2387 c.c.

Anche su tale aspetto interviene lo schema di Regolamento n. 2/2017 di prossima emanazione³²⁷. All'interno del Regolamento (artt. da 39 a 59) sono sostanzialmente riprodotte le disposizioni previste in precedenza dal Regolamento n. 39/2011.

Si impone, dunque, all'impresa assicurativa di adottare politiche di remunerazione coerenti con la sana e prudente gestione e in linea con gli obiettivi strategici, la redditività e l'equilibrio dell'impresa nel lungo termine, specificando che tali politiche debbano essere adottate in forma scritta³²⁸.

In maniera innovativa, lo schema di Regolamento prevede quelli che potrebbero essere definiti "obiettivi minimi" nella scelta delle politiche di remunerazione. Ai sensi dell'art. 40, comma 3, infatti le imprese devono assicurare almeno che *a)* le remunerazioni concesse non pregiudichino la capacità dell'impresa di mantenere una base patrimoniale adeguata; *b)* gli accordi di remunerazione con i fornitori di servizi non incoraggino un'eccessiva assunzione di rischi, in considerazione della strategia di gestione del rischio dell'impresa; *c)* la remunerazione, nelle sue componenti fissa e variabile, rifletta l'esperienza professionale e le responsabilità organizzative assegnate, in linea con quanto descritto dal documento di cui all'articolo 5, comma 2, lettera i)

³²⁷ Sul punto anche il Regolamento Delegato UE 2015/35 sopra menzionato, che all'art. 275 elenca principi e disciplina di dettaglio poi ripresi dallo schema di regolamento 2/2017.

³²⁸ M. Reeder, *You can't stop what you can't see: complementary risk mitigation through compensation disclosure*, in *William & Mary business law review*, 2017, 241-266, il quale evidenzia, commentando la Section 956 del Dodd-Frank Act, che nella cornice in cui anche la remunerazione basata su incentivi può creare rischi, la regola sarebbe insufficiente a prevenire il rischio sistemico e occorrebbe aggiungere un requisito per cui la società deve rendere trasparente l'intero "annualized value of key executives"; solo così operando infatti sarebbe possibile permettere al mercato di giudicare quanto rischio la società sta assumendo.

punto i), e sia coerente con la natura, portata e complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa; d) la remunerazione degli amministratori privi di deleghe esecutive non includa, di norma, componenti variabili e nei eccezionali in cui tali componenti siano previste, esse siano adeguatamente motivate e rappresentino comunque una parte non significativa della remunerazione.

Appare evidente, anche in ambito assicurativo, la profonda differenza rispetto al diritto comune. Mentre il codice civile, infatti, all'art. 2389 si limita a prevedere la competenza dell'organo deputato a stabilire i compensi spettanti ai membri del c.d.a e del comitato esecutivo, e la possibilità di una loro strutturazione in termini di partecipazioni agli utili o di attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione, la normativa assicurativa, con un elevato grado di dettaglio, impone una serie di obiettivi che la remunerazione deve garantire, tale da ridurre notevolmente i margini di scelta dell'impresa sul tema.

Quanto alla remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche, previste dallo statuto, il codice civile riporta al competenza al consiglio di amministrazione sentito il parere del collegio sindacale e aggiungendo che se lo statuto lo prevede, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.

Sul tema interviene anche lo schema di regolamento 2/2017 che ribadisce che le politiche di remunerazione devono essere coerenti con la sana e prudente gestione dell'impresa ed in linea con gli obiettivi strategici, la redditività e l'equilibrio nel lungo termine dell'impresa medesima. E' inoltre prevista, ove appropriata in relazione alla natura, portata e complessità dell'attività d'impresa e ai rischi inerenti, la costituzione di un comitato delle remunerazioni, all'interno del consiglio di amministrazione, composto da amministratori non esecutivi e per la maggior parte indipendenti.

Da segnalare inoltre la previsione dell'art. 45 dello Schema di regolamento 2/2017 che, confermando quanto già evidenziato in via ermeneutica dalla dottrina che si occupa della questione, stabilisce in materia di remunerazioni³²⁹, per le società che adottano un

³²⁹ M. Del Linz, *La disciplina sulla remunerazione del management come stimolo alla produttività dell'impresa*, tesi di dottorato disponibile al sito www.researchgate.net, 2017.

sistema dualistico, l'obbligo di intendere le disposizioni relative al consiglio di amministrazione come riferite al consiglio di sorveglianza (in linea con quanto già previsto nel t.u.f. all'art. 123-ter).

La norma non sembra derogare dunque a quanto già ipotizzabile nell'interpretazione del codice civile il quale non menziona tale disciplina (art. 2389 c.c.) tra le norme applicabili al consiglio di gestione (art. 2409-undecies c.c.), prevede che la nomina e il compenso dei componenti del consiglio di gestione sia di competenza del consiglio di sorveglianza (art. 2409-terdecies c.c.).

Scopo di tutta la normativa brevemente accennata è quello di trovare il giusto equilibrio tra il rischio assunto dagli amministratori e la redditività dell'impresa, mantenendo al tempo stesso ferma la necessità di garantire la stabilità finanziaria. Sul punto, autorevole dottrina ha proposto quale tecnica di mitigazione che, al verificarsi di certi eventi esterni (quali ad esempio la riqualificazione dell'impresa in una categoria di rischio più alta, o la deteriorazione di un "key financial ratio" o una significativa caduta del prezzo delle azioni) le remunerazioni basate su stock option siano convertite in obbligazioni subordinate a un prezzo diminuito³³⁰.

3.3.3. I profili più problematici della responsabilità

La moltiplicazione dei doveri e dei compiti degli amministratori nell'ambito delle società assicurative, specie in riferimento ai doveri di assicurare l'adeguatezza degli assetti organizzativi come sin qui descritti, letta in combinato disposto con la normativa comune, ha portato parte della dottrina, soprattutto alla luce di alcuni orientamenti della giurisprudenza, a interrogarsi circa l'effettiva operatività delle regole di ordinaria responsabilità civile³³¹, così come risultante dal combinato disposto degli artt. 2392 e ss e 1218 ss., 2043 c.c., nell'ambito delle istituzioni finanziarie.

Anche alla luce di alcune pronunce giurisprudenziali, infatti, ci si è domandati se la posizione giuridica soggettiva degli amministratori non debba in alcune sedi declinarsi

³³⁰ J. N. Gordon, *Corporate governance and executive compensation in financial firms: the case for convertible equity-based pay*, in *Columbia business law review*, 2012, 834-864.

³³¹ F. Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali*, *op. cit.*, 95 il quale evidenzia che in ambito bancario la disciplina applicabile agli enti creditizi "debba essere considerata una sorta di specificazione di quella disegnata per la totalità delle imprese".

in termini più rigidi rispetto a quella di società comuni alla luce dei minori spazi di discrezionalità previsti dalla legislazione speciale³³² e della maggiore rilevanza degli interessi pubblici previsti³³³. In particolare, i maggiori dubbi sono sorti lungo tre linee principali all'interno del contesto bancario e che tuttavia, alla luce delle numerose convergenze delle due materie sul punto, possono essere trasportate, *mutatis mutandis*, anche in ambito assicurativo.

In primo luogo, dibattuta è l'applicabilità della *business judgment rule* alle scelte legate agli assetti organizzativi, dunque a una *mala gestio* relativa al modo in cui l'impresa è stata strutturata. Si tratta infatti di comprendere se una simile scelta possa configurarsi come scelta "a righe obbligate", alla luce del tasso di dettaglio della normativa, e dunque esente da spazi "protetti" nel merito, ovvero se anche la scelta organizzativa, così come quella più strettamente operativa, debba configurarsi quale scelta discrezionale, entro cui identificare un nucleo duro di merito non sindacabile *ex post*³³⁴.

³³² Critiche nei confronti di un eccessivo irrigidimento della discrezionalità amministrativa con conseguente riduzione degli spazi della *business judgment rule* G. Ferrarini, *Understanding the role of corporate governance in financial institutions: a research agenda*, in *ECGG law working papers*, 2017, n. 347, 24-25: "The main functions of boards should rather be protected and boards should be free to exercise the same in a true spirit of entrepreneurship. Regulatory constraints should mainly apply to the capital structure of financial institutions and to the conditions for exercising their activities in a safe and sound manner, for instance in the case of related party transactions". E più in generale sul tema S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E. R. Iannaccone G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo, *Business judgment rule e mercati finanziari*, in *Quaderni giuridici*, Consob, 2016, n. 11.

³³³ A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, *op. cit.*, 69-70 ove evidenziato il generale aggravamento della posizione sia dei delegati che dei non esecutivi nel sistema bancario e il quale sul punto: "Deve negarsi, tuttavia, che il sistema normativo bancario preveda norme effettivamente eccezionali rispetto al diritto comune in materia di responsabilità degli organi sociali; mentre l'incremento (di fatto) del livello di responsabilità (e cioè del rischio di incorrere nelle sanzioni civili e amministrative) sembra più che altro dipendere dalla previsione a monte di doveri e poteri [...] non previsti nella disciplina legale delle s.p.a., ma che non dovrebbero valere a derogare il modello di ripartizione delle responsabilità tra esecutivi e non, previsto dall'art. 2381, u. co., c.c., e con ciò il significativo distacco che la riforma del diritto societario ha operato nel 2003 rispetto al precedente sistema che tendeva a profilare a carico dei non esecutivi una generica responsabilità per colpa in vigilando".

³³⁴ V. Calandra Buonauro *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza*, *op. cit.*, 34: "Affermare che le scelte organizzative dirette a tradurre il principio di adeguatezza non rientrano nella discrezionalità gestionale significa ritenere che esse debbano essere necessariamente conformi ad un astratto modello ritenuto ottimale, senza tenere conto che la definizione di strutture organizzative, di risorse e di procedure in cui tradurre il principio di adeguatezza presenta notevoli margini di opinabilità e non può sottrarsi ad una valutazione di costi e benefici che rientra nella discrezionalità imprenditoriale e che incontra un limite solo nell'adozione di procedure valutative carenti o di misure evidentemente inidonee o nella manifesta irrazionalità delle scelte rispetto alle *best practice* dei competitors di analoghe dimensioni".

Si sarebbe di fronte a una prospettiva diversa da quella tradizionalmente posta nel diritto comune, ove la preoccupazione di evitare che gli amministratori, essendo generalmente sotto il “controllo” di soci e collegio sindacale, siano intimoriti o disincentivati a effettuare scelte “coraggiose” per l’impresa, ha determinato lo sviluppo lo sviluppo giurisprudenziale della *business judgement rule* che garantisce agli amministratori un nucleo di insindacabilità sul merito tale da poterli lasciare operare nell’interesse della società.

Nei settori speciali, infatti, secondo alcuni orientamenti, il timore legislativo, nato dalle esperienze della prassi, si incentra tutto su una prospettiva per certi versi opposta e quindi sul timore che sia troppo il rischio assunto dagli amministratori³³⁵.

In secondo luogo, altrettanto problematica appare la distinzione tra le singole responsabilità dei soggetti a seconda del loro ruolo esecutivo o non esecutivo nel consiglio di amministrazione. A riguardo, giova premettere che già la riforma del 2003, modificando il dovere di vigilanza dei deleganti e dei delegati, ha rappresentato il frutto di un ben preciso intento del legislatore, ovvero, secondo quanto si evince dalla Relazione alla legge di riforma n. 6, III.4, quello di conservare la responsabilità solidale evitando tuttavia “sue indebite estensioni che, soprattutto nell’esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall’accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell’attuale prevalente giurisprudenza”.

Chiarite le esigenze espresse nel diritto comune, tese a una differenziazione delle posizioni anche e soprattutto nei risvolti patologici delle responsabilità, occorre al tempo stesso ricordare che una delle principali critiche mosse all’ordinamento giuridico a seguito della crisi finanziaria è stata quella di non aver saputo selezionare i soggetti responsabili dei danni cagionati che dunque sarebbero rimasti impuniti; e proprio da questo problema, che è stato avvertito in pressoché tutti gli ordinamenti,

³³⁵ In questi termini C. Angelici, *Introduzione, Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2016, 4, 759.

sono iniziate le ricerche per un sistema che meglio possa garantire, anche *ex post*, la tutela degli interessi lesi da condotte violative delle regole imposte³³⁶.

Ad aggravare il problema vi è stata anche la debolezza degli istituti “satelliti” tesi a garantire (*ex ante* e come deterrenti *ex post*) l’adempimento dei doveri imposti ai medesimi (il problema, dunque, di *enforcement* della normativa in materia). Tra questi, per menzionarne alcuni, in primo luogo la debolezza in molti ordinamenti dell’iniziativa di azioni responsabilità esercitabili dalla società o dalle minoranze dei soci; in secondo luogo, la riflessione per cui, secondo alcuni recenti studi, gli amministratori indipendenti non avrebbero subito particolari conseguenze negative nel mercato del lavoro nei casi di mala gestio³³⁷. Gli studi hanno dimostrato per esempio che esaminando 4,856 “outside director-years” di banche e altre imprese finanziarie nel periodo tra 2006 to 2010, l’aumentata possibilità di essere sostituiti per scarsa performance si attesta solo tra lo 1,22 % e 5,79% per un cambiamento standard nella performance, una cifra quindi non particolarmente significativa. È stato dimostrato inoltre che nessuna particolare reazione del mercato del lavoro per una scarsa performance nella forma di perdita di opportunità di posti da amministratori in altre imprese³³⁸.

Le differenze con il controllo pubblico esercitato dall’autorità sono notevoli: quest’ultimo, declinato nelle forme del procedimento amministrativo, si traduce in un giudizio effettuato dall’autorità indipendente che si estende anche al merito, che sfocia anche in un controllo avente ad oggetto non solo il singolo atto, bensì l’intera attività “in tutte le sue concrete e specifiche manifestazioni”³³⁹; il giudizio di responsabilità

³³⁶ Tra i meccanismi alternativi proposti, V. Root, *Moder-day monitorships*, in *Yale journal on regulation*, 2016, 109-164.

³³⁷ In realtà, nel dibattito internazionale e anche in altri settori scientifici, il problema ha portata più ampia e coinvolge il fondamento politico della scelta regolatoria e la difficoltà di individuare e giudicare quale responsabile una istituzione finanziaria o un regolatore per le crisi verificatesi, S. Ahmed, *The politics of financial regulation*, in *Socio-legal review*, 2015, 61-82.

³³⁸ S. M. Davidoff, A. C.W. Lund e R. Schonlau, *Do outside directors face labor market consequences? A natural experiment from the financial crisis*, in *Harvard business law review*, 2014, 53-84.

³³⁹ G. Bavetta, *L’impresa di assicurazione*, cit., 89.

invece dovrebbe limitarsi ai profili di illiceità esterni al nucleo del merito e soprattutto orientarsi al danno eziologicamente riconducibile alla condotta dell'agente³⁴⁰.

In materia di determinazione dell'importo della riserva sinistri da parte dell'impresa assicurativa, ad esempio, il sindacato sulla congruità del metodo di valutazione per la determinazione della stessa è stato definito esogeno all'esercizio della funzione, secondo la tecnica dell'eccesso di potere, potendosi riscontrare eventuali illegittimità soltanto all'esito di conclamati, macroscopici vizi di irragionevolezza e/o travisamento dei fatti³⁴¹.

Infine, si registra in tale sede una elevata concentrazione di responsabilità degli esponenti che devono quindi supervisionare molteplici sistemi, con il conseguente possibile giudizio di amplissime responsabilità, a titolo di *culpa in eligendo* (dell'architettura organizzativa) e soprattutto di culpa in vigilando, per tutte le disfunzioni riscontrate dall'autorità di vigilanza nell'operatività della struttura³⁴². Il rischio paventato in dottrina, derivante da un simile approccio normativo è quello di tendenze contrapposte: l'eccessivo dettaglio o pietrificazione dell'agire imprenditoriale contro l'eccessiva vaghezza di certe formule, con il risultato che la sommatoria di tali parti rischi di non stabilire “nel merito in modo esaustivo, quali comportamenti gli

³⁴⁰ In ambito bancario ai fini del contenimento del rischio creditizio nelle sue diverse configurazioni nonché dell'organizzazione societaria e dei controlli interni, l'art. 53, lett. b) e d), del d.lgs. n. 385/1993, e le disposizioni attuative dettate con le Istruzioni di vigilanza per le banche, mediante la circolare n. 229/1999 (e successive modificazioni e integrazioni), sanciscono doveri di particolare pregnanza in capo al consiglio di amministrazione delle società bancarie, che riguardano l'intero organo collegiale e, dunque, anche i consiglieri non esecutivi, i quali sono tenuti ad agire in modo informato e, in ragione dei loro requisiti di professionalità, ad ostacolare l'evento dannoso, sicché rispondono del mancato utile attivarsi. Ne consegue, inoltre, che in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, la Banca d'Italia, anche in virtù della presunzione di colpa vigente in materia, ha unicamente l'onere di dimostrare l'esistenza dei segnali di allarme che avrebbero dovuto indurre gli amministratori non esecutivi, rimasti inerti, ad esigere un supplemento di informazioni o ad attivarsi in altro modo, mentre spetta a questi ultimi provare di avere tenuto la condotta attiva dovuta o, comunque, mirante a scongiurare il danno.

³⁴¹ T.A.R. Roma, 9 settembre 2015, n. 11115, in banca dati Dejure.

³⁴² S. Amoroso, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, in *Dir. banca merc. finanz.*, 2015, 2, 211, il quale specifica anche tuttavia che “l'aver adottato, come regole di organizzazione e di azione, i modelli e le procedure indicati da Banca d'Italia ed averne, nel tempo, verificato il buon funzionamento, non esonera gli esponenti bancari da responsabilità per quelle che – nella sua amplissima discrezionalità tecnica – l'Autorità di vigilanza può qualificare – in ciascun caso concreto – come disfunzioni, organizzative o operative, rispetto al parametro quasi indefinito costituito dall'adeguatezza del modello e della sua operatività non solo agli specifici precetti, ma anche alle finalità generali perseguite dalle Disposizioni di Vigilanza”.

esponenti bancari debbono tenere per potersi ritenere esonerati da responsabilità”³⁴³.

Uno dei punti più critici del giudizio di responsabilità, una volta accertata la presenza di un danno e la presenza di una condotta violativa di doveri imposti agli amministratori, è l'accertamento del nesso causale tra tale condotta e il danno cagionato.

Per certi aspetti infatti l'attività finanziaria, e in particolar modo quella assicurativa³⁴⁴, è intrinsecamente radicata nel rischio³⁴⁵ e al pari di tutte le attività imprenditoriali può tradursi in risultati positivi o negativi.

È stata configurata dunque una specifica colpa da organizzazione imputabile agli organi sociali, cui la giurisprudenza ha attribuito influenza decisiva nei giudizi di responsabilità³⁴⁶.

Il rischio che la responsabilità nelle attività finanziarie si traduca in un entitema, in quanto ambito privo di leggi di copertura e quindi destinato a tradursi in un sillogismo ellittico o incompleto, può essere superato solo attraverso il corretto utilizzo delle categorie giuridiche così come sviluppate dalla giurisprudenza. In tema di nesso causale, infatti, il paradigma penale sancito dagli artt. 40 e 41 c.p. viene declinato, quanto a probabilità statistiche necessarie alla sua sussistenza, in termini di “più probabile che non”. E dunque accontentandosi di tale percentuale che il vaglio causale può essere affermato anche in tali settori ogni qual volta risulti che più probabilmente che non la condotta alternativa a quella tenuta avrebbe evitato la concretizzazione di quel determinato danno.

³⁴³ S. Amorosino, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, in *Il governo delle banche, Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, Giuffrè, 2015, 46.

³⁴⁴ Dal punto di vista matematico, la gestione dell'impresa è stata analizzata dalle scienze di settore, evidenziando che i calcoli attuariali e la teoria sulla gestione del rischio sono stocastici e tendenzialmente asintotici, si basano cioè su probabilità e tendono a essere più certi possibili senza mai riuscirvi. G. Ottaviani, *L'impresa di assicurazione, op. cit.*, 115.

³⁴⁵ F. Vella, *Il rischio questo sconosciuto*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, 1, 161 ss.

³⁴⁶ M. Rabitti, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori, op. cit.*, 68.

3.4. La vigilanza sulla *governance*

3.4.1. Il “diritto amministrativo dell’amministrazione”

Gli interventi del diritto pubblicistici sulla *governance* sono tanti e tali da aver fatto coniare da parte di alcuna dottrina il termine di “diritto amministrativo dell’amministrazione”³⁴⁷. Scopo di tali interventi è la salvaguardia della sana e prudente gestione dell’impresa vigilata³⁴⁸, a sua volta strumentale a garantire la tutela dell’assicurato in primis e la stabilità finanziaria dell’intero sistema³⁴⁹, attraverso l’individuazione di “principi di comportamento” tipici della vigilanza prudenziale³⁵⁰, e dunque di quell’attività di “acquisizione, verifica e valutazione di informazioni provenienti prevalentemente dagli stessi soggetti vigilati”³⁵¹. Si tratta, quindi, di un “contesto dispositivo orientato al rispetto della logica prudenziale all’interno del quale assume centralità la figura dell’organo di controllo”³⁵².

La vigilanza sugli assetti di *governance* nelle istituzioni finanziarie si realizzava soprattutto con interventi *ex post*, attraverso speciali procedure con le quali sostanzialmente era rimosso l’intero apparato gestorio della società e l’amministrazione era affidata a degli organi pubblici³⁵³.

Oggi gli interventi sono più modulati e il legislatore ricorre ad un approccio *ex ante* teso a imporre un sistema idoneo a prevenire situazioni di crisi³⁵⁴. Emblema di tale

³⁴⁷ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo. Una conversazione, op. cit.*, 26.

³⁴⁸ Ai sensi del nuovo art. 3-bis c.a.p., introdotto da Solvency II: “La vigilanza è basata su un metodo prospettico fondato sul rischio ed include la verifica continua del corretto esercizio dell’attività di assicurazione o di riassicurazione e dell’osservanza delle disposizioni di vigilanza da parte delle imprese di assicurazione o di riassicurazione”

³⁴⁹ Simili istanze e approcci si rinvencono nel Sistema statunitense, H. M. Schooner, *Big bank boards: the case for heightened administrative enforcement*, in *Alabama law review*, 2017, 68, 4, 1011 e ss.

³⁵⁰ C. G. Corvese, *La vigilanza “finanziaria” sulle imprese di assicurazioni vita e danni*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di M. R. Farina e G. Rotondo, Giuffrè, Milano, 2005, 363 ss.

³⁵¹ D. Albamonte, R. Basso, D. Capone, M. Marangoni, *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell’economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Cedam, Padova, 2008, 493.

³⁵² F. Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali, op. cit.*, 118-119.

³⁵³ Il riferimento è alle procedure di liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria.

³⁵⁴ S. Amorosino, “Costituzione economica” e diritto amministrativo nel Codice delle assicurazioni, nel T.U. bancario e nel T.U. dell’intermediazione finanziaria, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, 2, 235 ove riferimenti al problema della distinzione tra discrezionalità tecnica e discrezionalità amministrativa pura in tali frangenti.

gradualità è stato ritenuto, ad esempio, il potere di rimozione degli esponenti aziendali quale nuova misura di *enforcement*. Prevista per il t.u.b., la misura è stata estesa agli intermediari disciplinati dal tuf in linea con una impostazione che “da sempre connota la disciplina dei due testi unici, con la previsione di regole tendenzialmente uniformi riferite a taluni profili dell’organizzazione dei soggetti abilitati (esponenti aziendali, partecipanti al capitale)”³⁵⁵.

Tale nuovo approccio della vigilanza sulla *governance* è stato accolto con favore dalla dottrina la quale ha evidenziato come gli studi sulla economia comportamentale stanno assumendo nuovo interesse nel settore³⁵⁶.

Emerge dunque, soprattutto come si vedrà in seguito, l’esigenza di coordinamento tra le diverse autorità, dal momento che, come sottolineato, su quasi due terzi della capitalizzazione italiana di borsa interagiscono interventi regolatori della Consob e di una seconda autorità di vigilanza (più spesso la Banca d’Italia)³⁵⁷.

La costellazione di poteri che si andrà illustrando si inserisce in un quadro ben noto: “*in questa prospettiva, le regole giuridiche sono sempre più spesso fautrici di una “certezza” indotta dalle tecniche di procedimentalizzazione d’impresa, in particolare agendo sul fronte del decision-making process così da rendere controllato e controllabile il percorso attraverso il quale si giunge al compimento di una certa decisione ed all’esecuzione del successivo atto*”³⁵⁸.

³⁵⁵ F. Annunziata, *Notarelle a margine della nuova disciplina sulla rimozione degli esponenti aziendali di banche e intermediari*, in *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del Convegno internazionali di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Giuffrè, 2016, 526.

³⁵⁶ M. Lamandini, *La vigilanza diretta dell’Esma. Un modello per il futuro?*, *op.cit.*, 452: “È questo, a mio modo di vedere, un giusto modo di relazione tra pubblico e privato, tra mercato finanziario e istituzioni di regolamentazione e vigilanza, che sembra sostituire ad approcci di vigilanza *adversarial* e punitivi – tipici del controllo di conformità alla norma – approcci cooperativi volti a identificare congiuntamente i problemi e le soluzioni in una condivisa ricerca della mitigazione del rischio e della promozione di standard comportamentali che, come detto, non tanto nella forma quanto nella sostanza, realizzino gli obiettivi di gestione del rischio perseguiti (non è forse un caso che cominci a far capolino anche nel dibattito tecnico il contributo che l’economia comportamentale può portare ad un ripensamento della relazione tra autorità e soggetti vigilati)”.

³⁵⁷ M. S. Richter jr., *L’organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, *op. cit.*, 420.

³⁵⁸ A. Minto, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi di impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina sul sistema dei controlli interni*, in AA.VV., *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni. Atti del Convegno di Venezia, Cedam, Padova, 2015*, 402.

3.4.2. I singoli poteri di intervento dell’Autorità di Vigilanza

All’interno del titolo XVI dell’attuale c.a.p. numerose norme sono dedicate ai poteri di vigilanza dell’IVASS nei confronti delle imprese di assicurazione e degli intermediari. Si tratta di poteri che, ai sensi dell’art. 187-bis c.a.p., devono essere esercitati “in modo tempestivo e proporzionato”. Il titolo XVI, in particolare, prevede alcune disposizioni generali e due capi specificamente dedicati l’uno alla vigilanza sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale; l’altro alla vigilanza sulle operazioni straordinarie

3.4.2.1. Le disposizioni generali: categorie di poteri

Quanto alle disposizioni generali, esse racchiudono quelle che potrebbero essere illustrate come quattro macro categorie dei poteri IVASS: *i*) poteri di intervento, a loro volta distinguibili in poteri di convocazione e in poteri di adozione di misure preventive o correttive, *ii*) poteri di indagine, *iii*) poteri informativi; *iv*) poteri regolamentari.

Si tratta di rilevanti poteri di ingerenza nella vita dell’impresa, che incidono sia sulle competenze individuali dei soci che su quelle collettive³⁵⁹, nonché sugli spazi di manovra delle scelte gestorie³⁶⁰.

Le novità di Solvency II si concentrano su due profili: da un lato, l’estensione del potere di convocazione anche nei confronti dei “soggetti responsabili delle funzioni fondamentali all’interno delle imprese”, data dal fatto che Solvency II ha positivizzato tali funzioni imponendole quali requisiti organizzativi minimi dell’impresa assicurativa. Dall’altro lato, sono stati inseriti i poteri di intervento all’art. 188, comma 3 bis, ai sensi del quale “l’IVASS può, nell’esercizio delle funzioni indicate al comma 1, ove la situazione lo richieda, anche a seguito del processo di controllo prudenziale di cui all’articolo 47-quinquies, adottare misure preventive o correttive nei confronti delle singole imprese di assicurazione o riassicurazione, ivi inclusi i provvedimenti specifici

³⁵⁹ Per un confronto della normativa con quella bancaria e della intermediazione mobiliare, G. Ferri, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Riv. banca e merc. finanz.*, 2006, 807-808.

³⁶⁰ Simili poteri sono oggi previsti anche nel complesso sistema di vigilanza statunitense ripartito tra agenzie e altre autorità federali. Il riferimento è ad esempio ai poteri della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) che a seguito dell’entrata in vigore del Dodd-Frank Act vigila le “bank holding companies with more than \$50 billion in assets and to nonbank financial companies that are designated as systemically important by the Financial Stability Oversight Council (FSOC)”.

riguardanti anche: *a)* la restrizione dell'attività, ivi incluso il potere di vietare l'ulteriore commercializzazione dei prodotti assicurativi; *b)* il divieto di effettuare determinate operazioni anche di natura societaria; *c)* la distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio; *d)* il rafforzamento dei sistemi di governo societario, ivi incluso il contenimento dei rischi; *e)* l'ordine di rimuovere i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo e i titolari di funzioni fondamentali, in caso di inerzia della società”.

Tra i poteri, emerge con tratti innovativi quello di rimozione di cui alla lettera e). Al pari del sistema bancario infatti e della disciplina t.u.f., anche il legislatore europeo, al pari di quello statunitense, ha optato per una misura di intervento per certi aspetti più radicale rispetto a quelle registratesi in passato³⁶¹. In virtù di tale norma sembrano riproponibili alcune considerazioni svolte in ambito bancario, ove si assiste a una perdita della centralità dell'interesse dei soci con il conseguente ulteriore allentamento delle loro già ridotte prerogative. Parte della dottrina, infatti, ha evidenziato come la revoca degli amministratori sia oggi possibile senza il coinvolgimento dei soci “ove la situazione lo richieda”³⁶². L'esercizio del nuovo potere di rimozione si concreta in un provvedimento ablatorio personale, in quanto sottrae all'esponente sostituito la titolarità di una posizione giuridica soggettiva (e nello stesso tempo incide sulla autonomia dei soci, in sede di assemblea, di scegliere gli amministratori)³⁶³.

Un simile potere è previsto anche in tema di intermediari finanziari per gli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaif³⁶⁴, ove, al pari di quello in analisi, si caratterizza per una definizione normativa dei presupposti per l'esercizio del potere di rimozione “alquanto generica e flessibile, sicché lascia ampio spazio alla discrezionalità tecnico-

³⁶¹ L'analogo poter previsto anche nelle autorità americane è risultato il più utilizzato nel periodo tra il 2008 e il 2013, ove su un campione di 275 azioni amministrative di banche fallite, 128 erano sanzioni di rimozione o proibizione seguite in ordine di frequenza statistica da 120 sanzioni pecuniarie, H. M. Schooner, *Big bank boards: the case for heightened administrative enforcement*, op.cit., 1021.

³⁶² G. Guizzi, *Interesse sociale e governance bancaria*, op. cit., 2016, 795.

³⁶³ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, op. cit., 144.

³⁶⁴ A. Antonucci, *I poteri di removal degli esponenti aziendali nell'ambito del Single Supervisory Mechanism*, in *Banca impresa società*, 2016, 1, 39- 50 ove ampia analisi dell'istituto come strumento di *early intervention*.

amministrativa dell'autorità di vigilanza nella valutazione dei medesimi e nell'applicazione delle relative norme"³⁶⁵.

Come evidenziato, l'aver adottato regole di organizzazione e azione indicati dall'autorità e aver verificato il buon funzionamento non esonera, secondo alcuni, da responsabilità per quelle che l'autorità può qualificare in concreto nella sua amplissima discrezionalità, come disfunzioni, organizzative o operative, rispetto al parametro quasi indefinito costituito dall'adeguatezza del modello³⁶⁶.

3.4.2.2. Le disposizioni specifiche per materie

Quanto invece alle specifiche norme di vigilanza, il legislatore interviene sui due ambiti che ritiene cruciali per la sana e prudente gestione dell'impresa assicurativa. All'interno di tali ambiti saranno evidenziati i soli profili di novità apportati dalla riforma di Solvency II e particolarmente incidenti sui profili della *governance* qui esaminati.

3.4.2.2.1. La gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale

Ai sensi dell'art. 192 , comma 2, c.a.p., "l'IVASS esercita le funzioni di vigilanza prudenziale avendo riguardo alla costante verifica della gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa, con particolare riferimento [...] *alla valutazione dei rischi emergenti, nonché al governo societario*". Speculare disposizione è prevista dall'art. 195, comma 2, c.a.p. in relazione alle imprese di riassicurazione.

La riforma di Solvency II in tale contesto è intervenuta limitandosi a rafforzare il sistema di vigilanza anche rispetto ad attività poste in essere da imprese di altri Stati Membri, così allineando la disciplina al nuovo sistema di vigilanza europeo.

³⁶⁵ F. Guerrero, *La "rimozione" degli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf*, in *Diritto banca e merc. finanz.*, 2016, 3, 430 ove anche un approfondimento sulle affinità e differenze che i provvedimenti amministrativi di rimozione presentano rispetto ai provvedimenti adottabili da parte del tribunale ex art. 2409 c.c.

³⁶⁶ S. Amorosino, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, op. cit., 46-47 il quale evidenzia che in tutti i settori tecnici l'osservanza delle regole tecniche di settore è condizione necessaria ma non sufficiente ai fini dello scrutinio di adeguatezza e poi di diligenza dei comportamenti degli operatori da parte delle strutture amministrative di controllo. "Ne consegue che viene ad essere una sorta di *probatio* diabolica la dimostrazione di assenza di responsabilità degli esponenti bancari per la violazione di norme di comportamento che fanno riferimento a concetti indeterminati, soprattutto in caso di irregolarità anche "periferiche" o di ritenuto mancato soddisfacimento delle finalità della regolamentazione secondaria; l'ambito della *culpa in vigilando* è così esteso sino ad una soglia mobile praticamente irraggiungibile".

Agli articoli 193, comma 1-bis e 195-bis, comma 1-bis sono state inserite infatti due disposizioni gemelle ai sensi delle quali qualora l'IVASS abbia motivo di ritenere che l'attività dell'impresa di assicurazione (art. 193) o riassicurazione (art. 195-bis) avente sede legale in altro Stato Membro “possa eventualmente compromettere la solidità finanziaria della stessa, ne informa l'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine di tale impresa”.

3.4.2.2. Le operazioni straordinarie

Le operazioni disciplinate sotto l'etichetta di operazioni straordinarie sono tre (artt. 198-202 c.a.p.) : *i*) il trasferimento di portafogli; *ii*) la fusione; *iii*) la scissione.

Simmetricamente alla vigilanza sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale, le norme sono previste sia in ambito di impresa di assicurazione, che di riassicurazione.

Tali operazioni sono soggette alla preventiva autorizzazione dell'IVASS che controlla che l'operazione non incida sulla disponibilità che l'impresa mantenga i fondi propri ammissibili necessari per coprire il Requisito Patrimoniale di Solvibilità di cui all'art. 45-bis.

In un quadro di insieme, dunque, le misure relative alla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale si risolvono in misure di intervento *ex post*, mentre quelle relative alle operazioni straordinarie in misure autorizzative *ex ante*.

CAPITOLO 4

LA GOVERNANCE DEL GRUPPO ASSICURATIVO

*“La stessa natura del diritto
che generalmente segue e non precede lo svolgimento del fenomeno disciplinato,
fa spesso del giurista un conservatore
che solo prudentemente abbandona i principi tramandati”*

T. Ascarelli, 1934

SOMMARIO: 1. La regolazione dei gruppi nel diritto speciale; 1.1. Gruppo assicurativo e gruppo bancario ante riforma: norme di composizione, di pubblicità e di vigilanza; 1.2. Le riforme sul gruppo assicurativo e sul gruppo bancario; 2. La *governance* del gruppo assicurativo nel c.a.p. prima di Solvency II; 2.1. I regolamenti n. 15/2008 e n. 20/2008, 3. L'avvento di Solvency II; 3.1. Le modifiche al codice delle assicurazioni private; 3.2. Il regolamento n. 22 del 2016; 3.3. Il nuovo schema di Regolamento n. 2/2017; 4. La *governance* del gruppo bancario a confronto, 5. Gli effetti della nuova *governance* - I limiti alla responsabilità degli amministratori della controllata.

4.1. La regolazione dei gruppi nel diritto speciale

L'analisi sin qui delineata, incentrata sui principali profili della *governance* assicurativa, risulterebbe, sotto il profilo empirico, piuttosto deficitaria se non considerasse anche il dispiegarsi dell'attività gestoria e organizzativa all'interno della realtà dei gruppi.

I gruppi, infatti, rappresentano nel settore assicurativo il modello di operatività per elezione. Secondo le ultime pubblicazioni IVASS i primi dieci gruppi italiani, in termini di raccolta premi, detengono nel ramo vita e nel ramo danni rispettivamente il 74% e l'83 % del mercato³⁶⁷. Inoltre, a fronte dei 14 gruppi di SIM attualmente iscritti nell'apposito albo, si registrano 63 gruppi iscritti all'albo dei gruppi bancari e 29 gruppi iscritti nell'albo dei gruppi assicurativi³⁶⁸.

Dal punto di vista dogmatico, peraltro, l'incidenza economica sul mercato dei gruppi nei settori bancari e assicurativi si traduce in un maggior numero di disposizioni che caratterizzano il gruppo nel diritto speciale attraverso un approccio più sostanziale più dettagliato rispetto alla disciplina di diritto comune.

Giova sin d'ora premettere che se, come delineato, la *governance* della singola impresa pone numerosi problemi di controlli e di sovrapposizioni o lacune, tali dinamiche appaiono ancora più enfatizzate all'interno dei gruppi, ove si moltiplicano “in considerazione dell'accrescere delle istanze e degli interessi coinvolti e si inseriscono in un panorama in cui il modello della «società monade» non è universale e l'appartenenza al gruppo è sempre più concepita come una condizione normale della realtà economica”³⁶⁹.

Anche il diritto dei gruppi ha risentito fortemente della crisi finanziaria del 2007-2009³⁷⁰. La materia, infatti, risulta oggi affollata da fattispecie a “conformazione

³⁶⁷ IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'istituto nell'anno 2016*, disponibile al sito www.ivass.it; i gruppi iscritti all'albo appositamente dedicato risultano al 6 ottobre 2017, ventinove in totale.

³⁶⁸ Dati aggiornati al 15 ottobre 2017.

³⁶⁹ M. Callegari, *Gli assetti societari e i gruppi*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 585.

³⁷⁰ F. Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali*, *op. cit.*, . Anche se è d'obbligo sottolineare come, a differenza del settore bancario e finanziario che più spesso si sono caratterizzati come legislazioni di reazioni a crisi, il settore assicurativo è meno influenzato da tali dinamiche. Lo rileva E. Galanti, *Introduzione*, in *Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, E. Galanti, R. D'Ambrosio e A. Guccione, Marsilio Editori,

imperativa”³⁷¹ e spesso frutto dell’incidenza uniformante delle regole europee, che impongono una rivalutazione unitaria di alcuni istituti³⁷². Tali norme trovano espressione soprattutto nell’attività di vigilanza che oggi si caratterizza sempre più anche per attività sostitutive rispetto alle scelte operate dalla autonomia privata e per le sanzioni conseguentemente irrogate³⁷³.

Nel diritto comune, il fenomeno del gruppo è stato ampiamente analizzato e trova nel codice civile molteplici norme che tuttavia non ne danno una definizione unitaria, bensì ne regolano determinati aspetti (tra cui, ad esempio, le tutele per il socio quali quella risarcitoria derivante dall’abuso di direzione e coordinamento, il diritto di recesso, etc...) ³⁷⁴. Si tratta di una realtà economica “potenzialmente unitaria

2012, XV: “Questo tratto contraddistingue invece in minor misura la legislazione assicurativa. Ciò non deve, in effetti, meravigliare se si ha presente come, per loro natura, gli intermediari assicurativi siano in una posizione differente, rispetto alle banche e agli operatori di borsa, tanto nel processo di formazione del capitale (sia di rischio che di debito) che nei meccanismi di trasmissione dei fenomeni finanziari all’economia reale”.

³⁷¹ S. Amorosino, *L’“amministrativizzazione” del diritto delle imprese*, in *Dir. amm.*, 2011, 3, 610: “Se, infatti, è da ritenersi incompatibile con la « costituzione economica europea » la riproposizione di programmazioni imperative e di un potere di direzione amministrativa delle scelte imprenditoriali, è subito da aggiungere che le regolazioni – in particolare quelle che attengono ai tre mercati finanziari, ai servizi pubblici, alle comunicazioni in generale, alle società quotate – prevedono numerose fattispecie di conformazione imperativa, anche molto incisiva, delle imprese.”

³⁷² T. Ascarelli, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, *op. cit.*, 32: “Un aspetto generale di peculiare importanza è quello della sempre più stretta coordinazione di norme di diritto pubblico e norme di diritto privato, della necessità di considerare determinati istituti unitariamente nel loro aspetto pubblicistico e privatistico, una cui separazione e distinta considerazione non è spesso possibile senza smarrire il senso dell’unità dell’istituto”.

³⁷³ D. Albamonte, R. Basso, D. Capone, M. Marangoni, *La vigilanza sulle banche*, *op. cit.*, 496: “La consapevolezza del ruolo centrale che il fattore organizzazione riveste per il perseguimento degli obiettivi di sana e prudente gestione e di competitività del sistema bancario è emersa prepotentemente sia a seguito dell’evoluzione del sistema bancaria sia per gli impatti sull’economia rivenienti da inefficienze o incompletezze nella regolamentazione del governo societario e dell’organizzazione aziendale. [...] La conformità alla sana e prudente gestione dell’operatività aziendale era assicurata dalla verifica preventiva dell’autorità di vigilanza”.

³⁷⁴ Per alcune riflessioni sulla mancanza di armonizzazione della disciplina dei gruppi a livello europeo, di recente, M. Olaerts, *The ‘European’ group interest and stakeholder protection*, in *European Company Law Journal*, 2016, 3, 89: “There are a few things which make the regulation of company groups complicated. One of these complications is due to the fact that many national laws equally apply the system of internal division of powers originally developed for a single company equally to companies operating in a group structure. This means that each company within the group has its own general meeting and board of directors each of which have their own range of powers and responsibilities. A second complication has to do with the fact that there is no specific blue print for a group structure nor for the mutual relations between companies within that group structure. Groups are like families, some have strong family ties while others find those ties suffocating and prefer to live their own lives. Within corporate groups wide varieties can therefore be distinguished in practice in terms of the level of interference and control exerted by the parent company at subsidiary level”

sottostante al frazionamento giuridico tra le varie società del gruppo”, guardata a lungo con sospetto “in quanto potenziale attentato all’autonomia delle singole società”³⁷⁵ e al tempo stesso potenziale fonte di irresponsabilità per la società controllante rispetto a violazioni commesse dalla società controllata³⁷⁶.

Rispetto a tale corpus, il diritto speciale può essere astrattamente collocato in due fasi storiche distinte: l’assetto della disciplina prima delle modifiche intervenute con la CRD IV e con Solvency II e l’assetto della disciplina seguito a tali modifiche.

Si darà dunque brevemente conto, in tale frangente, delle principali caratteristiche del gruppo ante riforma, considerando anche in parte la disciplina del gruppo bancario alla luce del ruolo da “apripista” che ha svolto rispetto alla disciplina assicurativa, per poi soffermarsi sulle specificità dei profili di *governance* assicurativa prima e dopo le riforme, al fine di meglio colmare quel “difetto di sutura tra la legge speciale ed il codice”³⁷⁷ attraverso l’interpretazione.

4.1.1. Gruppo assicurativo e gruppo bancario ante riforma: norme di composizione, di pubblicità e di vigilanza.

La prima organica disciplina dei gruppi, accompagnata da un regime di vigilanza prudenziale, si rinviene in ambito bancario e affonda le proprie radici nella legge Amato del 1990, successivamente confluita nell’attuale testo unico bancario nel 1993. Il legislatore dell’epoca è intervenuto in una duplice ottica: evitare che la possibilità che l’articolazione di gruppo favorisse l’occultamento di comportamenti e prassi operative contrarie a regole prudenziali e al tempo stesso far sì che il coinvolgimento

³⁷⁵ P. Ferro Luzzi e P. Marchetti, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, 426.

³⁷⁶ Parte della dottrina infatti propone un modello di responsabilità di impresa anziché di società per i gruppi che operano sfruttando tale escamotage, K. Mwaura, *Internalization of costs to corporate groups: part-whole relationships, human rights norme and the futility of the corporate veil*, in *Journal of international business and law*, 2012, 85-110.

³⁷⁷ L’espressione, con riferimento all’assetto normativo vigente nel 1936 è di A. Asquini, *Verso l’unificazione delle leggi sulle assicurazioni?*, *op. cit.*, 136.

di maggiori risorse finanziarie, tipicamente riscontrabile nei gruppi, non si traducesse in un maggior rischio in termini di stabilità del gruppo e del sistema³⁷⁸.

In ambito assicurativo, il primo intervento del settore è rappresentato dalla direttiva 98/78/CEE, attuata con d.lgs. n. 239/2003, che introduce per la prima volta la vigilanza sul gruppo assicurativo in via supplementare, ovvero prevedendo dei requisiti aggiuntivi rispetto a quelli già previsti per le singole imprese³⁷⁹.

Scopo della direttiva era di impedire che i gruppi assicurativi aggirassero i requisiti di solvibilità imposti dalle direttive in vigore³⁸⁰. In particolare la legislazione, mantenendo come riferimento centrale non il gruppo ma la singola impresa di assicurazione, interveniva sugli aspetti patrimoniali, al fine di evitare i fenomeni di c.d. *double gearing* e di *capital leveraging*³⁸¹. Con la prima locuzione si fa riferimento alla doppia contabilizzazione dei capitali utilizzati simultaneamente per coprire i rischi all'interno di imprese diverse (tradotto testualmente, il doppio computo). In tal modo, lo stesso ammontare di capitale sarebbe utilizzato due o più volte per soddisfare i requisiti patrimoniali di vigilanza di più imprese. Secondo scopo è quello di evitare che l'impresa madre emetta obbligazioni per capitalizzare le sue imprese figlie regolamentate (così gonfiando il loro capitale, cosiddetto effetto leva). Anche in tale settore, peraltro, l'impronta comunitaria è ripresa nel codice delle assicurazioni private 2005 agli artt. 82 e ss³⁸².

³⁷⁸ V. Calandra Buonauro, *L'impresa e i gruppi bancari*, in *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2001, 164.

³⁷⁹ Di recente, A. Borselli, *Insurance group supervision in the European Union*, in *Insurance regulation in the European Union. Solvency II and beyond*, a cura di P. Marano e M. Siri, Springer, 2017, 202 ss; e precedentemente, ex multis, L. Desiderio, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Giuffrè, 2010, 89-90 che evidenzia come la vigilanza supplementare implichi un'aggiunta di misure o obblighi "giustificato dal fatto in sé che esse appartengono ad un gruppo assicurativo, nel presupposto che tale appartenenza determini per ciò solo un aggravio di rischi gestionali e richieda l'attivazione di presidi prudenziali specifici. I rischi specifici derivanti dall'appartenenza ad un gruppo assicurativo toccano essenzialmente l'adeguatezza patrimoniale dell'impresa ed i rapporti con le altre componenti".

³⁸⁰ Per una sintetica panoramica delle principali direttive europee antecedenti al codice delle assicurazioni private, E. Picozza, *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Cedam, Padova, 2005, 344-345. Da segnalare anche la settima direttiva in materia di

³⁸¹ V. Troiano, *Commento sub. Art. 210-211*, in *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da F. Capriglione, Vol. II, Cedam, Padova, 2007.

³⁸² F. Capriglione, *Commenti sub Artt. 82 e 83*, in *Aa.Vv., Commentario al codice delle assicurazioni private*, diretto da F. Capriglione, Padova, 2007, 267.

Si trattava, sia per il gruppo bancario che per quello assicurativo, di una legislazione primaria dicotomica: da un lato, vi erano le norme in tema di composizione del gruppo, individuazione della capogruppo e iscrizione all'albo; dall'altro, le norme dedicate ai poteri di vigilanza connessi ai rispettivi rischi idiosincratici dei settori.

I riferimenti legislativi ante riforma sono per il gruppo bancario agli artt. da 60 a 64 t.u.b. e per il gruppo assicurativo agli artt. da 82 a 87 e da artt. 210 a 220 c.a.p.

Anche nel gruppo assicurativo, al pari del gruppo bancario, il legislatore ha fotografato una delle possibili opzioni di composizione di gruppo rinvenute nella prassi³⁸³, rappresentata dalla struttura verticale con a capo la holding, cui viene espressamente attribuito il potere di adottare provvedimenti di attuazione delle disposizioni impartite dall'ISVAP e di farne osservare l'applicazione nei confronti delle imprese del gruppo³⁸⁴ (art. 87, comma 3 c.a.p.; ai sensi della corrispondente norma del t.u.b. – art. 61, comma 4, “la capogruppo, nell'esercizio dell'attività di direzione e di coordinamento, emana disposizioni alle componenti del gruppo per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia nell'interesse della stabilità del gruppo”). Parte della dottrina ha evidenziato come, in tale ambito, la capogruppo eserciti un peculiare potere di direzione e coordinamento nei confronti delle controllate impartendo specifiche disposizioni e, dunque, non facendo valere un interesse privato, bensì trasmettendo le regole di comportamento e i vincoli dettati dall'Autorità vigilante del gruppo³⁸⁵.

Da entrambe le legislazioni, come già sostenuto con riferimento alla legislazione t.u.f., emerge che “la qualità e la dimensione degli interessi coinvolti esige una disciplina che eccede gli ambiti [...] dell'informazione, della trasparenza e dei controlli sugli atti e

³⁸³ P. Ferro Luzzi e P. Marchetti, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, 421: “E' tuttavia chiaro e pacificamente accettato che allo stato una nozione «giuridica» di gruppo a carattere generale non è ricostruibile in termini che non siano eccessivamente rarefatti per un verso, e che per l'altro abbiano precisa rilevanza, e ciò sia sotto il profilo della fattispecie, sia sotto quello della disciplina applicabile al ricorso di tal fattispecie”.

³⁸⁴ Per alcuni primi commenti alla disciplina di cui al d.lgs. 356/1990, successivamente ripresa dal t.u.b., G. Scognamiglio, *Gruppi bancari e non: legge e autonomia privata nella configurazione del modello organizzativo*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, la quale rileva, con riferimento all'art. 61 t.u.b. che alcune letture date dalla dottrina disconoscano un ruolo all'autonomia privata nella configurazione del modello o struttura di gruppo.

³⁸⁵ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, *op. cit.*, 25.

sui conti della società, e tocca – per lo meno indirettamente – l’organizzazione dei procedimenti decisionali e operativi, e quindi la struttura, il governo e il funzionamento dell’impresa di gruppo»³⁸⁶.

Mentre il diritto comune è primariamente incentrato su alcuni tipi di tutele per il socio c.d. “esterno” e i creditori e lascia all’autonomia privata la scelta sul come concretamente strutturare i rapporti interni, nel diritto speciale il fenomeno economico del gruppo assume maggiore consistenza giuridica, essendo sottesi a tutta la disciplina interessi pubblici quali la stabilità del sistema e la tutela del risparmio³⁸⁷.

Cambia, in primo luogo la nozione di controllo data dalle legislazioni speciali rispetto al diritto comune³⁸⁸; si tratta di una nozione per certi versi più ampia e per altri più ristretta che risulta funzionale alla vigilanza su tali enti.

In secondo luogo, mutano gli strumenti di intervento che si traducono, per quel che qui rileva, nella configurazione di specifici poteri di vigilanza sul gruppo e nell’imposizione di regole limitative dell’autonomia negoziale³⁸⁹.

In particolare, prima delle riforme, le tradizionali forme della vigilanza erano rappresentate dai poteri informativi, ispettivi e regolamentari riconosciuti dalla legge alle autorità del settore.

³⁸⁶ F. Guerrera, *Autoregolamentazione e organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 595.

³⁸⁷ L. A. Bianchi, *Problemi in materia di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. delle società*, 2013, 2, 420 ss: “Il gruppo in questione appare quale entità caratterizzata da marcata omogeneità economica e piena integrazione organizzativa, al cui vertice si colloca - e deve collocarsi - in funzione di centro propulsore di direttive e input gestionali e strategici, la società capogruppo (« la Capogruppo »). E ciò in quanto la Capogruppo assolve al ruolo di “cinghia di trasmissione” delle (eventuali) direttive dell’Autorità di vigilanza nonché di garante del rispetto dei vincoli e degli obiettivi, caratteristici della vigilanza su tutti gli intermediari, della stabilità e della efficiente gestione di questo insieme di società assicurative o strumentali che costituiscono il gruppo assicurativo.”

³⁸⁸ Si tratta di tratta di definizione avente natura relazionale, ovvero di norma il cui scopo è quello di fungere da presupposto applicativo di ulteriori discipline (tra cui, ad esempio i regimi autorizzatori e di vigilanza), M. Maugeri, *sub art. 72*, in *Il codice delle assicurazioni private*, diretto da Capriglione, Cedam, Padova, 2007, 147: “Nella prospettiva del rapporto tra nozioni periferiche e fattispecie codicistica di controllo, la disposizione dell’art. 72 presenta sicuri elementi di continuità ed apparenti elementi di rottura rispetto alla tradizionale tecnica seguita negli ultimi anni dalla legislazione settoriale”.

³⁸⁹ R. Costi, *Il gruppo bancario e assicurativo: il quadro istituzionale*, in *Banche e assicurazioni*, a cura di F. Cesarini e R. Varaldo, Utet, 1992, 7 ss.

Quanto i primi, ex art. 213 c.a.p., le imprese appartenenti al gruppo erano obbligate a trasmettere all'allora ISVAP i dati e le informazioni utili all'esercizio della vigilanza supplementare sull'impresa o sul gruppo assicurativo. Una analoga previsione è contenuta nell'art. 66 t.u.b. relativo ai gruppi bancari.

Quanto ai poteri ispettivi, ex artt. 86 e 214 c.a.p. l'ISVAP poteva effettuare direttamente o tramite soggetti incaricati ispezioni presso le imprese controllanti, controllate o comunque soggette a direzione unitaria ex art. 96 c.a.p.; tali accertamenti dovevano essere limitati alla verifica dell'esattezza dei dati e delle informazioni utili per l'esercizio della vigilanza supplementare. Una analoga previsione è contenuta nell'art. 68 t.u.b.

Infine quanto ai poteri regolamentari, sia l'art. 87 c.a.p., sia l'art. 67 t.u.b. prevedono la possibilità per le autorità di vigilanza di impartire alla capogruppo, con provvedimenti di carattere generale o particolare, disposizioni concernenti il gruppo bancario aventi ad oggetto nell'ambito assicurativo "adeguate procedure di gestione del rischio ed appropriati meccanismi di controllo interno", meglio specificati ai successivi art. 87, commi 2 e 3.

L'intervento pubblico è un dato quindi che appartiene alla storia di tali settori in tutta la sua difficoltà e necessità³⁹⁰ e che nell'ambito del gruppo registra tratti più innovativi, specie nella legislazione intervenuta a seguito delle crisi finanziarie.

4.1.2. L'avvento delle riforme sul gruppo bancario e sul gruppo assicurativo

L'avvento delle riforme nel settore bancario e assicurativo ha parzialmente ridisegnato i perimetri dei gruppi, incidendo anche – e a tal fine ci si occuperà del tema – sui profili di *governance* del gruppo.

³⁹⁰ A. Asquini, *Diritto pubblico e diritto private nell'ordinamento delle assicurazioni*, in *Scritti giuridici*, 1936, Cedam, Padova, 120: "Determinare il punto giusto di equilibrio fino a quale l'intervento dello Stato deve arrivare, per non essere insufficiente, e oltre al quale non deve andare, per non essere paralizzante, è, come ogni problema di misura, arduo problema che non si può risolvere per astratti assiomi, ma si deve risolvere secondo le circostanze del tempo, di luogo, di modo; è cioè un problema politico per eccellenza".

Per il gruppo bancario, determinanti sono state la CRD IV e la BRRD unitamente al regolamento dell'UE direttamente applicabile; per il gruppo assicurativo, il riferimento è sempre alla direttiva Solvency II.

È da ricordare inoltre che, accanto a tali riforme recepite nell'ordinamento nazionale con una serie di d.lgs. entrati in vigore nel 2015, un ruolo incisivo è stato svolto anche dal recepimento della direttiva FICOD1 (direttiva 2011/89/UE) , avvenuto con d.lgs. n. 53 del 4 marzo 2014³⁹¹.

Sia per il gruppo bancario che per quello assicurativo sono state modificate infatti le norme di composizione, che contemplano oggi anche le società di partecipazione finanziaria mista, così recependo una realtà economica diffusa a livello europeo, ovvero la presenza, anche nei gruppi omogenei, di partecipazioni miste che, se limitate entro certe percentuali di significatività, non modificano la natura finanziaria di quel gruppo e tuttavia, al tempo stesso, consentono all'autorità di vigilanza sottoporre al proprio intervento anche imprese che a rigore appartenerebbero alla vigilanza di altra autorità.

Per il gruppo assicurativo inoltre Solvency II ha preso atto della crescente natura *cross-border* dell'impresa assicurativa e della necessità di un maggior coordinamento tra autorità di vigilanza al fine di assicurare la stabilità dell'intero sistema finanziario. A tal fine, è stata abrogata la precedente vigilanza supplementare, oggi sostituita dalla vigilanza consolidata in linea con quella prevista nel sistema bancario³⁹².

Infine, come illustrato anche nella relazione di accompagnamento dello Schema di Regolamento 2/2017, rispetto al regolamento 20/2008 è stata estesa la definizione di gruppo, fino a ricomprendervi tutte le società controllate, partecipate e soggette a direzione unitaria, indipendentemente dall'attività esercitata (in contrasto con la precedente definizione che faceva riferimento al gruppo assicurativo come risultante dall'Albo Gruppi istituito da IVASS).

³⁹¹ Aveva segnalato le difficoltà derivanti dalla “segmentazione del controllo in ragione della localizzazione territoriale dell'attività” e in generale il problema della non corrispondenza fra ambito (territoriale) del controllo e ambito (territoriale) dell'attività sottoposta a controllo, L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata, op. cit.*, 298.

³⁹² A. Borselli, *Insurance group supervision in the European Union, op. cit.*, 207.

4.2. La governance del gruppo assicurativo nel c.a.p. prima di Solvency II

Come anticipato, nel settore assicurativo, la struttura di gruppo rappresenta il modello elettivo per la operatività di numerose istituzioni finanziarie e in particolare di quelle assicurative, per le quali il gruppo rappresenta un elemento caratterizzante del mercato³⁹³. Parte della dottrina ha evidenziato come il fenomeno sia riconducibile alla specializzazione dell'impresa e al divieto di cumulo di attività vita e danni e dunque che l'impresa assicurativa sia tipicamente impresa di gruppo societario³⁹⁴.

4.2.1. Il codice delle assicurazioni private

Il codice delle assicurazioni private nel 2005 era intervenuto in tale contesto proiettandosi in una duplice direzione: la disciplina della struttura del gruppo (con gli obblighi di comunicazione degli assetti proprietari) e quella della vigilanza supplementare³⁹⁵.

Il codice, anche in materia di gruppi, così come in molti altri titoli, riproduce al momento della sua entrata in vigore il t.u.b. che, entrato in vigore nel 1993, ha costituito inizialmente il modello sia per la legislazione del mercato mobiliare sia per la legislazione assicurativa.

La disciplina abrogata, da un lato, consentiva un controllo dell'Ivass sullo statuto della capogruppo che doveva essere tale da non contrastare con la sana e prudente gestione del gruppo (art. 83, comma 2 abrogato), dall'altro estendeva la disciplina tipicamente prevista per le imprese di assicurazione (ad esempio, i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza o gli obblighi di comunicazione) anche alla capogruppo a prescindere dal fatto che quest'ultima fosse una impresa assicurativa in senso

³⁹³ G. Sangiorgio, *Il gruppo assicurativo nell'esperienza dell'Isvap*, in *I gruppi di società* a cura di Balzarini, Carcanoe Mucciarelli, Giuffrè, 1996, 535, il quale evidenzia che "Il fenomeno dei gruppi di società ha trovato nel settore assicurativo un terreno di crescita particolarmente fertile, tanto da risultare oggi un elemento caratterizzante di questo mercato, in ambito sia nazionale che internazionale", e più recentemente anche F. Capriglione, in *Il codice delle assicurazioni private* diretto da Capriglione, I, t. 2, Padova, 2007, sub art. 82-83 263-287; P. Negri, *La disciplina del gruppo assicurativo nel Codice delle assicurazioni private*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, n. 2-3, 333 ss.; M. Irrera, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, X, Padova, 2011, 48 ss.; C.F. Giampaolino, *L'assicurazione. L'impresa - I contratti*, op. cit., 61-66.

³⁹⁴ C.F. Giampaolino, *Le assicurazioni – L'impresa – i contratti*, op. cit., 61.

³⁹⁵ A. Brozzetti, *Gruppo, partecipazioni e vigilanza nel codice delle assicurazioni del 2005. Prima lettura anche alla luce della disciplina bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2006, n. 2, 219-302.

stretto³⁹⁶.

In termini generali e senza ulteriori specificazioni, veniva previsto poi il potere dell'Isvap di impartire alla capogruppo disposizioni aventi ad oggetto adeguate procedure di gestione del rischio, ivi comprese efficaci procedure amministrative e contabili ed appropriati meccanismi di controllo interno. Il tutto al fine di assicurare una “*stabile ed efficiente gestione*” del gruppo, formula assimilabile alla più tradizionale “*sana e prudente gestione*” che tuttavia potrebbe assumere significati diversi. Era cruciale la disposizione di cui all’art. 87 c.a.p., la quale, diversamente dal dal t.u.b., affermava positivamente il potere per la controllante di emanare disposizioni per l’esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d’Italia e il dovere delle controllate di eseguirli, il c.a.p. considera un presupposto di fatto recepito dal c.c. il potere di esercitare attività di direzione e coordinamento da parte della controllante.

Accanto al profilo degli assetti proprietari (artt. 68 e ss.), il codice delle assicurazioni prevedeva poi un gruppo di norme dedicato alla c.d. “vigilanza supplementare” sui gruppi assicurativi nell’ambito della quale già la normativa ante riforma distingueva tra vigilanza informativa e ispettiva e che si caratterizzava principalmente per la disciplina delle operazioni infragruppo rilevanti (art. 215 c.a.p.), per la comunicazione delle operazioni rilevanti (art. 216 c.a.p.) e per la verifica della solvibilità corretta.

Si trattava, dunque, di una legislazione che per un verso regolava la vigilanza su base supplementare in capo alle imprese di assicurazione, per un altro aveva elaborato, sulla falsariga della regolamentazione creditizia, una disciplina del gruppo assicurativo, incentrata sul ruolo di vertice della capogruppo nazionale cui si affiancava un sistema pubblicitario costruito sull’albo dei gruppi. una disciplina incentrata sui soli aspetti proprietari e sulla vigilanza *solo plus*³⁹⁷.

³⁹⁶ F. Guerrera, *Autoregolamentazione e organizzazione del gruppo di società*, op. cit., 596: “Anche la disciplina degli “assetto proprietari” e del “gruppo assicurativo” posta dal Codice delle assicurazioni private (artt. 68 ss. e 82 ss. d. lgs. n. 239/2005) e dal relativo Regolamento Isvap n. 15/2008 offre indicazioni convergenti, sia nel senso della configurazione di uno specifico statuto dell’impresa capogruppo – e non soltanto di rilievo giuspubblicistico –, sia nel senso di una adeguata strutturazione dei rapporti interorganici e intersocietari, in funzione della gestione dell’impresa di gruppo”.

³⁹⁷ V. Troiano, *Struttura del gruppo, ruolo della capogruppo e poteri dell’IVASS*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II*, Quaderno IVASS, n. 8, Aprile 2017, 108.

Quanto all'importanza del gruppo assicurativo, è stato sottolineato come il c.a.p., recependo in parte la direttiva europea e occupandosi più compiutamente rispetto al passato del fenomeno, ha confermato come esso svolga una funzione forse ancora più rilevante che in quello bancario. In quest'ultimo, infatti, il gruppo era nato come alternativa alla banca universale, mentre in quello assicurativo questa alternativa di fatto non esisteva, per cui il gruppo è un po' sempre stato "*the only game in town*", l'unica scelta possibile per dare forma giuridica a iniziative imprenditoriali che eccedano una certa soglia dimensionale e di complessità³⁹⁸.

La finalità principale perseguita mediante gli strumenti della vigilanza sulle imprese di assicurazione a livello di gruppo è quella di consentire alle autorità di valutarne con maggiore ponderatezza la situazione finanziaria, proprio in quanto analizzata nel contesto delle sue relazioni d'impresa³⁹⁹.

Emergeva, in definitiva, un gruppo i cui confini erano dati dalla nazionalità dell'impresa, dall'esistenza di un rapporto di controllo e dalla relazione di strumentalità con l'attività assicurativa.

4.2.2. I regolamenti Isvap n. 15/2008 e n. 20/2008

La normativa secondaria, già prima delle modifiche apportate da Solvency II, si occupava di profili di *governance* del gruppo nell'ambito del Regolamento n. 15 del 20 febbraio 2008 e alcune disposizioni (art. 26 e 27, in particolare) del Regolamento n. 20 del 26 marzo 2008.

Quanto al primo, oggi abrogato dal Regolamento 22/2016, si trattava di una normativa interamente dedicata al gruppo, che si occupava da un lato della struttura e del funzionamento del gruppo, dall'altro della peculiare disciplina prevista per l'albo dedicato ai gruppi assicurativi.

Erano disciplinati in maniera piuttosto simmetrica (artt. 6 e 7 del Regolamento 15/2008) i poteri della capogruppo e gli obblighi delle società controllate incluse nel gruppo assicurativo. In particolare, si prevedeva che la capogruppo assumesse il ruolo

³⁹⁸V. Troiano, *ibidem*, 106

³⁹⁹Idem, 107.

di referente dell'allora ISVAP per la vigilanza sul gruppo, e che nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento che le era propria, adottasse nei confronti delle componenti il gruppo assicurativo i provvedimenti necessari per dare attuazione alle disposizioni di carattere generale e particolare impartite dall'ISVAP nell'interesse della stabile ed efficiente gestione del gruppo. Veniva inoltre previsto che tale disciplina potesse riguardare "il gruppo assicurativo complessivamente considerato o singole società componenti il gruppo assicurativo". La capogruppo poteva richiedere inoltre alle imprese componenti il gruppo assicurativo notizie, dati e situazioni rilevanti ai fini dell'adozione dei provvedimenti di cui al comma 2; verificare l'adempimento da parte delle singole imprese componenti il gruppo assicurativo dei provvedimenti adottati in attuazione delle disposizioni dell'ISVAP. La capogruppo informava tempestivamente l'ISVAP dei casi in cui specifiche disposizioni di legge vigenti nello Stato in cui hanno sede legale le componenti estere del gruppo ostino alla esecuzione dei provvedimenti di attuazione delle disposizioni in materia di vigilanza sul gruppo assicurativo.

Parallelamente, l'organo amministrativo delle imprese che fanno parte del gruppo assicurativo era tenuto a dare attuazione ai provvedimenti adottati dalla capogruppo in esecuzione delle disposizioni impartite dall'ISVAP nell'interesse della stabile ed efficiente gestione del gruppo e a fornire alla capogruppo la necessaria collaborazione nonché ogni dato, documento ed informazione per l'adozione dei provvedimenti da parte di quest'ultima. Per trasparenza veniva poi prevista la disciplina degli statuti sia della capogruppo sia delle controllate, per i quali doveva essere indicata l'appartenenza a un gruppo.

Le modifiche intervenute nel 2014, infine, hanno sostituito le previsioni relative alle società con il più comprensivo termine di impresa che ha dunque slegato la disciplina dalla forma giuridica assunta per l'esercizio delle attività sottoposte a vigilanza.

Quanto invece al Regolamento 20/2008, le uniche due disposizioni relative al gruppo si inserivano nel più ampio contesto delle norme in materia di controlli interni, gestione dei rischi, compliance ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione.

Veniva specificato, a riguardo, che la capogruppo dovesse esercitare un controllo strategico, gestionale e tecnico-operativo sia sulle singole controllate che sul gruppo (art. 26 Reg. 20/2008) e che quanto al controllo interno e la gestione dei rischi nel gruppo, la capogruppo dovesse dotare il gruppo di un sistema di controlli interni e gestione dei rischi idoneo a effettuare un controllo effettivo sia sulle scelte strategiche del gruppo nel suo complesso che sull'equilibrio gestionale delle singole componenti (art. 27 Reg. 20/2008).

Nel 2014, l'art. 27 viene profondamente modificato attraverso l'inserimento di previsioni specificamente dedicate alla gestione dei rischi, i quali vengono per il gruppo specificati (reputazionale, derivanti da operazioni infragruppo, di concentrazione e rischio di contagio) e divengono oggetto di controllo anche nelle loro interdipendenze derivanti dallo svolgimento dell'attività assicurativa in imprese e giurisdizioni differenti. Particolare attenzione è data ai rischi derivanti da imprese non soggette a normativa di settore e tuttavia facenti parte del gruppo soggetto a vigilanza supplementare. Viene imposto, infine, un obbligo di documentazione delle metodologie di valutazione dei rischi a livello di gruppi, delle relative ipotesi e risultati (art. 27, comma 8).

Ruolo determinante aveva poi, anche a livello di normativa secondaria, la presenza di un requisito di solvibilità riferito al gruppo e non più alle singole imprese appartenenti al medesimo, sintomo di una percezione più ampia e unitaria che il legislatore registrava nei confronti del fenomeno⁴⁰⁰.

Tali Regolamenti hanno nel complesso anticipato alcuni aspetti di Solvency II attraverso il potere autonomo di regolazione dell'autorità di vigilanza, svincolato dalla normativa europea.

4.3. La governance del gruppo dopo Solvency II

L'attuazione di *Solvency II* ha profondamente inciso sul CAP cambiando anche la disciplina del gruppo che ora non più divisa in norme sulla struttura (inserite nel Titolo

⁴⁰⁰ F. Parente, *La vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo: le verifiche di solvibilità*, in *Dir. economia ass.*, 2004, 2, 35-90.

dedicato anche agli assetti proprietari) e disposizioni sulla vigilanza supplementare ma unificata nel Titolo XV, significativamente intitolato “*Vigilanza sul Gruppo*”. Le norme di legge primaria sono sostanzialmente raddoppiate e rinviano ad un Regolamento dell’IVASS recentemente emanato⁴⁰¹.

Nei considerando di Solvency II emerge una nuova valutazione che il legislatore europeo ha voluto imprimere sull’impresa assicurativa esercitata nella forma di gruppo.

Si rende necessario, in particolare, una valutazione più ponderata della situazione finanziaria di un’impresa di assicurazione e riassicurazione appartenente a un gruppo (considerando n. 95), tenendo conto nella misura necessaria delle società di partecipazione assicurativa e di quelle di partecipazione assicurative miste (considerando n. 96). Pur rimanendo la vigilanza delle singole imprese il principio essenziale della vigilanza assicurativa, Solvency II evidenzia la necessità di stabilire quali imprese rientrino nell’ambito di applicazione della vigilanza a livello di gruppo (considerando n. 97) e che la vigilanza di gruppo dovrebbe applicarsi in ogni caso a livello dell’impresa capogruppo che abbia la propria sede nella Comunità (considerando n. 99).

Solvency II riflette dunque (considerando n. 104) un modello innovativo di vigilanza, cui è attribuito un ruolo fondamentale all’autorità di vigilanza del gruppo, pur riconoscendo e mantenendo un ruolo importante a favore dell’autorità di vigilanza individuale. “I poteri e le competenze dell’autorità di vigilanza sono collegate alla loro responsabilità”.

Nel solco del rafforzamento normativo dei gruppi si inserisce, poi, anche l’imposizione di sistemi di *governance* appropriati, sottoposti al riesame da parte dell’autorità di vigilanza (considerando n. 110).

La valutazione del rischio del gruppo deve essere adeguata; in caso contrario, l’autorità può imporre una maggiorazione del requisito patrimoniale di solvibilità di gruppo

⁴⁰¹ E. Galanti, *Introduzione*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II*, *Quaderno IVASS*, n. 8, Aprile 2017, disponibile al sito www.ivass.it

consolidato (art. 232, direttiva Solvency II). Viene previsto inoltre che i requisiti di *governance* imposti alla impresa singola si applichino, *mutatis mutandis*, a livello di gruppo (art. 246, direttiva Solvency II).

L'aumento delle previsioni in materia di gruppo lascia emergere una profonda differenza rispetto al regime ante Solvency II: si trattava infatti di un intervento pubblico sulla *internal governance* alquanto ridotto e in ogni caso riferito alla impresa controllante e alle controllate. Con Solvency II, tutto questo cambia e il soggetto destinato alle norme sul gruppo diventa il gruppo medesimo, all'interno del quale vengono confermate alcune disposizioni relative all'albo e poteri e doveri, ma viene anche introdotto un sistema di flussi informativi, trasparenza e controlli sistematico e continuamente aggiornato all'interno nel gruppo.

Da segnalare infine una apposita disciplina introdotta per le imprese di assicurazione e riassicurazione captive, ovvero quelle che coprono solo i rischi associati al gruppo industriale o commerciale cui appartengono, che dunque necessitano, secondo il considerando 21 della direttiva Solvency II, di "impostazioni appropriate, conformi al principio di proporzionalità, che rispecchino la natura, la portata e la complessità della loro attività".

4.3.1. Le modifiche al codice delle assicurazioni private

Solvency II è intervenuta radicalmente sulla disciplina del gruppo assicurativo sia modificando la toponomastica delle norme, sia prevedendo importanti novità, così confermando e inserendosi nel più vasto processo di trasformazione che il diritto societario e dell'impresa stanno subendo negli ultimi decenni, ovvero nella "progressiva crescita dei principi, delle regole e, più in generale, dell'attenzione, anzitutto da parte dei legislatori e dei regolatori, ai profili relativi al governo della società e della organizzazione della impresa; a profili, dunque, concernenti, per così dire, l'interno della impresa regolata, e non (se non indirettamente) i suoi rapporti e le sue relazioni con l'esterno"⁴⁰².

⁴⁰² M. S. Richter, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. società*, 2016, 1, 104 il quale evidenzia che "è chiaro che al fondo di questa accentuata attenzione per i profili relativi al governo della società riposi il convincimento per cui non è sufficiente, soprattutto ove

Quanto alla prima, si è registrato un cambiamento di norme solo apparente. È stato infatti abrogato il capo IV rubricato “Gruppo assicurativo” e costituito dagli artt. da 82 a 87. Al tempo stesso, molte delle norme ivi contenute sono ora confluite nel capo XV oggi rubricato “Vigilanza sul gruppo”, dedicato alla vigilanza e ai suoi strumenti, ai poteri dell’IVASS, alla gestione centralizzata del rischio, ai profili internazionali alle misure correttive.

Quanto alla seconda direzione, gli strumenti di vigilanza erano limitati, come sopra evidenziato, prima della riforma Solvency II, alle procedure di controllo interno (art. 212 c.a.p.), ai poteri di vigilanza informativa (art. 213 c.a.p.) e ispettiva (art. 214 c.a.p.).

Pur non escludendo la necessità di un’autoregolamentazione organizzativa del gruppo, l’intervento dell’autorità sulla *governance* limita alquanto le opzioni a disposizione dell’autonomia privata nella scelta del modo con cui gestire i rapporti tra controllante e controllata⁴⁰³.

La vigilanza sul gruppo non è più qualificata dal legislatore quale “vigilanza supplementare”. Prima facie, dunque, la novella sembra esprimere una scelta di fondo ben chiara: abbandonare le norme tese a rendere trasparenti gli assetti proprietari per meglio concentrarsi sul tema della vigilanza di tali gruppi, oggi molto più orientato alla stabilità del gruppo in funzione della stabilità dell’intero sistema finanziario⁴⁰⁴.

La trama di relazioni nei cui confronti oggi trova applicazione la vigilanza a livello di gruppo è oggi molto vasta. In questi termini l’albo delle società capogruppo viene mantenuto macambia natura: non ha una funzione costitutiva della vigilanza, ma una

l’attività d’impresa riguardi settori in cui rilevano particolari interessi generali, lasciare la organizzazione della stessa, e quindi anche la determinazione dei suoi sistemi di governo, integralmente alle scelte dell’autonomia privata”.

⁴⁰³ F. Guerrera, *Autoregolamentazione e organizzazione del gruppo di società*, op. cit., 596: “Il fenomeno si apprezza, infatti, più nitidamente proprio guardando alle discipline degli intermediari bancari e finanziari dettate in funzione degli obiettivi di “stabilità patrimoniale”, di “contenimento del rischio” e di “sana e prudente gestione”. Qui l’intervento (limitativo o conformativo) dell’autorità di vigilanza sull’autonomia della società si fa più penetrante, senza per ciò contraddire la necessità o opportunità di un’autoregolamentazione organizzativa del gruppo.”

⁴⁰⁴ A. Borselli, *Insurance group supervision in the European Union*, op. cit., ___

funzione di pubblicità notizia verso il mercato e gli assicurati⁴⁰⁵. Dopo l'entrata di Solvency dunque sembrano emergere due nozioni di gruppo: il gruppo grande allargato e il gruppo ex 210-ter c.a.p. ovvero composto dalle società iscritte all'albo.

L'art. 1, comma 1, lett *r-bis*), c.a.p., definisce un gruppo quale insieme di società con a capo una controllante⁴⁰⁶ o partecipante legate da una partecipazione⁴⁰⁷ o da direzione unitaria ovvero dall'instaurazione (contrattuale o di altro tipo) di rapporti finanziari solidi e sostenibili tra tali imprese a condizione che una delle imprese eserciti effettivamente un'influenza dominante sulle decisioni e che la costituzione e lo scioglimento di tali relazioni siano soggetti all'approvazione preventiva dell'autorità di vigilanza del gruppo.

I principali strumenti di vigilanza sul gruppo assicurativo sono rappresentati da quattro profili: i) la valutazione interna del rischio e della solvibilità di gruppo; ii) la vigilanza sulla concentrazione dei rischi⁴⁰⁸; iii) la vigilanza sulle operazioni infragruppo⁴⁰⁹; iv) e infine il sistema di governo societario di gruppo.

Accanto alle tradizionali forme di vigilanza, Solvency II ha introdotto nel titolo XV del c.a.p. importanti poteri conformativi e di intervento che hanno in parte ridisegnato i rapporti tra autonomia privata e diritto pubblico.

⁴⁰⁵ S. Marzucchi, *L'implementazione nazionale della nuova vigilanza sul gruppo introdotta da Solvency*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II*, Quaderno IVASS, n. 8, Aprile 2017, disponibile al sito www.ivass.it.

⁴⁰⁶ La società controllante, ex art. 1, comma 1, lettera *vv-bis.7*) è che esercita il controllo ai sensi dell'articolo 72, anche per il tramite di società controllate, fiduciarie o per interposta persona. E simmetricamente la società controllata è definita, dall'art. 1, comma 1, lett. *vv-bis.8*), come "una società sulla quale è esercitato il controllo ai sensi dell'articolo 72, anche per il tramite di società controllate, fiduciarie o per interposta persona".

⁴⁰⁷ Ex art. 1, comma 1, lettera *mm-bis*) è intesa come "la detenzione, diretta o tramite un rapporto di controllo, del 20 per cento o più dei diritti di voto o del capitale di una società, anche per il tramite di società controllate, fiduciarie o per interposta persona o comunque di una percentuale che consente l'esercizio di una influenza notevole sulla gestione di tale società".

⁴⁰⁸ Definite dal nuovo art. 1, comma 1, lettera *l-ter*) come "tutte le esposizioni al rischio che comportano perdite potenziali sufficientemente ampie da mettere a repentaglio la solvibilità o la posizione finanziaria dell'impresa di assicurazione o riassicurazione.

⁴⁰⁹ Definita dall'art. 1, comma 1, lettera *ll-bis*) come un'operazione in cui un'impresa di assicurazione o di riassicurazione si affida, direttamente o indirettamente, ad un'altra impresa nell'ambito dello stesso gruppo o ad una persona fisica o giuridica strettamente legata alle imprese nell'ambito di tale gruppo per ottemperare ad un obbligo, contrattuale o meno, e a fini o meno di pagamento.

Il riferimento è in primis al potere di procedere all'accertamento dell'esistenza del rapporto di controllo all'interno del gruppo e di procedere all'iscrizione all'albo delle società capogruppo (art. 210-ter, comma 5).

L'IVASS può inoltre, nel caso in cui per effetto di una acquisizione la struttura del gruppo non sia tale da assicurare la sana e prudente gestione, ostacoli l'esercizio dei poteri di vigilanza o derivi un pericolo per la stabilità stessa, condizionare o negare l'autorizzazione o l'acquisizione di partecipazioni soggette a comunicazione preventiva

4.3.2. Il regolamento IVASS n. 22 del 2016

Il regolamento 22 del 2016 ha sostituito il regolamento 15/2008 riprendendone la struttura (ambito e composizione del gruppo, poteri capogruppo e doveri controllate, statuti e disciplina dell'albo). È stato introdotto per recepire le disposizioni di Solvency II e fornire la cornice giuridica relativa alle modalità di applicazione degli strumenti di vigilanza di gruppo (tra cui solvibilità di gruppo, monitoraggio delle operazioni infragruppo, concentrazione dei rischi, la *governance*) la cui disciplina è recata da separati regolamenti. Il Regolamento ha inoltre provveduto a recepire le linee guida emanate da EIOPA sulla metodologia della valutazione dell'equivalenza da parte delle autorità nazionali di vigilanza ai sensi della direttiva Solvency II.

Come evidenziato nella relazione di accompagnamento al regolamento in analisi, in discontinuità con il regime previgente, non è riprodotto l'articolo 5, comma 2, del Regolamento n. 15/2008 il quale prevedeva che, al ricorrere di determinate condizioni, fosse possibile per l'Istituto individuare quale capogruppo un'entità societaria diversa la quale, ancorché non al vertice della struttura, esercitasse la direzione e coordinamento del gruppo. L'assenza di tale disposizione nel nuovo testo regolamentare è collegata all'innovazione significativa recata da Solvency II alla vigilanza sui gruppi.

La precedente disposizione regolamentare si inseriva, infatti, in un quadro legislativo caratterizzato da una norma nazionale che individuava come società capogruppo l'impresa di assicurazione, di partecipazione assicurativa o di partecipazione finanziaria mista che, nell'ambito del gruppo non era a sua volta controllata (art. 83 del

previgente c.a.p.) e dall'assenza di una normativa di rango europeo applicabile al gruppo assicurativo in quanto entità autonoma (a livello comunitario, infatti, era prevista esclusivamente una vigilanza di tipo supplementare sulle imprese di assicurazioni appartenenti ad un gruppo assicurativo (Direttiva 98/78/CE recepita agli art. 211 e ss. del Codice nella formulazione previgente).

Ai sensi dell'art. 4 del Regolamento 22/2016, fatto salvo quanto previsto dall'articolo 210-ter, comma 8, del Codice e dalle relative disposizioni di attuazione, l'IVASS verifica che la struttura del gruppo assicuri la sana e prudente gestione del gruppo e il corretto esercizio dei poteri di vigilanza.

Anche nei gruppi assicurativi si conferma la tendenza già registrata per l'impresa bancaria ovvero che le vicende societarie possono immediatamente riflettersi sull'attività imprenditoriale e l'esigenza che l'Autorità di Vigilanza cui interessa essenzialmente la seconda, possa intervenire anche con riferimento alle prime; si è detto anche che l'ingerenza di simili norme è tale che gli interessi dei soci e le ragioni stesse della loro partecipazione a una società "sono destinati a recedere di fronte a scelte che vogliono far prevalere la necessità di una sana e prudente gestione"⁴¹⁰.

Ai sensi dell'art. 10 del Regolamento 22/2016 ferma restando la responsabilità degli amministratori delle società del gruppo per gli adempimenti delle disposizioni applicabili, gli amministratori delle società di cui all'articolo 210-ter, comma 2, del Codice, danno attuazione⁴¹¹ ai provvedimenti adottati dalla società capogruppo, in esecuzione delle disposizioni impartite dall'IVASS nell'interesse della stabile ed efficiente gestione del gruppo. Gli amministratori delle società del gruppo inoltre devono fornire alla società di cui al comma 1 la necessaria collaborazione nonché ogni dato, documento ed informazione per l'adozione dei provvedimenti da parte di quest'ultima.

Il Regolamento dunque appare innovativo soprattutto in tema di sottogruppi nazionali

⁴¹⁰ C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune. Elastici e permeabilità dei modelli*, op. cit., 763.

⁴¹¹ G. Oppo, *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2001, vol. 1, 21: "Sembra anzi giusto considerare la direzione unitaria un potere-dovere, come è delle posizioni di comando che possano coinvolgere interessi di terzi e delle generalità. Questo sembra l'orientamento del t.u. bancario (n. 385/1993, art. 61) in materia di gruppi e di capogruppo".

la cui controllante sia fuori dal territorio nazionale e di gruppi transfrontalieri.

Scompare l'opzione di *opting out* precedentemente prevista, così come è scomparsa nel settore bancario nel senso che non è più una opzione per la società ultima controllante ma si innesta nel potere della autorità di vigilanza che può individuare il vertice del raggruppamento in un'altra società rispetto alla candidata capogruppo.

Parte della dottrina si è interrogata circa la possibilità per l'Autorità di vigilanza di dislocare diversamente il vertice del gruppo, fermo restando che dal regolamento non emerge una possibilità per l'impresa di esercitare tale opzione e laddove ciò garantisca maggiore efficacia alla vigilanza rispetto all'assetto che risulta dalla articolazione del raggruppamento. Inoltre è stato evidenziato che sul piano delle concretezze, l'assetto attuale può produrre una diversa articolazione dei gruppi settoriali e conglomerati, essendo possibile che il vertice di un conglomerato sia assegnato ad una società di partecipazione finanziaria mista, che potrebbe non risultare la capogruppo dell'omologo gruppo creditizio (per via dell'*opting out* conseguito in quell'ambito), mentre in campo assicurativo una analoga differente articolazione non risulterebbe concepibile⁴¹².

La normativa secondaria ripropone prerogative e poteri della capogruppo, nella qualità di referente della vigilanza, escludendo tuttavia l'inciso in base al quale i poteri di cui sopra sarebbero esercitati dalla capogruppo "nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento che le è propria". Anche le disposizioni in materia di statuti delle società capogruppo e delle società controllate non recano più la prescrizione secondo cui la prima esercita attività di direzione e coordinamento e le seconde ne riconoscono la sussistenza. Sul piano del sistema questa variazione è stata oggetto di qualche riflessione da parte della dottrina. È stato evidenziato, infatti, come il modello di riferimento sia sempre stato quello del c.d. gruppo accentrato, nel cui ambito le prerogative della capogruppo si estrinsecavano secondo forme di direzione e coordinamento nei confronti delle società ad esso appartenenti e reciprocamente di assoggettamento formale di queste ultime a tale direzione. Mentre, se posta a confronto con la disciplina comune, quella del regolamento 2016 "pare ridurre la

⁴¹² V. Troiano, *Struttura del gruppo, ruolo della capogruppo e poteri dell'IVASS*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II*, Quaderno IVASS, n. 8, Aprile 2017, 107.

necessaria convergenza tra esercizio dei poteri di capogruppo e direzione e coordinamento societari, connettendo direttamente i poteri della capogruppo alle funzionalità della trasmissione degli input di vigilanza di gruppo⁴¹³.

Parte della dottrina ha evidenziato inoltre come di notevole importanza sia anche l'art. 11, commi 3 e 4, del Regolamento IVASS n. 22/2016, recante prescrizioni statutarie nei confronti delle società controllate⁴¹⁴.

In tale prospettiva, si può certamente ritenere che la richiesta di previsioni statutarie conformi a quelle indicate nella richiamata disposizione regolamentare sia pienamente rispondente alla definizione, *ex ante*, di adeguati presidi di funzionalità e di effettività della vigilanza di gruppo, attraverso il rafforzamento del ruolo d'indirizzo della capogruppo, anche in termini di efficienza e fluidità decisionale. Tale rafforzamento si aggiunge alla capacità di condizionamento gestionale che la capogruppo è in grado di esercitare nei confronti delle controllate e del relativo management (nominato e revocato dall'azionista di riferimento), in espressione dei poteri di direzione e coordinamento che le competono in base alle norme civilistiche.

4.3.3. Il nuovo schema di Regolamento n. 2/2017

Come anticipato, lo schema di regolamento n. 2/2017 disciplina il tema della *governance* della singola impresa e quella del gruppo nell'ambito del medesimo testo recependo, tra l'altro, le linee guida emanate da EIOPA nel 2015; si compone di circa 100 norme, di cui circa 70 dedicate alle singole imprese e 30 ai gruppi.

Il regolamento in parte conferma e in parte emenda le disposizioni precedentemente contenute nel regolamento 20/2008 (in materia di controlli interni, gestione dei rischi, compliance ed esternalizzazione), nel regolamento 49/2011 (in materia di politiche di remunerazione) e nella circolare 574/2005 (in materia di riassicurazione passiva). La relazione di accompagnamento allo schema di regolamento, infatti, sottolinea come scopo principale delle nuove disposizioni è quello di rafforzare i requisiti qualitativi di gestione dell'impresa, per quanto l'approccio seguito dall'autorità di vigilanza sia stato

⁴¹³ V. Troiano, *Struttura del gruppo, ruolo della capogruppo e poteri dell'IVASS*, op. ult. cit., 108.

⁴¹⁴ P. Mariano, *Nuova disciplina della vigilanza sul gruppo: spunti interpretativi*, in 2017, *Quaderno IVASS* n. 8, 2017.

dichiaratamente di tipo conservativo, volto a salvaguardare il più possibile la struttura e l'impianto (tra gli altri) del regolamento 20/2008

Lo schema di regolamento 2/2017 inoltre, agli artt. 19 e 83, nell'ambito del sistema di gestione dei rischi, introduce una disciplina di dettaglio del piano di emergenza rafforzato a livello di gruppo.

Il gruppo è considerato nello schema di regolamento quale entità autonoma in modo ancor più netto rispetto ai precedenti regolamenti del 2008 e sono previste regole in materia di sistema di governo societario speculari a quelle previste in tema di singola impresa. Al tempo stesso, tuttavia, il Regolamento recepisce le principali peculiarità riscontrabili in tale ambito, e dunque la conciliazione di un sistema fortemente accentrato (ove la capogruppo costituisce il punto di riferimento centrale) con il rispetto della formale autonomia delle singole entità facenti parte del gruppo. Ai sensi dell'art. 70, dello Schema di regolamento 2/2017 (rubricato "Elementi ed obiettivi del sistema di governo societario di gruppo"), infatti, è previsto che l'ultima società controllante italiana "dota il gruppo [...] di un sistema di governo societario, adeguato alla struttura, al modello di business e alla natura, portata e complessità *dei rischi del gruppo e delle singole società partecipate e controllate*, che consente la sana e prudente gestione del gruppo".

E nuovamente emerge questo costante bilanciamento di interessi anche nel periodo finale del comma 1, dell'art. 70, ove si impone che il governo societario sia idoneo "ad attuare un controllo effettivo sulle scelte strategiche del gruppo nel suo complesso, *nonché* sull'equilibrio gestionale delle singole società".

Particolarmente importante appare poi anche la seconda parte, dell'art. 70, comma 1, ove si impone alla capogruppo di tenere conto degli interessi delle società che ne fanno parte e "delle *modalità attraverso le quali tali interessi contribuiscono all'obiettivo comune del gruppo nel lungo periodo*, anche in termini di salvaguardia del patrimonio".

Anche a livello di *governance* di gruppo, dunque, il legislatore impone una visione di lungo periodo, contribuendo a definire in concreto la formula della "sana e prudente gestione del gruppo".

Come per le imprese singole, poi, deve trattarsi di un sistema di governo societario che

deve caratterizzarsi per almeno otto elementi elencate all'art. 70, comma 1.

All'art. 71 dello Schema di regolamento sono ulteriormente ampliati e dettagliati gli obblighi in capo all'ultima società controllante. In particolare, sono distinti gli obblighi dell'alta direzione (art. 73) e quelli dell'organo di controllo (art. 74). Entrambi tali organi hanno il dovere di formalizzare le decisioni gestionali attraverso una apposita documentazione

È prevista all'art. 72 la costituzione di comitati endoconsiliari in proporzione alle dimensioni dell'impresa.

Così delineati i ruoli dei soggetti deputati alla *governance* a livello di gruppo, lo schema di regolamento si occupa poi dell'oggetto della disciplina, ovvero dei due sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi previsti anche per la singola impresa assicurativa.

Prende forma, quindi, con le nuove disposizioni di futura emanazione una disciplina dei rapporti infragruppo più improntata alla logica degli interessi sostanziali in gioco e tuttavia, al tempo stesso, una disciplina che non dimentica la rilevanza giuridica di avere all'interno di un complesso fenomeno economico, entità distinte, dotate di personalità giuridica che dunque come tali devono essere trattate anche nel rispetto degli organi che le compongono.

4.4. Un'analisi in parallelo

La *governance* del gruppo bancario e del conglomerato finanziario condivide numerosi profili di somiglianza con la *governance* del gruppo assicurativo, tra cui, per citarne alcuni, la difficile “gestione” dei profili di internazionalità del gruppo che rende estremamente difficile la sua risoluzione⁴¹⁵ (per la quale è stata proposta, ad esempio, l'istituzione di una sorta di corte internazionale, presso l'Aja come organo giudiziale competente per i procedimenti di risoluzione di tali gruppi⁴¹⁶); il problema della

⁴¹⁵ R. Herring, *The challenge of resolving cross-border financial institutions*, in *Yale journal on regulation*, 2014, 31, 853-882; K-Y Jin, *How to eat an elephant: corporate group structure of systemically important financial institutions, orderly liquidation authority and single point of entry resolution*, in *Yale law journal*, 2015, 1746-1789.

⁴¹⁶ S. Gopalan e M. Guihot, *Cross-border insolvency law and multinational enterprise groups: judicial innovation as an international solution*, in *George Washington international law review*, 2016, 549-616.

rilevanza sistemica (sul quale si è resa necessaria la creazione di alternative credibili che producano meno costi sociali rispetto ai salvataggi pubblici)⁴¹⁷; la disciplina delle operazioni intragruppo e la considerazione del gruppo quale “entità vigilata unica” caratterizzata da un minore rilevanza della distinzione formale delle singole entità presenti al suo interno.

4.4.1. La *governance* del gruppo bancario (...)

A differenza dell’ambito assicurativo, la *governance* del gruppo bancario è stata meno incisa a livello di normativa primaria dalla direttiva CRD IV che ha modificato solo alcune norme del t.u.b. e del t.u.f.. La materia, infatti, continua a essere disciplinata nell’ambito della vigilanza su base consolidata agli artt. da 59 a 69⁴¹⁸ (oltre ovviamente alle novelle in materia di misure di intervento precoce) tesi a regolare in parte i rapporti banca-impresa per i casi in cui le banche acquistino partecipazioni in altre imprese non finanziarie che dunque sono anch’esse sottoposte a vigilanza nei limiti di cui al t.u.b.⁴¹⁹.

È rimasto inalterato l’attuale art. 61 t.u.b. ai sensi del quale la capogruppo è soggetta ai controlli di vigilanza previsti dalla normativa bancaria e che la Banca d’Italia accerta che lo statuto della capogruppo e le sue modificazioni non contrastino con la gestione sana e prudente del gruppo. Al comma 4 si prevede che poi che la capogruppo emani disposizioni alle componenti del gruppo per l’esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d’Italia nell’interesse della stabilità del gruppo.

Sulla posizione della capogruppo, il dibattito degli interpreti si sviluppò sin dall’introduzione del t.u.b.⁴²⁰, ponendo il problema se si trattasse di un vero e proprio

⁴¹⁷ R. D. Guynn, *Are bailouts inevitable?*, in *Yale journal on regulation*, 2012, 121-154.

⁴¹⁸ R. Costi, *Le relazioni di potere nell’ambito dei gruppi bancari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 886: « La nozione di gruppopresa in esame dalla disciplina dei gruppi bancari è diversa da quella che si rintraccia in natura; è una figura artificiosa o, se si vuole, artificiale di gruppo, che esclude dal proprio ambito una serie di realtà, anche se fra le stesse esiste un rapporto di controllo »; G.F. Campobasso, *Gruppi e gruppi bancari: un’analisi comparata*, in *Banca borsa*, 1995, I, 729 ss.; Cappiello e Oliviero, *Il gruppo bancario e la vigilanza su base consolidata*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari* a cura di Galanti, Padova, 2008, 699 ss.

⁴¹⁹ R. Costi, *L’ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 651.

⁴²⁰ Ferro-Luzzo e Marchetti, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 462; R. Costi, *L’ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna,.

potere, cui faceva da contraltare una posizione di soggezione; o se al contrario si fosse dinanzi a “una mera forma di trasmissione all’interno del gruppo, per via “privata”, dei vincoli prudenziali disposti dall’autorità di vigilanza con riguardo all’intero gruppo”⁴²¹. A tal proposito, autorevole dottrina ha evidenziato come il progetto di governo societario del gruppo redatto dalla capogruppo anche per le società del gruppo riprovi il fatto che almeno per i gruppi bancari “il rapporto di gruppo è un rapporto giuridico e non di fatto e che tale rapporto comporta un potere giuridico di direttiva da parte della capogruppo e un dovere di comportamento della controllata”⁴²².

La disciplina di dettaglio della *governance* del gruppo bancario è oggi contenuta nella circolare 285/2013 così come modificata nel 2014 a seguito del recepimento degli accordi di Basilea III. Come emerge dalla premessa della circolare, in particolare, “crescente importanza è attribuita agli assetti di governo societario e al sistema dei controlli interni degli intermediari come fattore determinante per la stabilità delle singole istituzioni e del sistema finanziario nel suo insieme. In quest’area sono stati rafforzati i requisiti regolamentari concernenti il ruolo, la qualificazione, il funzionamento e la composizione degli organi di vertice; la consapevolezza da parte di tali organi e dell’alta direzione circa l’assetto organizzativo e i rischi della banca e del gruppo bancario; le funzioni aziendali di controllo, con particolare riferimento all’indipendenza dei responsabili della funzione, alla rilevazione dei rischi delle attività fuori bilancio e delle cartolarizzazioni, alla valutazione delle attività e alle prove di *stress*.”

Si legge inoltre che sotto un profilo di vigilanza, la struttura organizzativa adottata è quindi quella del gruppo “integrato” o “strategico”, che si caratterizza per il comune disegno imprenditoriale, per la forte coesione al proprio interno e per la sottoposizione a direzione unitaria. Il riconoscimento che nel gruppo viene a realizzarsi un disegno imprenditoriale unitario, posto in essere dalle distinte unità operative che ne fanno parte, richiede strumenti informativi, regolamentari e ispettivi per l’esercizio della

⁴²¹ Ricorda in questi termini il dibattito M. Lamandini, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 6, 665, ove anche i riferimenti per il dibattito, che rimane attuale, a seguito dell’introduzione nel codice civile della disciplina dell’attività di direzione e coordinamento.

⁴²² R. Costi, *Relazione introduttiva*, in *Il governo delle banche, Atti del convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, 2015, 5.

vigilanza su base consolidata. Resta ferma nei confronti delle singole componenti il gruppo l'applicazione delle eventuali discipline specifiche. Nell'ambito della disciplina del gruppo bancario viene lasciata all'imprenditore la scelta dell'assetto organizzativo e patrimoniale che meglio risponda ai suoi obiettivi gestionali. Tale assetto non deve tuttavia contrastare con le esigenze connesse alla vigilanza consolidata. In particolare, assumono rilievo gli aspetti di conoscibilità, da parte della competente autorità di vigilanza, sia degli obiettivi fissati, sia dei comportamenti tenuti dalle singole componenti. Di conseguenza vanno assicurate strutture organizzative del gruppo che consentano l'attuazione delle istruzioni emanate dalla Banca d'Italia e la loro verifica (titolo I, capitolo 2, circolare 285/2013)⁴²³.

Da quanto brevemente tratteggiato dunque, in ambito bancario, emerge ancora un approccio per così dire tradizionale per certi aspetti, che dunque disciplina la *governance* del gruppo avendo riguardo al singolo rapporto tra controllante e controllata e collocando il perno della vigilanza sul ruolo di "intermediario" che la controllante svolge nei confronti dell'autorità di vigilanza competente, senza imporre alla medesima un vero e proprio sistema di governo di gruppo.

Non vi è dubbio dunque che la disciplina bancaria, sin dall'approvazione del t.u.b. che non ha visto modificare l'art. 61, comma 4 si caratterizzi per specialità anche in materia di delimitazione dei diritti e obblighi degli amministratori risultando preponderante anche in tale ambito la disciplina della banca quale impresa prima ancora che società e dunque prescindendo da centri di imputazione formalmente autonomi e dando invece spazio alla sostanziale unità economica sottostante⁴²⁴.

⁴²³ È previsto infatti che: "La capogruppo verifica l'adempimento da parte delle singole componenti delle disposizioni emanate su istruzioni della Banca d'Italia per assicurarne il rispetto; ciò con particolare riguardo alla vigilanza informativa e alla vigilanza regolamentare riferita fra l'altro all'adeguatezza patrimoniale, alle partecipazioni detenibili, al contenimento del rischio, al governo societario, all'organizzazione amministrativo-contabile e ai controlli interni, ai sistemi di remunerazione e incentivazione. Gli amministratori delle società controllate, ivi incluse le società estere, sono tenuti a: - dare attuazione alle disposizioni emanate dalla capogruppo in esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia nell'interesse della stabilità del gruppo; - fornire ogni dato e informazione alla capogruppo per l'emanazione delle disposizioni e la verifica del rispetto delle stesse da parte di quest'ultima".

⁴²⁴ B. Libonati, *La responsabilità nel gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, 587: "sostanzialmente sulla premessa che l'impresa intesa come attività economica organizzata obiettivamente considerata deve essere tenuta presente nella sua globalità anche quando, per ragioni formali (più che sostanziali) [...] si frazioni in autonomi centri di imputazione di diritti e di doveri; e disponendo allora nel senso che tale autonomia formale ceda, per quanto adesso ci occupa, ad una ininterrotta sequenza dispositiva dall'alto

Come evidenziato da parte della dottrina negli anni 90', vi sono quindi delle analogie tra vigilanza del settore bancario e assicurativo date soprattutto da simili situazioni di asimmetria informativa nei confronti dei contraenti, nella necessità di utilizzare tecniche di valutazione del rischio e di controllo dello stesso, di comuni criteri prudenziali di dimensionamento del valore massimo dei rischi assumibili (coefficienti per le banche e margini di solvibilità per le compagnie); problemi di disallineamento di liquidità; problemi di costruzione dei prodotti e necessità di preservare la fiducia della clientela e un problema di trasparenza⁴²⁵.

Anche in tale contesto, la vigilanza pubblica fa sì che nel caso in cui sussistano fra più società legami di controllo, il gruppo viene considerato come una singola impresa per quanto concerne l'analisi della sua situazione finanziaria, in particolare della rischiosità complessiva, sotto i profili della qualità del credito, della concentrazione dello stesso, della quantificazione del patrimonio e della stima della redditività⁴²⁶.

4.4.2. (...) e quella del conglomerato finanziario

Il culmine degli intrecci tra settore bancario e assicurativo e delle similitudini in termini di *governance* è raggiunto probabilmente nella normativa dedicata ai conglomerati finanziari. Sulla spinta della normativa europea, anche la legislazione italiana ha preso atto che non è più così saldamente ancora l'antica espressione per cui il sistema finanziario, come la Gallia descritta da Giulio Cesare nel suo *De bello gallico*, "*dividitur in parte tres*"⁴²⁷. E se ancora pare difficile parlare di un "supermercato finanziario" all'interno del sistema italiano, ancora fortemente caratterizzato dal ruolo preponderante degli enti creditizi, indubbiamente le numerose convergenze nelle regole sul come gestire le imprese rappresentano uno dei molti indizi che conducono a una disciplina sempre più unitaria del fenomeno finanziario nel suo complesso.

verso il basso e ad una altrettanto ininterrotta sequenza informativa dal basso verso l'alto, il tutto in un contesto di collaborazione finalizzato appunto al rispetto delle norme sulla vigilanza consolidata".

⁴²⁵ F. Cesarini e R. Varaldo, *Introduzione*, in *Banche e assicurazioni*, Utet, 1992, 2.

⁴²⁶ C. Brescia Morra, *Le banche*, 2016, 336.

⁴²⁷ M. Orio, *Evoluzione della finanza e distribuzione assicurativa*, in *Assicurazione e prodotti finanziari*, a cura di G. Sacerdoti, Giuffrè, Milano, 2000, 12-13 il quale richiama alcuni atti del convegno tenutosi a Lecce il 15 aprile 1996.

In linea approssimativa si tratta di gruppi che si occupano sia di diritto bancario che assicurativo e si caratterizzano dunque per un certo grado di finanziarietà, di eterogeneità delle attività poste in essere e di significatività delle stesse.

A differenza del gruppo bancario, il conglomerato finanziario è disciplinato da una normativa primaria che si occupa esplicitamente dei controlli interni e della gestione del rischio. Ai sensi dell'art. 10 del d.lgs n. 142/2011 infatti, le imprese regolamentate attuano, nell'ambito del conglomerato finanziario, adeguati meccanismi di controllo interno e procedure di gestione del rischio, comprese eventuali idonee procedure amministrative e contabili. In particolare, le procedure di gestione del rischio devono includere quattro profili: 1) il «governo societario e la gestione sani»; 2) le opportune politiche di adeguatezza patrimoniale; 3) le procedure per il monitoraggio dei rischi; 4) e, infine, gli accordi per sviluppare adeguati regimi e piani di risanamento e risoluzione della crisi. In parallelo, i meccanismi di controllo interno devono essere costituiti da due profili meccanismi adeguati (anche al fine di stabilire un collegamento corretto tra mezzi propri e rischi) e valide procedure di segnalazione e contabili per l'accertamento di operazioni intragruppo e concentrazione di rischi.

La c.d. *internal governance* del conglomerato dunque appare per certi aspetti più dettagliata del gruppo bancario e in parte anticipatrice di quanto è stato previsto per il gruppo assicurativo c.d. omogeneo.

Tra gli aspetti che accomunano i gruppi creditizi, assicurativi e conglomerati si colloca anche la comune ispirazione di fondo consistente nel “mantenere opzioni di funzionamento della vigilanza di gruppo su livelli inferiori quando questo può determinare un più efficace svolgimento dei compiti di supervisione⁴²⁸”.

4.5. Su alcuni possibili riflessi della nuova *governance*

Dal sistema di *governance* sin qui delineato emergono dunque alcune specificità nell'ambito dei gruppi non riscontrabili nel diritto comune.

In primo luogo, è abbandonato l'approccio essenzialmente auto-regolatorio a favore di una formale regulation e un nuovo coinvolgimento delle autorità. Il precedente

⁴²⁸ V. Troiano, *op. cit.*, 112.

approccio “comply or explain” è oggi sempre più criticato come inefficiente ed è stato largamente abbandonato, soprattutto nei settori finanziari. Si è avuto dunque un passaggio a norme imperative che si sta spostando anche sul diritto societario dal momento che sempre più ordinamenti stanno introducendo requisiti nella corporate governance⁴²⁹.

Così stando le cose, potrebbe sorgere il dubbio di un interesse di gruppo indicativo di una nuova e distinta soggettività di diritto sostanziale⁴³⁰, di un nuovo concetto di gruppo assicurativo come soggetto di rilievo pubblicistico nell’ambito dei controlli di vigilanza e come soggetto di rilievo giusprivatistico nell’ambito del diritto d’impresa⁴³¹.

Tuttavia, nonostante le numerose norme di dettaglio tanto nell’ordinamento bancario quanto in quello assicurativo⁴³², si tratta di contesti ove la preminenza del diritto speciale sulle norme di diritto comune e l’impatto economico delle crisi finanziarie⁴³³ agiscono in termini di complementarità e non di deroga totale.

Quanto al grado di dettaglio della disciplina, come si è avuto modo di evidenziare in precedenza, numerose sono le critiche in dottrina; secondo alcuni orientamenti, ad esempio, “un intervento particolarmente penetrante e rigido nella regolamentazione della organizzazione della impresa può apparire non adeguato sul fronte del mercato dei titoli, dove invece sarebbe necessaria una maggiore flessibilità e una maggiore

⁴²⁹ Anche se non poche critiche sono mosse alla legislazione finanziaria in tempi di crisi a causa delle strutturali carenze che questa avrebbe dimostrato nelle ultime crisi, R. Romano, *Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation*, in *Hofstra law review*, 2014, 25-94.

⁴³⁰ C. G. Corvese, *Assetti proprietari e gruppo nel diritto delle assicurazioni: alcuni spunti di riflessione*, in *Studi per Franco Di Sabato, I, Diritto dell’economia*, Edizioni Scientifiche Italiane, 207.

⁴³¹ L. Desiderio, *Il codice delle assicurazioni: profili generali*, in *Le assicurazioni private*, a cura di G. Alpa, Torino, 2006, 757.

⁴³² F. Vella, *La corporate governance nelle banche tra regole di vigilanza e disciplina del mercato*, in *Banca impresa società*, 1998, 73 ss che in riferimento alla legge bancaria del 1936 sottolinea che “era, quella, una disciplina che proprio nell’ingerenza della norma amministrativa nella organizzazione del soggetto societario trovava uno dei presupposti per il raggiungimento degli obiettivi di stabilità del sistema e di tutela del risparmio che l’ordinamento si era dato”.

⁴³³ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, Il Mulino, 2014, 68: gli Stati “producono un minor numero di pubblicizzazioni di imprese, ma un maggior numero di regole”.

autonomia per consentire di attrarre capitali su quelle intraprese economiche e renderle quindi rispondenti alle aspettative degli investitori”⁴³⁴.

Appare difficile poi concettualizzare dalle nuove regole di *governance* una nuova entità di gruppo autonoma perché, come scritto in passato “confondere allora l’organizzazione di gruppo con l’organizzazione di impresa è conclusione viziata di concettualismo; laddove l’approccio coerente è di verificare il fatto, individuando quando all’organizzazione di gruppo si aggiungano frammenti di organizzazione di impresa, tali da imporre ciò che una volta veniva chiamato superamento della persona giuridica, e che più correttamente va forse inteso come consapevolezza dei limiti della nozione di persona giuridica per ciò che adesso ci occupa”⁴³⁵.

Autorevole dottrina dunque si è chiesta, alla luce di tale assetto normativo se il gruppo serva alla gestione di iniziative imprenditoriali complesse e all’ottimizzazione del capitale oppure se il suo scopo principale non sia quello di fungere da referente dell’autorità di vigilanza⁴³⁶.

Tradizionalmente, si è sostenuto che l’art. 2380-bis per cui “la gestione dell’impresa aspetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie

⁴³⁴ M. S. Richter jr., *L’organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, op. cit., 420. Sui rischi di una collisione tra esigenze di stabilità finanziaria e perseguimento di stabilità economica, F. Tutino, *Vigilanza unica europea e squilibrio di rischiosità delle banche: verso nuove regole di limitazione dei rischi?*, in *Bancaria*, 2014, 3, 17. Sottolinea, peraltro, l’interazione tra i due concetti, in termini di “finanziarizzazione dell’economia”, ovvero “l’attivazione di forme operative disancorate da qualsivoglia riferimento al reale (essendo protese al perseguimento dei benefici rivenienti da un’altalenante variazione dei corsi dei titoli)”, F. Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali*, op. cit., 96.

⁴³⁵ B. Libonati, *Gli atti compiuti dalla società controllata a favore della società controllante*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, II, 220 ss.

⁴³⁶ Nella dottrina statunitense, in tema di servizi finanziari, un approccio troppo “entity centred” è stato ampiamente criticato da A. K. Krug, *Escaping entity-centrism in financial services regulation*, in *Columbia law review*, 2013, 113, 2109: “it should be clear that overcoming regulation’s entitycentrism does not entail defeating important goals of corporate *governance*. For example, the project does not, nor should it, have any implications for limited liability principles protecting shareholders. [...] The important part of rethinking regulation is the recognition of the forces that cause it to fail. For it is that recognition that permits moving beyond piecemeal, one-off fixes for crisis events and newly discovered problems, to more encompassing, and more coherent, financial services regulatory approaches. In this day and age, with ever more complex corporate structures, only such approaches will sustain the work that financial services regulation is supposed to do”.

per l'attuazione dell'oggetto sociale" operi anche per gli amministratori di società controllate appartenenti a un gruppo⁴³⁷.

Al tempo stesso, risulta altrettanto condivisa l'idea per cui "in un ordinamento che riconosce il fenomeno della 'eterogestione' della società c.d. dipendente [...], non può più essere affermato, in senso assoluto, un principio di (completa) autonomia gestionale (e giuridica) di questo modello di società"⁴³⁸.

Gli amministratori della società eterodiretta, infatti, sono privi del potere di c.d. alta amministrazione e possono essere privati di alcuni poteri di gestione ordinaria, dal momento che la capogruppo rimane libera di realizzare un modello di gruppo più o meno accentrato⁴³⁹.

Lo conferma, tra l'altro, anche l'art. 5, comma 6, schema di regolamento 2/2017. L'organo amministrativo assicura che le politiche, parte del sistema di governo societario, siano coerenti tra loro e con la strategia dell'impresa e laddove l'impresa faccia parte di un gruppo, con le politiche di gruppo.

Se dunque è innegabile che in tali contesti l'impresa è intesa non tanto "nel suo significato di singolo operatore in un mercato, strumento di profitto per chi l'attività intraprende, ma anche e per certi aspetti soprattutto nel suo ruolo sistemico", come dimostra la normativa che impone estrema attenzione al rischio di contagio⁴⁴⁰ e come si avrà modo di approfondire nel corso del capitolo 5, è altrettanto vero che i principi tradizionali della personalità giuridica impediscono per certi aspetti di operare per osmosi nell'individuazione delle responsabilità delle singole componenti.

⁴³⁷ Di recente, G. Guizzi, *Amministrazione della società, Commento sub art. 2380-bis*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, a cura di D.U. Santosuosso, Utet, 2015, 79, il quale evidenzia che la riforma del diritto societario del 2003 ancora non consenta di ritenere esistente nel nostro ordinamento "un organico statuto organizzativo della società per azioni di gruppo e, comunque, se anche si ritenga possibile individuarne alcuni frammenti, che tra essi non possa annoverarsi la "disapplicazione" del principio che vuole la competenza della gestione devoluta in via esclusiva agli amministratori, al più potendosi prospettare solo una sua differente "declinazione".

⁴³⁸ U. Tombari, *Diritto dei gruppi di imprese*, Giuffrè, Milano, 2010, 107-108.

⁴³⁹ U. Tombari, *Diritto dei gruppi di imprese*, op. ult. cit., 109.

⁴⁴⁰ C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, op. cit., 762.

Fermo restando che il settore assicurativo ha dato miglior prova di sé nel corso delle crisi finanziarie⁴⁴¹, i gruppi di tale settore, per la loro tendenzialmente interconnessione con altre attività finanziarie, rappresentano uno degli aspetti più problematici⁴⁴².

Il gruppo, dunque, rappresenta l'esempio più significativo dell'approccio sostanziale della vigilanza, al di là delle etichette che i singoli ordinamenti danno ai propri tipi legali di società per azioni; obiettivo è infatti quello di superare la eccessiva segmentazione dei settori finanziari e di conseguenza degli attori che ne fanno parte (il problema del "*too fragmented to be resolved*"⁴⁴³), e più in generale di svincolare l'attività di vigilanza dalle forme giuridiche a favore della sostanza economica del gruppo e degli interessi ad essa sottesi⁴⁴⁴.

In tale contesto, gli strumenti della *governance*, intesi quali mezzi qualitativi da affiancare ai requisiti quantitativi (come quelli sul capitale, ad esempio), hanno costituito, in termini di accentuazione o allentamento dei controlli "il fulcro delle diverse strategie di vigilanza che si sono succedute nel tempo, dalla vigilanza strutturale a quella prudenziale e, da ultimo, a quella europea"⁴⁴⁵.

Le crisi finanziarie e l'avvento del diritto dell'Unione Europea in quella che, soprattutto per l'ambito dei settori finanziari, è stata definita una vera e propria costituzione economica europea, hanno determinato in tutti e tre i settori campi di

⁴⁴¹ D. Focarelli, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nella crisi finanziaria: Solvency II è una risposta adeguata?*, in *Banca impresa società*, 2010, 2, 269-282.

⁴⁴² E. F. Brown, *Implementing Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act: will the Federal Insurance Office improve insurance regulation?*, in *University of Cincinnati Law Review*, 2012, 81, 551.

⁴⁴³ E. Hupkes, "*Form follows function*" – *A new architecture for regulating and resolving global financial institutions*, in *European business organization law review*, 2009, 10, 374: "In other words - borrowing from the architectural jargon - (legal) form does not follow function. During good times, firms gain significant efficiency benefits from the use of legal entities to book transactions across borders but in bad times the costs to society can be enormous".

⁴⁴⁴ *Ex multis*, E. Hupkes, "*Form follows function*" – *A new architecture for regulating and resolving global financial institutions*, *op.cit.*, 377: "Banking supervisors tend to pay little attention to legal form and national jurisdiction in their ongoing supervision of financial groups".

⁴⁴⁵ L. Donato, *La specialità della società bancaria alla luce della nuova disciplina della vigilanza europea sulla governance*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 207.

intervento particolarmente ampliati e rafforzati, con una conseguente concentrazione di compiti e poteri che non si rileva nelle altre amministrazioni ordinarie⁴⁴⁶.

L'intervento statale giustificato dalla stabilità finanziaria è stato tale da portare parte della dottrina americana a parlare di “the State as a stakeholder in the corporate governance of banks” e nella vigilanza “the concept of systemic importance has replaced the concept of national security”⁴⁴⁷. Non a caso, si sono moltiplicati gli studi che accanto alle misure di intervento sulle imprese di particolari settori finanziari, hanno analizzato l'assetto della vigilanza macroprudenziale alla ricerca di un equilibrio tra libertà di iniziativa economica delle imprese e interesse pubblico⁴⁴⁸.

Concorrono poi a configurare un sistema di governa del tutto particolare anche la disciplina delle operazioni intragruppo e di risoluzione delle crisi. Si tratta infatti, di ambiti in cui è creato un effetto diretto non solo nelle operazioni all'interno del gruppo ma anche nella posizione degli amministratori delle controllate. Di conseguenza è stata avanza l'ipotesi per cui la c.d. “dottrina di Rozenblum” potrebbe costituire il primo fattore di applicazione della disciplina speciale anche ai gruppi di diritto comune, o meglio ai sottogruppi di diritto comune, facenti parte di un gruppo di diritto speciale⁴⁴⁹.

Alla luce del quadro normativo tratteggiato, fortemente “pubblicizzato” e irrigidito, sorge spontaneo l'interrogativo: “will this also guarantee a “good” governance?”⁴⁵⁰. Il pericolo, infatti, di una simile intensità di regolamentazione sulla *governance* potrebbe “importare” nell'organizzazione e nella gestione delle imprese anche alcune

⁴⁴⁶ S. Amorosino, “Costituzione economica” e diritto amministrativo nel Codice delle assicurazioni, nel T.U. bancario e nel T.U. dell'intermediazione finanziaria, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, 2, 233.

⁴⁴⁷ H.-J. Kim, *Financial regulation and supervision in corporate governance of banks*, in *Journal of corporation law*, 2016, 41, 715-716.

⁴⁴⁸ A.W. S. Duff, *Central Bank independence and macroprudential policy: a critical look at the U.S. financial stability framework*, in *Berkeley business law journal*, 2014, 11, 220: “The Federal Reserve, while it retains a key voting position on the Council, is ultimately little more than a voting member, although it retains authority to implement many of the primary tools of macroprudential policy without an express financial stability mandate. In short, while FSOC provides a laudable first step towards a robust financial stability framework, its institutional configuration ultimately may compromise its effectiveness”.

⁴⁴⁹ E. Wymeersch, *The European system of financial supervisors and its meaning for company law*, *op.cit.*, 491.

⁴⁵⁰ E. Wymeersch, *The European system of financial supervisors and its meaning for company law*, *op.cit.*, 492.

caratteristiche negative delle amministrazioni pubbliche italiane: “formalismo, deresponsabilizzazione, dequotazione del merito delle scelte e dei risultati”⁴⁵¹.

CAPITOLO 5

IL RISCHIO SISTEMICO E I RIFLESSI SULLA *GOVERNANCE* ASSICURATIVA

“Stiamo per fallire Louis? Dimmi la verità”

“Fai la domanda sbagliata, Jacob. La domanda esatta è: chi non fallirà?”

Dal film *Wall Street*, Oliver Stone, 2010

SOMMARIO: 1. Introduzione; 2. Il rischio sistemico; 2.1. Nel sistema finanziario; 2.2. Nel settore assicurativo; 3. Gli interventi degli organismi internazionali e delle autorità di vigilanza; 3.1. L’ordinamento statunitense; 3.2. L’ordinamento europeo; 4. Conseguenze sulla *governance* dell’impresa sistematicamente rilevante; 4.1. Profili di diritto pubblico: una teoria dell’impresa assicurativa quale ente pubblico e dell’attività assicurativa quale pubblico servizio?; 4.2. Un modello di *governance* “*systemic stakeholders oriented*”?; 4.2.1. Sulla stabilità finanziaria come “nuovo”*common good*; 4.2.2. Su alcuni possibili riflessi intra-societari.

⁴⁵¹ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, op. cit., 140, il quale evidenzia che il fenomeno appare paradossale pensando al concetto di amministrazione di risultato che si vorrebbe affermare nel diritto amministrativo.

5.1. Introduzione

Dal sistema di *governance* sin qui tratteggiato emerge un quadro di “*check and balances*” che sicuramente si distingue dall’ordinario panorama di regole del diritto comune. Chiarito ciò, il presente capitolo intende evidenziare un ulteriore profilo di differenziazione che può seguire alla qualificazione di un’impresa assicurativa quale impresa sistematicamente rilevante⁴⁵². Benché non vi siano espresse conseguenze in tale senso, infatti, vi sono alcuni addentellati sistematici che potrebbero condurre all’imposizione di interventi di tipo qualitativo ed *ex ante* rispetto, ad esempio, ai diversi interventi di tipo quantitativo (*ex ante*, requisiti di capitale) o *ex post* (le regole di responsabilità o di risoluzione delle istituzioni in crisi)⁴⁵³.

Con l’intento di illustrare alcune possibili ricadute della *governance* delle imprese sistematicamente rilevanti, sulla cui complessità si sono soffermati alcuni autori⁴⁵⁴, l’analisi si soffermerà dunque dapprima sul concetto stesso di rischio sistemico e sulle iniziative adottate nei più rilevanti mercati assicurativi (quello statunitense e quello europeo), in seguito tenterà di delineare alcuni possibili riflessi legati alla stabilità finanziaria, intesa anche quale possibile “*common good*” in funzione conformativa dell’autonomia privata nell’ambito della organizzazione e gestione della società.

In tale contesto, accanto ai tradizionali conflitti di interessi sin qui illustrati⁴⁵⁵, si inserisce la nuova necessità di garantire che certi tipi di imprese finanziarie, se dotate di caratteristiche che si illustreranno a breve, limitino ulteriormente il proprio campo di

⁴⁵² C. Thimann, *What is insurance and how does it differ from general finance?*, in *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, a cura di F. Hufeld, R. s. j. Koijen e C. Thimann, Oxford University Press, 2016, 5 ss.

⁴⁵³ Si è aperta la discussione su un flusso regolatorio da molti ritenuto eccessivo rispetto alla ciclicità dei mercati con il dubbio che possa essere in grado di prevenire una crisi con le caratteristiche di quella del 2007-2008, ma non di evitare che riaccada una crisi sistemica con nuove caratteristiche. J.N. Gordon e C. Muller, *Confronting financial crisis: Dodd-Frank’s dangers and the case for a systemic emergency insurance fund*, in *Yale journal of regulation*, 2011, 28, 151-211. J.C. Coffee, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reforms tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, 2012, in *Columbia Law and Economics Working Papers*, 414, 1-83, www.ssrn.com. I. Anabtawi e S. Schwarcz, *Regulating systemic risk: towards an analytical framework*, cit. 1349-1412.

⁴⁵⁴ R. L. Lumsdaine, D. N. Rockmore, N. Foti, G. Leibon, J.D. Farmer, *The intrafirm complexity of systemically important financial institutions*, 2016.

⁴⁵⁵ Per una recente illustrazione delle tipologie di conflitti che caratterizzano la s.p.a., L. Enriques, *Società per azioni* (voce), in *Enc. dir.*, 2017.

azione per non mettere in pericolo la stabilità dell'intero sistema entro cui operano.

La tematica ha rilevanza globale ed è nata soprattutto con riferimento al sistema bancario a seguito della crisi finanziaria del 2007-2009. Tuttavia, il salvataggio pubblico del colosso assicurativo americano AIG nel 2009, ha esteso il problema anche in ambito assicurativo, ove si è assistito a una nuova ondata di regolazione con la quale autorità di vigilanza, regolatori e organismi internazionali hanno preso atto che il sistema finanziario e, di conseguenza l'economia reale, può essere destabilizzato non solo dagli istituti di credito ma anche da altri tipi di istituti finanziari⁴⁵⁶.

Il problema si rivela centrale se si considera l'importanza della stabilità finanziaria rispetto alla crescita economica; alla luce di alcuni recenti studi, infatti, i sistemi finanziari (i) più orientati al mercato, (ii) con una maggior presenza di banche straniere, (iii) più concorrenziali, ovvero meno concentrati e con spread bancari più contenuti, (iv) con una maggior propensione delle imprese a quotarsi e (v) con mercati azionari meno volatili, sono caratterizzati da tassi di progresso tecnico superiore a quello sperimentato da Paesi con sistema finanziari ugualmente sviluppati ma privi di queste caratteristiche⁴⁵⁷.

5.2. Il rischio sistemico

5.2.1. Nel sistema finanziario

Come anticipato, il problema del rischio sistemico è stato ampiamente analizzato nel settore bancario⁴⁵⁸ e meno in altri settori. Si tratta di un fenomeno sicuramente complesso, non facilmente misurabile⁴⁵⁹, e sul quale anche il regolatore e le Autorità di vigilanza si stanno da tempo interrogando nel tentativo di individuarne gli effettivi

⁴⁵⁶ F. Vella, *Introduction. Solvency II: reasons behind a handbook*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, a cura di M. Andenas, R. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017, 17-25.

⁴⁵⁷ L. Giordano e C. Guagliano, *Financial architecture and the source of growth, International evidence on technological change*, *Quaderni di finanza*, Consob, 2014,

⁴⁵⁸ J. R. Macey e J. P. Holdcroft Jr., *Failure is an option: an Ersatz-antitrust approach to financial regulation*, in *Yale law journal*, 2011, 1368-1419, i quali propongono un nuovo approccio definito "bright-line rule" la quale "would require the largest financial institutions to choose between downsizing themselves in order to comply with the size rule or acquiescing to a government-mandated breakup plan".

⁴⁵⁹ M. Rodriguez-Moreno e J. I. Pena, *Systemic risk measures: the simpler the better?*, in *Journal of banking and finance*, 2013, 1817-1831.

confini e le modalità per definire adeguati assetti prudenziali⁴⁶⁰.

Le cronache bancarie (Lehman Brothers' nel 2008) e delle crisi finanziarie (tra le più recenti, quella del debito sovrano nel 2011⁴⁶¹) hanno messo in luce che soprattutto l'insolvenza degli istituti di credito, per il rapporto di fiducia che le lega ai risparmiatori e i classici effetti a catena su altri intermediari, avrebbe potuto mettere in pericolo la stabilità di tutto il sistema.

Prima di tali crisi, infatti, era diffusa la convinzione che attraverso la redistribuzione e diversificazione dei rischi all'interno del mercato si potesse mitigare in maniera efficace il rischio finanziario. La constatazione trovava un proprio fondamento a livello di singola impresa, tuttavia non teneva in adeguata considerazione il fatto che il rischio in sé non era eliminato ma semplicemente “spostato”⁴⁶².

A seguito delle crisi, si sono dunque moltiplicati gli studi sulla materia che hanno nel complesso evidenziato come le dimensioni dell'impresa non siano l'unico fattore importante nella valutazione sulla rilevanza sistemica della stessa, dovendosi invece tener conto anche della sua interconnessione (e dei correlati rischi di contagio), della

⁴⁶⁰ A. Brozzetti, *I nuovi standard per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, 2, 203 ss; K. Giesecke, B. Kim, *Systemic risk: what defaults are telling us*, in *Management science*, 57, 2011, 1387-1405: “The measurement of systemic risk involves two problems: the quantification of the systemic risk as a whole, and the allocation of that risk to individual institutions”; R. Engle E. Jondeau, M. Rockinger, *Systemic risk in Europe*, in *Review of finance*, 19, 2015, 145-190 che hanno esaminato 196 grandi istituzioni finanziarie dal gennaio del 1990 ad agosto 2012 riscontrando che banche e assicurazioni hanno sostenuto, in quel periodo, rispettivamente l'83% e il 15% del rischio sistemico europeo.

⁴⁶¹ L. Black, R. Corea, X. Huang e H. Zhou, *The systemic risk of European banks during the financial and sovereign debt crises*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 63, 107-15 che analizzano la differenza tra il rischio sistemico registratosi durante la crisi del 2007-2009 e quello invece del 2011: “In 2008 and 2009, the movement in the indicator for European banks reflects spillovers from the U.S. financial crisis. All banks across the region felt the stress produced by the failure of Lehman Brothers in 2008. During this stage of the global financial crisis, market perception of the systemic risk of European banks appears to have been mainly driven by the risk premium component. This suggests that the stress was mostly due to heightened risk aversion and liquidity hoarding in global financial markets. The elevated systemic risk of European banks during the sovereign debt crisis—reaching its height in 2011—was largely due to increased default risk. Systemic risk quickly increased with the Greek bailout agreement in May 2010 and, as the European sovereign debt crisis unraveled, the systemic risk of European banks rapidly rose to its highest peak in November 2011. Physical default probabilities of European banks rose substantially in the second half of 2011, which points to real solvency risk as a major contributor to systemic risk. This suggests that European banks were faced with real solvency threats from their balance sheets, likely due to their holdings of peripheral European sovereign debt. Systemic risk only began to decline at the end of 2011, which may be attributable to additional liquidity injections from the European Central Bank (ECB).”.

⁴⁶² Sul tema in questi termini, di recente, S. Masciantonio e A. Zaghini, *Systemic risk and systemic importance measures during the crisis*, in *Banca d'Italia working papers*, 2017, n. 1153, 5 e ss.

mancanza di sostituibilità e della complessità strutturale e operativa⁴⁶³, lasciando emergere nel complesso una più difficile prevedibilità degli scenari sistemici a causa della loro correlazione a numerose variabili⁴⁶⁴.

A questi studi si sono aggiunte numerose iniziative delle autorità di vigilanza tese a imporre requisiti di vigilanza differenti per le imprese sistematicamente rilevanti (sulle quali par.3).

Tra i più recenti traguardi delle analisi sul tema, possono sicuramente annoverarsi *i*) le differenti misurazioni relative rispettivamente ai concetti di “rischi sistemico” e di “rilevanza sistemica”, fornite da un combinato di metodi di calcolo al fine di determinare la complessiva esposizione sistemica attesa relativa a un’impresa finanziaria (c.d. “systemic expected exposure, SEE)⁴⁶⁵; *ii*) l’affinamento delle tecniche di composizione del capitale delle banche, alla luce della riscontrata crescita del rischio sistemico proporzionalmente alla crescita delle dimensioni di una banca e inversamente a quelle del suo capitale⁴⁶⁶.

5.2.2. Nel settore assicurativo

Il salvataggio pubblico di AIG, costato al governo americano 85 miliardi di dollari, ha segnato indubbiamente un momento fondamentale nell’evoluzione del mercato assicurativo mondiale⁴⁶⁷ che ha ridisegnato le fondamenta della vigilanza assicurativa

⁴⁶³ International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, (IMF/BIS/FSB), 2009, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Ottobre 2009.

⁴⁶⁴ S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, op. cit., 52.

⁴⁶⁵ S. Masciantonio e A. Zaghini, *Systemic risk and systemic importance measures during the crisis*, op. cit., 7 i quali evidenziano che: “The two definitions highlight the different nature of the phenomena: systemic risk is related to the time-varying probability that a dangerous event for the financial stability may happen, whereas the concept of systemic importance hinges on the magnitude of the disruptive effects that a default of an institution may cause”.

⁴⁶⁶ L. Laeven, Lev Ratnovski e H. Tong, *Bank size, capital, and systemic risk: some international evidence*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 69, S25-S34.

⁴⁶⁷ Per alcuni spunti sulle cronache dell’epoca e in particolare la qualificazione di assicurazioni sistematicamente rilevanti di AIG, Prudential e MetLife, R. K. Girasa, *Shadow banking, The rise, risks and rewards of non-bank financial services*, Palgrave Macmillian, 2016, 231-278, il quale evidenzia pag. 240 le differenti reazioni dei gruppi: mentre Prudential appellò la decisione ma perse l’appello e decise di non proseguire oltre nel contenzioso, AIG ritenne che tale determinazione fosse di beneficio

e del sistema regolatorio negli Stati Uniti in primis⁴⁶⁸, e in Europa come parziale riflesso.

Per meglio comprendere in che termini il rischio sistemico si configuri in ambito assicurativo, occorre ripercorrere brevemente alcune caratteristiche dell'attività già in parte accennate nel corso del primo e del terzo capitolo.

Come sopra illustrato, infatti, le polizze assicurative sono tradizionalmente distinte – in base alla loro disciplina e agli effetti economici che esse producono sull'impresa e sul mercato⁴⁶⁹ - in polizze assicurative per la vita e polizze assicurative contro i danni. L'art. 2 del Codice delle assicurazioni private, riproduce questa *summa divisio* operando una catalogazione basata su gruppi di rischi omogenei dedotti in contratto (c.d. rami assicurativi, sei per il comparto vita, e diciotto per il comparto danni)⁴⁷⁰.

All'interno del ramo vita, un'ulteriore divisione viene effettuata tra le polizze vita pure⁴⁷¹ (rami I sulla durata della vita umana, II, di nuzialità e natalità, e IV, assicurazione malattia e assicurazione contro il rischio di non autosufficienza che *siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità*;) e quelle “miste-finanziarie” (rami III, le categorie vita direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento, V, le operazioni di capitalizzazione, VI, le operazioni di

alla società perché dimostrava la sua forza finanziaria. MetLife invece è stata la prima a impugnare la decisione anche innescando una vera e propria “litigation”.

⁴⁶⁸ S. P. Massman, *Developing a new resolution regime for failed systemically important financial institutions: an assessment of the Orderly Liquidation Authority*, in *American Bankruptcy law journal*, 2015, 625-672:

⁴⁶⁹ Secondo alcuni studi economici, per esempio, diverso sarebbe stato l'impatto dei due tipi di attività sull'economia reale. Nel 2008 infatti, il ramo vita avrebbe inciso maggiormente nei paesi più sviluppati, mentre il ramo non vita (etichettato nella letteratura americana con la locuzione “product-liability insurance”) avrebbe inciso maggiormente nei paesi in via di sviluppo. M. Arena, *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*, in *Journal of risk and insurance*, 2008, 75, 921-946.

⁴⁷⁰ La distinzione era infatti già operata dal Codice di commercio del 1882 (r.d. 31 ottobre 1882, n. 1062). P. Corrias, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 1, 1041.

⁴⁷¹ G. Romagnoli, *Responsabilità degli intermediari e delle imprese di assicurazioni (tra regole e forzature delle polizze vita)*, in *Nuova giur.civ.comm.*, 2013, 6, 338.

gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa)⁴⁷².

Quanto alle prime (ramo vita "pure"), esse assumono particolare rilevanza sotto molteplici profili, sia civilistici che d'impresa. La loro struttura, come tutti i contratti assicurativi in senso proprio, è tendenzialmente caratterizzata da aleatorietà, ovvero da un'incertezza delle prestazioni che si colloca oltre la normale alea contrattuale riscontrabile in qualunque transazione⁴⁷³.

In particolare, per quel che qui più interessa, tali contratti si traducono per l'impresa tendenzialmente in: *i)* flussi di liquidità in entrata, certi, costanti e periodici a favore dell'impresa, i quali concorrono a formare il principale mezzo di finanziamento di quest'ultima; *ii)* corrispondenti uscite a favore del consumatore quando l'evento si concretizza al termine (solitamente lungo) previsto dalla polizza (*long term liabilities*).

Tali polizze svolgono una funzione fondamentale di risparmio previdenziale, così integrando il ruolo già svolto dalle pensioni pubbliche e dalla previdenza d'impresa. La funzione previdenziale è valorizzata e tutelata dal legislatore che pone numerosi presidi sia in punto di responsabilità patrimoniale⁴⁷⁴ e regime fiscale⁴⁷⁵, sia sotto il profilo dell'organizzazione dell'impresa nel mercato.

Come anticipato, accanto alle polizze vita pure, il legislatore recepisce anche il modello delle polizze vita miste-finanziarie⁴⁷⁶, all'interno delle quali la causa assicurativa viene meno o viene affiancata da una causa di investimento⁴⁷⁷ e che oggi

⁴⁷² P. Corrias, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv.dir.civ.*, 2009, 1, 1089.

⁴⁷³ Ai sensi dell'art. 1882 c.c., l'assicurazione-vita è il contratto "col quale l'assicuratore, verso il pagamento di un premio, si obbliga [...] a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana".

⁴⁷⁴ Ex art. 1923 c.c. le somme dovute dall'assicuratore non sono pignorabili. A. Albanese, *Assicurazione sulla vita e protezione patrimoniale*, in *Contratto impresa*, 2016, 1422 il quale evidenzia che alla tesi dell'art. 1923 quale norma a tutela degli atti di previdenza e di tutela del risparmio, si contrappone la tesi dell'art. 1923 quale norma a tutela dell'assicuratore nello svolgimento della propria attività.

⁴⁷⁵ N. Arquilla, *La disciplina fiscale delle polizze assicurative*, in *Fisco*, 2015, 2040.

⁴⁷⁶ L. D'Agostino, *Il profit test "Solvency II compliant" delle polizze sulla vita. Problemi di metodo, di calcolo, di organizzazione*, in *Banca impresa società*, 2014, 1, 43 ss.

⁴⁷⁷ V. Sangiovanni, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2013, 6, 767 il quale evidenzia la differenza tra le polizze *linked* garantite e quelle *linked* pure, ove nelle prime la restituzione del capitale è garantita e dunque non viene "meno il carattere assicurativo-previdenziale del contratto, in quanto è solo il possibile guadagno a essere in dubbio

sono, infatti, espressamente contemplate anche dal Testo unico dell'intermediazione finanziaria⁴⁷⁸ e rientranti nell'ambito di applicazione del nuovo Regolamento europeo in materia di c.d. PRIIPs⁴⁷⁹. Si tratta di una categoria di contratti molto ampia e dai contenuti eterogenei⁴⁸⁰, resa a volte opaca da una terminologia ambigua che non sempre consente di distinguerla dalle polizze vita pure⁴⁸¹.

Alcune di tali polizze sono variamente denominate *unit linked* o *index linked* a seconda della struttura obbligatoria che in concreto viene data al contratto⁴⁸² e hanno assunto sempre maggiore rilevanza consentendo all'impresa assicurativa di trasferire il rischio finanziario in capo all'assicurato, con il tendenziale risultato di un complessivo "alleggerimento" della propria leva finanziaria. Risulta dunque che la prestazione dell'assicuratore è collegata a una struttura finanziaria, che rende la prestazione stessa variabile (o determinabile) e, in taluni casi, aleatoria, anziché certa (o determinata, quantomeno con previsione dell'importo minimo dovuto al contraente)⁴⁸³.

(dipendendo dall'andamento degli investimenti), non la restituzione del capitale", mentre, nelle seconde, "la corresponsione di un capitale all'assicurato alla fine del rapporto contrattuale non è affatto certa, in quanto dipende dall'andamento del sottostante" e dunque "la funzione della polizza cessa di essere assicurativa-previdenziale, per divenire finanziaria-speculativa".

⁴⁷⁸ Art. 1, lett. *w-bis*), D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

⁴⁷⁹ Regolamento UE n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave (c.d. KID, Key Information Documents) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati che sarà applicato a decorrere dal 1 gennaio 2018.

⁴⁸⁰ A. Paulson e R. Rosen, *The life insurance industry and systemic risk: a bond market perspective*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2016, 8, 155-174: "However, products and activities with payouts or values that are tied to market conditions may create systemic risk. Examples include variable annuities (VAs) and life insurance policies that guarantee minimum financial performance, products that provide credit guarantees, and capital market activities involving maturity and liquidity transformation. These products are sometimes described as non-traditional or noninsurance".

⁴⁸¹ F. Hufeld, R.S.J. Kojien e C. Thimann, *The economics, regulation and systemic risk of insurance markets*, Oxford University Press, 2016, 7: "Unsurprisingly, the notion of risk is now omnipresent in this literature: risky assets, risk-free assets, risk-return trade-off, asset-specific risk and market risk, risk profile, risk tolerance, and risk reduction strategies, to name but a few, and the same holds true for the notions of values and losses. [...]. It is essential to clarify the fundamental distinction between risk in insurance and risk in finance. Risk materialization in insurance is a relatively rare event, happening exogenously 'out of normal'. By contrast, in finance and, more generally, in a market economy, risk materialization is endogenous, 'within normal', and happens all the time. It is therefore important to clarify the key concepts of insurance and contrast them with their meaning in finance."

⁴⁸² M. Bet, *Le linked life policies*, in *Società*, 2012, 318.

⁴⁸³ A riguardo, il Regolamento UE PRIIPs sopra citato all'art. 4, comma 1, n. 2), definisce un prodotto di investimento assicurativo come "*prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato*".

Infine, per quanto riguarda il ramo danni, individuato nella letteratura americana con la locuzione “*property - liability insurance*”, il contratto si caratterizza per una tendenziale certezza dei premi assicurativi incassati dall’assicuratore e per una incertezza della prestazione dovuta all’assicurato che viene catalogata e gestita dall’impresa tramite il fondamentale ruolo della funzione attuariale. Questo settore si caratterizza per investimenti più a breve termine, più liquidi, e per studi incentrati sulla prevedibilità degli eventi dannosi, quali ad esempio la recente crescita delle c.d. *cat policies* a copertura dei rischi catastrofici, osservati quali termometri delle maggiori preoccupazioni percepite dal mercato.

Le polizze rappresentano uno dei principali, se non il principale, canale di finanziamento delle imprese assicurative e soprattutto il ramo vita è nell’ordinamento italiano il fattore di maggiore influenza per la redditività di tale settore⁴⁸⁴. Di conseguenza, l’attività assicurativa, intesa qui come gestione del portfolio derivante dalle polizze⁴⁸⁵, deve essere tale da poter garantire l’adempimento delle prestazioni nei confronti dell’assicurato e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative (nel rispetto della solvibilità assicurativa⁴⁸⁶ e delle relative norme dedicate alle riserve tecniche⁴⁸⁷ in relazione alle quali assume un ruolo centrale anche a livello contabile⁴⁸⁸ la gestione

⁴⁸⁴ F. Farabullini, *Redditività e ciclo del settore assicurativo italiano prima e durante la crisi*, in *Quaderni Ivass*, 2015, n. 4.

⁴⁸⁵ S. G. Badrinath, Jayant R. Kale, Harley E. Ryan, *Characteristics of common stock holdings of insurance Companies*, in *Journal of risk and insurance*, 1996, 49-76.

⁴⁸⁶ Sulla insufficienza del patrimonio dell’impresa come presupposto alternativo rispetto all’insolvenza ai fini della dichiarazione di insolvenza, M. Cataldo, *Effetti dell’inadeguatezza del margine di solvibilità e delle riserve dell’impresa di assicurazioni*, in *Fallimento*, 2013, 6, 727.

⁴⁸⁷ E. Galanti, *Dall’Isvap all’Ivass: natura, compiti e sfide della “nuova” autorità di controllo. Una riflessione sulla differenza tra vigilanza sulle banche e sulle assicurazioni*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni : con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni: atti del Convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Padova, Cedam, 2015, p. 260 che le definisce “un istituto proprio dell’attività assicurativa speculare all’inversione del ciclo produttivo che la caratterizza (gli incassi derivanti dall’attività tipica precedono, anche di molto, gli esborsi). Si comprende quindi l’importanza che le riserve hanno nella concreta attività di vigilanza e tutti i risvolti di tipo tecnico (attuariale) e legale che esse comportano.”

⁴⁸⁸ L. Selleri, *La terza dimensione del bilancio d’esercizio dell’impresa di assicurazione e del bilancio consolidato del gruppo assicurativo nel quadro del progetto IASB sui principi contabili per il settore assicurativo e del progetto Solvency II*, in *Dir. economia ass.*, 2006, 433: “Sino ad oggi di questa dimensione si è ritenuto di tenerne conto adeguatamente nel riconoscere che le valutazioni di bilancio, per riguardare processi in corso a fine esercizio che si completeranno in futuro, sono soggette all’incertezza”. Sulla difficile conciliazione tra requisiti adeguati al rischio e la presenza di coefficienti fissi nelle formule di calcolo: M. Eling e D. Pankoke, *Basis risk, procyclicality, and systemic risk in the Solvency II equity risk module*, in *Journal of insurance regulation*, 2014, 1-39.

del rischio). Non a caso tutta la vigilanza Ivass è primariamente preordinata a tale fine⁴⁸⁹.

Per quanto riguarda specificamente il ramo vita, le scelte assicurative si sono spesso orientate verso investimenti a lungo termine, con lo scopo di allineare le dinamiche del passivo con quelle dell'attivo. Più semplicemente: allo scadere del lungo termine solitamente previsto nei rami vita (e dunque al maturare dell'obbligazione di pagamento verso l'assicurato), corrisponde tendenzialmente il termine entro cui l'impresa confida di ricavare gli utili. Nella scelta di tali investimenti, soprattutto a seguito dell'entrata in vigore di *Solvency II* (v.*infra*), l'impresa è assoggettata a numerosi vincoli prudenziali; tuttavia la gestione dei margini di scelta lasciati da tali vincoli, soffrirebbe di un limite per così dire endo-societario: è stato evidenziato, infatti, che i detentori di polizze, che costituiscono una delle fonti primarie di finanziamento dell'impresa assicurativa, rappresentano una categoria di stakeholder dispersa e, a differenza degli obbligazionisti e degli investitori istituzionali, non organizzata e non in grado di monitorare in modo efficace la gestione dell'impresa, e dunque, dei rischi assunti dagli amministratori⁴⁹⁰.

In questa ottica, determinanti sono le interferenze che l'economia monetaria⁴⁹¹ produce in questa dinamica. Infatti, i più preoccupanti segnali di allarme per le assicurazioni vita sono rappresentati dai persistente bassi tassi di interesse che hanno un impatto negativo sui livelli di profittabilità⁴⁹² e inducono le assicurazioni a ricercare investimenti alternativi più redditizi, ma anche più rischiosi⁴⁹³. Questo “*low for long scenario*”, che secondo alcuni economisti è destinato a durare e a non crescere

⁴⁸⁹ Art. 3, C.a.p. come modificato dal recepimento della direttiva Solvency II: “Art. 3 (Finalità della vigilanza) Scopo principale della vigilanza è l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. A tal fine l'IVASS persegue la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché, unitamente alla CONSOB, ciascuna secondo le rispettive competenze, la loro trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Altro obiettivo della vigilanza, ma subordinato al precedente, è la stabilità del sistema e dei mercati finanziari”.

⁴⁹⁰ R.F.Weber, *Combating the teleological drift of life insurance solvency regulation: the case for a meta-risk management approach to principles-based reserving*, cit.,.

⁴⁹¹ L. Pellizzon e M. Sottocornola, *The impact of the monetary policy interventions on the insurance industry*, 2016, disponibile al sito www.eiopa.europa.eu.

⁴⁹² I. Visco, *Financial Stability in a World of Very Low Interest Rates*, Keynote speech at 43rd General Assembly of The Geneva Association, Roma 9 giugno 2016.

⁴⁹³ IMF, *The Insurance Sector—Trends and Systemic Risk Implications*, in *Global Financial Stability Report*, 2016, p. 5 ss.

nell'immediato, preoccupa quindi anche le autorità di vigilanza sia nazionali⁴⁹⁴ che europee (EIOPA lo contempla tra gli specifici rischi per il settore assicurativo⁴⁹⁵).

Per garantire un costante afflusso di risorse all'economia reale e far fronte al prosciugamento del canale bancario⁴⁹⁶, si è, infine, registrato anche un cambiamento che ha consentito alle assicurazioni l'accesso diretto alla funzione creditizia a favore di soggetti diversi da persone fisiche e microimprese⁴⁹⁷, confermando quel lento progressivo "smottamento di confine"⁴⁹⁸ tra le due attività nel contesto della ricerca di finanziatori anche nei soggetti c.d. *non banks*.

Alla luce di tali caratteristiche ci si è chiesti dunque se ed in che modo l'attività assicurativa ponga un rischio sistemico per i mercati finanziari e nel rispondere a tale interrogativo, c'è chi ha sottolineato come non si possa desumere a riguardo un principio generale applicabile a tutto il settore: l'errore, dunque, sarebbe quello di ricavare da vicende isolate che hanno coinvolto singole imprese per le loro *quasi-banking activities*⁴⁹⁹, un principio di carattere generale valido per tutte le istituzioni assicurative.

L'attività assicurativa «pura», infatti, trova il proprio baricentro nella concretizzazione di rischi (evento morte, danni, etc.) che non sono correlati all'andamento dei mercati finanziari; mentre l'attività finanziaria affonda, al pari di altri operatori nel mercato quali ad esempio i fondi di investimento, la propria dipendenza in altre strutture finanziarie⁵⁰⁰.

Il servizio assicurativo, rispetto a quello tipicamente bancario, si caratterizza per

⁴⁹⁴ S. Rossi, *Le assicurazioni per lo sviluppo del Paese*, Convegno Associazione nazionale per lo studio dei problemi del credito, 5 aprile 2017, disponibile al sito www.ivass.it.

⁴⁹⁵ EIOPA, *Financial stability report*, Dicembre 2016, disponibile al sito www.eiopa.eu.

⁴⁹⁶ F. Capriglione, *Il tramonto del sistema "bancocentrico"*, in *Nuova finanza e sistema italiano*, 2016, Cedam, Padova, 43 ss.

⁴⁹⁷ Art. 38, comma 2, D.lgs. 7 settembre 2005, n. 2009 e al Regolamento n. 36 Ivass.

⁴⁹⁸ S. Rossi, *IVASS, 2014 Annual Report. Remarks by the President Salvatore Rossi*, Rome, 2015, p. 3 "The border between banking and insurance is about to grow dim".

⁴⁹⁹ The Geneva Association, *Systemic risk in insurance*, 2010, p. 3.

⁵⁰⁰ A. Paulson e R. Rosen, *The life insurance industry and systemic risk: a bond market perspective*, in *Annual review of financial economics*, 2016, 8, 155-174. "Insurance products that make payouts are uncorrelated with financial and economic conditions".

l'esistenza di diverse tipologie di clienti (solo il detentore di polizze nel primo, il depositante e il debitore nel secondo), e la scadenza delle passività, che non espone le imprese di assicurazioni ai classici fenomeni di corsa ai depositi, e ai tipici rischi sistemici di trasmissione delle crisi. Inoltre, le banche assumono una posizione centrale nel garantire l'efficienza della rete dei servizi di pagamento, elemento necessario per il funzionamento delle transazioni economiche e quindi costantemente presidiato dai controlli pubblici.

Tuttavia, i profondi cambiamenti nelle dinamiche dei mercati finanziari hanno, nel corso del tempo, attenuato queste tradizionali differenze: le banche hanno ampliato le loro attività ben oltre le semplici operazioni creditizie, e le assicurazioni, come anticipato, hanno iniziato ad offrire alcune categorie di prodotti (nel ramo vita) dove la componente squisitamente finanziaria assume rilevanza determinante⁵⁰¹. Peraltro, la mobilità dei confini tra le due attività è già riscontrabile nel risalente fenomeno della bancassurance, ed accentuata dall'emergere di nuove dinamiche nello sviluppo di tecnologie informatiche e nell'affermazione di strutture di gruppo multinazionali e multisettoriali (conglomerati finanziari)⁵⁰². Nel contempo, l'impresa assicurativa ricerca essa stessa modalità di investimenti degli attivi che inevitabilmente aumentano il grado di interconnessione con le banche (ad esempio investendo direttamente nel capitale di queste o in prodotti di credito cartolarizzati)⁵⁰³.

In sostanza, seppure in una condizione diversa dalle banche, anche le imprese di assicurazione si inseriscono in una filiera di rapporti non solo verticali (si pensi alle

⁵⁰¹ M.C. Turk, *The convergence of insurance with banking and securities industries, and the limits of regulatory arbitrage in finance*, in *Columbia Business Law Review*, 2015, 999, "In summary, the insurance industry has undergone a fundamental transformation over the past dozen years. Insurance companies now offer products and services that function as substitutes for those provided by banks, securities firms, and other financial intermediaries. As a result, insurance firms have also become interconnected with other financial institutions and relevant to systemic risks affecting the stability of the entire financial sector.

⁵⁰² I. Anabtwavi e S. Schwarcz, *Regulating systemic risk: towards an analytical framework*, in *Notre Dame law review*, 2011, 86, 1378.

⁵⁰³ F. Hufeld, R.S.J. Kojen e C. Thimann, *The economics, regulation and systemic risk of insurance markets*, Oxford University Press, 2016, 7. "In the 1980s, the mixing of finance and insurance became even more intricate with a new strand of literature and market offer on 'portfolio insurance', which arguably could be obtained through combining the reference portfolio with riskless assets and various options (Leland and Rubinstein 1976; and Leland 1980). At that point, the literature had not only taken up the key terms of insurance into a new field but actually started to use the label of insurance itself - the confusion between insurance and finance became complete, and has lasted until today."

assicurazioni e alle imprese di riassicurazione), ma anche orizzontali (con altri intermediari), la cui “sensibilità” ai fini della complessiva stabilità finanziaria appare evidente⁵⁰⁴.

Queste considerazioni si collocano nel solco delle ricerche⁵⁰⁵, che si avvalgono degli strumenti delle teorie dei *network* per analizzare il rischio di crisi e prevenirne il diffondersi⁵⁰⁶. Secondo queste impostazioni, nel costruire l’intelaiatura dei vincoli prudenziali bisogna utilizzare le coordinate della complessità organizzativa non solo con riferimento ai singoli intermediari⁵⁰⁷, ma soprattutto alle interconnessioni tra di loro e con altri agenti della rete, altrimenti si finisce con l’averne una visione ristretta e una percezione distorta del rischio e della sua distribuzione. Soltanto guardando tutti i nodi e i legami che li uniscono nei *network* si possono cogliere le diverse fragilità, identificare con precisione i canali del contagio e quindi configurare assetti in grado di garantire la “resilienza” di tutto il sistema⁵⁰⁸. In questo quadro anche le imprese di assicurazione rappresentano un nodo importante nel *network*, e una loro crisi può comunque avere effetti di “disseminazione” sistemica⁵⁰⁹.

Volendo tracciare una prima conclusione, quindi, il rischio sistemico posto dalle assicurazioni sembra annidarsi tanto sul versante delle polizze a causa della ibridazione di tale attività con profili di natura finanziaria⁵¹⁰, quanto sul versante dei

⁵⁰⁴ ESRB, European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in The EU insurance sector*, 2015, December, p. 8 ss.

⁵⁰⁵ A. C. Huser, *Too interconnected to Fail: a Survey of the Interbank Networks Literature*, SAFE, Sustainable Architecture for Finance in Europe Working paper, 2016, n. 91, p. 3 ss.

⁵⁰⁶ I. Alves, J. Brinkhoff, S. Georgiev J-C. Héam, I. Moldovan, M.S. di Carlo, *Network analysis of the EU insurance sector*, ESRB Occasional paper, 2015, n. 7

⁵⁰⁷ R.L. Lumsdaine, D.N. Rocckmore, N. Foti, G. Leibon, J.D. Farmer, *The Intrafirm Complexity of Systemically Important Financial Institutions*, Santa Fe Institute Working paper, 2015 n. 6 - 022

⁵⁰⁸ F. Vella, *Capitalismo e finanza*, Bologna, Il Mulino, 2011, p. 93 ss.

⁵⁰⁹ M. Billio, M. Getmansky, A.W. Lo, L. Pelizzon, *Econometric Measures of Systemic Risk in The Finance and Insurance Sectors*, NBER Working Papers Series, 2010 n. 16223; M. Dongey, M. Luciani, D. Veredas, *Emergence of Systemically Important Insurers*, CIFR Research Report, September, 2014, p. 3 ss.; A. French, M. Vital, *Insurance and financial stability*, in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2015, p. 242 ss.; EIOPA, EBA, ESMA, *Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System*, 2016, September, p.12

⁵¹⁰ M. Dungey, M. Luciani, D. Veredas, *The emergence of systemically important insurers*, 2014, disponibile sul sito www.ssrn.com; R.H.Weber, D.W.Arner, E.C.Gibson e S. Baumann, *Addressing systemic risk: financial regulatory design*, in *Texas international law journal*, 2015, 49, 149.

mercati finanziari a causa di alcune tipologie di investimenti⁵¹¹ e più in generale delle strategie di diversificazione dei rischi⁵¹² che l'impresa assicuratrice realizza.

È evidente, quindi, come il baricentro del rischio sistemico non è sempre e solo nel tipo di istituzione che opera sul mercato (e dunque, risultato di un ragionamento per cui sono sicuramente sistemiche le banche, e non sistemiche le altre istituzioni), ma il tipo di attività che viene posta in essere (e dunque sicuramente le grandi banche per la loro interconnessione ontologica, ma anche altre istituzioni qualora pongano in essere attività finanziarie interconnesse)⁵¹³.

Se ancora “*there is no easy conclusion to be drawn on systemic risk in the insurance sector*”⁵¹⁴, è innegabile che da quella prima riunione del settembre 2008 si è aperta la strada che ha portato ad una diversa e più ampia percezione del rischio dell'attività assicurativa, e quindi alla progressiva costruzione di un nuovo ambiente regolamentare al cui interno le imprese di assicurazione non hanno, come nel passato, una posizione marginale. Un insieme di regole ispirato da un approccio “olistico”⁵¹⁵, dove i presidi contro la diffusione del rischio macroeconomico si coordinano e si intersecano con un regime di vigilanza prudenziale in grado di garantire una efficiente e corretta valutazione dei rischi assunti dalle singole imprese di assicurazione⁵¹⁶, a tutela della loro stabilità e di una gestione che protegga gli interessi dei titolari delle polizze, ma anche di quelli, più generali legati alla funzione che l'attività assicurativa riveste. A questo proposito si è giustamente parlato della esigenza di valorizzare e proteggere,

⁵¹¹M. K. Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, in *Journal of economic perspectives*, 2009, 23, 77-100: “In reality, however, most financial institutions are lenders and borrowers at the same time. Modern financial architecture consists of an interwoven network of financial obligations”.

⁵¹²H-C. Wang, *Securitisation of insurance risk: devising an appropriate regulatory framework*, in *International finance and economics*, 2000, 221-247. M. Siri, *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2010, 2, 423-238

⁵¹³S. L. Schwarcz, *Systemic risk*, in *Georgetown law journal*, 2008, 193-249.

⁵¹⁴C. Thimann, *Insurance and systemic risk: No easy conclusions*, sul sito www.voxeu.org, 31 maggio 2016.

⁵¹⁵L. Selleri, *L'enterprise risk management quale sistema di protezione e creazione di creazione di valore*, in *Economia aziendale online*, 2016, 3, 153-163.

⁵¹⁶K.N. Johnson e S.A. Ramirez, *New guiding principles: macroprudential solutions to risk management oversight and systemic risk concerns*, in *University of St. Thomas law journal*, 386- 426 e N. Boubakri, *Corporate governance and issues from the insurance industry*, in *Journal of risk and insurance*, 2011, 501-518 sui vantaggi di avere due Ceo's anziché uno.

non tanto il rischio sistemico, ma il “ruolo sistemico” (per l’intera economia) delle assicurazioni⁵¹⁷.

Definite quali istituzioni finanziarie la cui crisi o “fallimento”, non opportunamente governati, causerebbero un impatto negativo e significativo nel più ampio sistema finanziario e nell’attività economica, a causa della loro dimensione, complessità e interconnessione sistemica,⁵¹⁸ le SIFIs sono tuttora oggetto di una evoluzione nell’approccio delle autorità di vigilanza e delle organizzazioni internazionali⁵¹⁹ che si cercherà di riassumere brevemente per comprendere in quale modo tale evoluzione ha influenzato e sta influenzando i perimetri dell’autonomia privata in tali settori.

5.3. Gli interventi degli organismi internazionali e di vigilanza

La comprensione dei rischi c.d. “idiosincrici” delle attività bancarie e assicurative e delle loro differenze si rivela cruciale quando si considerano gli scopi del legislatore sul punto.

Tra gli obiettivi, infatti, della *financial regulation*, vi è quello di consentire all’impresa regolata un agire anticiclico rispetto alle eventuali crisi del mercato⁵²⁰, evitando quindi che l’aumento di regole determini l’effetto, indesiderato, di acuire la crisi anziché diminuirla⁵²¹.

In questo contesto, in ragione delle dimensioni e della estensione sovranazionale del

⁵¹⁷ C. Thimann, *How Insurers Differ from Banks: A Primer on Systemic Regulation*, LSDE, SRC Special Paper, 2014 n. 3, p. 3 ss.

⁵¹⁸ Financial Stability Board, *Addressing SIFIs*, www.fsb.org.

⁵¹⁹ Con riferimento in particolare ai criteri presi in considerazione nella loro identificazione, si sono più di recente aggiunti, accanto al fattore dimensionale, di complessità e di interconnessione, la sostituibilità dell’intermediario come operatore di mercato e fornitore di servizi, e la internazionalità dell’istituzione. Cfr. S. Claessens, R.H. Herring e D. Schoenmaker, *A safer world financial system: improving the resolution of systemic institutions*, Geneva Reports on the world economy, 2010, 17-18.

⁵²⁰ P. Boyle e J. H.T. Kim, *Designing a countercyclical insurance program for systemic risk*, in *Journal of risk and insurance*, 2012, 79, 963-993 che sottolineano come in un momento di crisi finanziaria le banche sarebbero di per sé più esposte rispetto ad imprese assicurative “non vita”.

⁵²¹ B.W. Di Mauro e U. Klüh, *Reshaping systemic regulation in Europe*, in *Brown Journal of World Affairs*, 2010, 16, 179-191: “On the global level, the first set of major gaps relates to concrete steps to reduce procyclicality, i.e. the tendency of the financial system to magnify economic fluctuations by taking on excessive risks during booms that materialize during downturns”.

fenomeno⁵²², determinante si rivela il coordinamento tra strumenti di vigilanza macrosistemica e microsistemica⁵²³, specialmente con riferimento ai requisiti di capitale la cui struttura è stata ritenuta, nell'impresa assicurativa, più complessa rispetto all'impresa bancaria a causa delle difficoltà nel calcolare le passività variabili⁵²⁴.

A tale scopo, di notevole rilievo sono state le iniziative dei principali organismi internazionali⁵²⁵ che attraverso la redazione di principi c.d. di *soft law*⁵²⁶ e studi sul tema hanno fatto da apripista all'effettiva emanazione delle regole di vigilanza e che forniscono una visione macrosistemica dei problemi e degli strumenti di vigilanza più idonei a superarli⁵²⁷. I principi sviluppati da tali organizzazioni, infatti, si sono resi necessari a causa della interconnettività dei mercati, della ibridazione dei prodotti rispetto a settori visti in precedenza come separati, degli sviluppi sia nella tecnologia che sta cambiando il volto dei mercati⁵²⁸, sia nelle imprese di carattere sempre più

⁵²² C.A. Russo, *Le riforme della regolazione dei rischi bancari: un'analisi comparata del sistema statunitense e di quello europeo*, in *Analisi economica del diritto*, 2010, 2, 561-585.

⁵²³ P. Schammo, *The European Central Bank's duty of care for the unity and integrity of the internal market*, in *European law review*, 2017, 3-26.

⁵²⁴ C. Van Hulle, H. Degryse e K. Smedts, *Risk-sharing benefits and the capital structure of insurance companies*, 2017, disponibile al sito www.ssrn.com.

⁵²⁵ L. Steinberg, *International organisations: their role and interconnectivity in insurance regulation*, in J. Burling and K. Lazarus (eds.), *Research Handbook on International Insurance Law and Regulation*, Elgar, 2011, 280-281: "Regardless of the structure that a country uses to regulate insurance therefore, whether it chooses to regulate by reference to principles or rules and irrespective of the level of sophistication of its financial centre, nation states will to varying degrees be obliged to comply with the agenda prescribed by international organisations. Even in cases where the international organisations do not have formal rule-making powers or the power to sanction members, the surveillance carried out by these organisations themselves and the broad international homogeneity in the regulations that apply to insurance companies, is an indication of how effective these organisations have been. The role these organisations play in framing financial regulation is therefore key to the way in which the insurance sector is regulated throughout the world".

⁵²⁶ E.F. Brown, *The development of international norms for insurance regulation*, in *Brooklyn journal of international law*, 2009, 34, 953- 997.

⁵²⁷ IMF-FSB-BIS, *Elements of effective macroprudential policies*, 31 agosto 2016, 5: "Macroprudential policy interacts with a range of other policies that also have a bearing on systemic risk. This includes microprudential regulation and supervision, crisis management and resolution, as well as monetary and fiscal policies. Boundaries and interactions between policies are complex and can give rise to both complementarities and tensions that may need to be resolved – for example, via suitable institutional arrangements (see below) – to ensure appropriate instrument use and policy mix".

⁵²⁸ Sul fenomeno, recentemente un rapporto del Parlamento Europeo del 27 gennaio 2017, disponibile al sito www.europarl.europa.eu. E già in passato, F. Capriglione, *Information technology e attività finanziaria*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2001, 5, 2037.

multinazionale (tra cui i conglomerati finanziari)⁵²⁹.

Il riferimento è in particolare al Financial Stability Board (FSB), alla International Association of Insurance Supervisors (IAIS)⁵³⁰ e all'International Monetary Fund (IMF).

L'attività di tali organismi, seppur dibattuta in termini di legittimazione democratica non corrispondente all'effettiva incidenza che i medesimi hanno sull'adozione delle regole⁵³¹ e, in senso opposto, in termini di inefficacia delle regole di soft law dagli stessi⁵³², è, sui temi in analisi, particolarmente importante e spesso anticipatrice di nuove soluzioni.

Nel 2010, ad esempio, il FSB ha pubblicato una serie di raccomandazioni con cui ha inteso fornire una sorta di quadro complessivo entro cui le politiche tese a ridurre l'azzardo morale delle istituzioni finanziarie avrebbero dovuto inserirsi. Tra le raccomandazioni si legge in particolare ciò che poi sarebbe diventato regola nell'ordinamento europeo, ovvero che le imprese sistematicamente rilevanti “should have higher loss-absorbency capacity than the minimum levels agreed in Basel III. These institutions must also be subject to more intensive co-ordinated supervision and resolution planning to reduce the probability and impact of their failure”⁵³³.

Più di recente, inoltre, con riferimento al settore assicurativo, è stato proposto un nuovo approccio, “activities-based”, per misurare e individuare il rischio sistemico

⁵²⁹ F. Vella, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca impresa società*, 2001, 3, 351- 375.

⁵³⁰ *International Association of Insurance Supervisors*, la quale di recente ha annunciato che nel valutare il rischio sistemico all'interno del settore assicurativo procederà con un approccio basato sull'attività svolta (un approccio di tipo più “sostanziale”, dunque, non più limitato alle cornici istituzionali tipicamente individuate dai regolatori). IAIS, Press release, 28 febbraio 2017, disponibile al sito www.iaisweb.org.

⁵³¹ M. C. Turk, *Reframing international financial regulation after the global financial crisis: regional states and interdependence, not regulatory networks and soft law*, in *Michigan journal of international law*, 2014, 59-128; S. Pugliese, *Divergences between EU and US in the financial regulation*, in *European journal of risk regulation*, 2016, 2, 285-

⁵³² D.W. Arner e M. Taylor, *The global financial crisis and the Financial Stability Board: hardening the soft law of international financial regulation?*, *AIIFL Working paper*, 2009, n. 6, disponibile al sito www.ssrn.com.

⁵³³ FSB, *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, 2010, disponibile al sito www.fsb.org.

posto dalle assicurazioni⁵³⁴, ancora oggetto di consultazioni.

L'attività di tali organismi in parte attenua le differenze tra ordinamento statunitense e europeo soprattutto negli ambiti in cui i problemi emersi nella cronaca finanziaria si sono rivelati di dimensioni e caratteristiche "universali".

Da ultimo, occorre sottolineare che lo sviluppo dei principi finalizzati a una convergenza di regole assicurative a livello internazionale è stato più lento rispetto all'evoluzione del settore bancario con Basilea. I due principali organismi di riferimento, infatti, differiscono sia per data di origine che per composizione. Mentre il Comitato di Basilea è stato fondato nel 1974 e conta oggi 45 membri da 28 giurisdizioni differenti, l'associazione internazionale dei supervisori assicurativi (di seguito, IAIS) è stata fondata solamente nel 1994 e conta però più di 140 paesi membri e oltre 200 giurisdizioni che rappresentano, complessivamente, più del 97% del mercato assicurativo mondiale.

5.3.1. L'ordinamento statunitense

Cominciando con l'ordinamento statunitense, le prime disposizioni rilevanti si sono avute all'interno del Dodd Frank Act⁵³⁵ che ha preso atto del fatto che tra i soggetti sistematicamente rilevanti non possono più annoverarsi solo le istituzioni bancarie⁵³⁶ e ha imposto specifici requisiti di capitalizzazione e, in seguito, regole di *governance* più penetranti⁵³⁷. Occorre evidenziare inoltre che, soprattutto prima della crisi di AIG,

⁵³⁴ Secondo quanto pubblicato sul sito del FSB, nel novembre 2018 lo stesso Board "will review the situation based on the progress made by the IAIS in developing the Activities-Based Approach at that time. In the meantime, the IAIS will continue to collect data for the G-SII identification process and to support the development of the Activities-Based Approach to systemic risk in the insurance sector and to allow for further improvements to its G-SII assessment methodology".

⁵³⁵ B. J. Horton, *When does a non-bank financial company pose a "systemic risk"? A proposal for clarifying Dodd-Frank*, in *Journal of corporation law*, 2012, 37, 848: "Regulatory attempts to clarify the meaning of "systemic risk" have failed. The regulations themselves rely on vague notions of size and interconnectedness. How big in size and how interconnected?".

⁵³⁶ J. Wimberly, *SIFI Designation of Insurance Companies- How Game Theory Illustrates the FSOC's Faulty Conception of Systemic Risk*, in *Review of Banking and Financial Law*, 2015, p. 337 ss.; D. Scharwz, D. Zarig, *Regulation by threat: understanding Dodd Frank's Regulation of Systemically Significant Non-bank Financial Companies*, 2016, sul sito www.ssrn.com, p. 10 ss.

⁵³⁷ A. Brozzetti, *I nuovi standard per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale*, cit.; F. Lupo Pasini and R. Buckley, *Global systemic risk and international regulatory coordination: squaring sovereignty and financial stability*, in *American University International Law*, 2015, 30, 665:

l'ordinamento statunitense si caratterizzava per una scarsa regolamentazione del settore assicurativo a livello federale⁵³⁸, in favore invece di singole legislazioni nazionali che hanno favorito arbitraggi normativi delle imprese assicurative⁵³⁹.

Il frutto della normativa adottata si è subito rivelato nel contenzioso conseguente alla sua applicazione. Se infatti, l'8 luglio 2013, in applicazione del Dodd Frank Act approvato tre anni prima, il Financial Stability Oversight Council, la individuazione di Aig tra le Systemically important financial institutions (sifis) non ha suscitato particolari perplessità⁵⁴⁰, la medesima operazione riferita ad altre imprese non ha subito la stessa sorte.

Superati i dubbi sull'approccio "one-size-fits-all" nella vigilanza delle c.d. SIFI⁵⁴¹, tra le vicende più significative, infatti, attualmente oggetto di dibattito, vi è quella di MetLife, in difesa della quale è stato sostenuto che il Congresso "did not intend to designate insurance companies that engage in traditional insurance company activities as SIFIs. Congress intended the Council to take into account that insurance differs from other financial products including off-balance-sheet and derivative contract exposures"⁵⁴².

Le vicende sono sintomo delle incertezze registratesi nel definire il concetto di rischio sistemico e hanno aperto e non a caso sulla materia si è aperto un ampio e vivace dibattito scientifico⁵⁴³. Prima la vicenda di *Prudential* e poi di *MetLife*⁵⁴⁴ hanno

"Economists refer to this as 'systemic risk', a problem that has always existed in financial systems. However, it is undeniable that the complexity of modern financial markets, the pivotal role of finance in modern economies, and the unprecedented level of integration between markets and institutions at all levels of economic development, make systemic risk a particularly pernicious problem for regulators".

⁵³⁸ J. Mulhern, P. Hassouri e D. Moreira, *USA: a regulatory overview of the world's largest insurance market*, in *Research handbook on international insurance law and regulation*, a cura di J. Burling e K. Lazarus, Edward Elgar, Cheltenham, 2011, 656 ss.

⁵³⁹ P. A. McCoy, *Systemic risk oversight and the shifting balance of state and federal authority over insurance*, in *UC Irvine law review*, 2015, 1389-1442.

⁵⁴⁰ K.W. Sjoström, *Afterword to The Aig Bailout*, in *Arizona Legal Studies*, 2015, n. 15-19, p.32. V. Acharya and M. Richardson, *Is the insurance industry systemically risky?*, in *Modernizing Insurance Regulation*, a cura di M.P. Biggs, J.H. Richardson, Wiley, 2014, 152.

⁵⁴¹ Wimberly, *SIFI designation of insurance companies – How game theory illustrates the FSOC's faulty conception of systemic risk*, in *Review of banking and financial law*, 2014-2015, 34, 337 ss.

⁵⁴² R.K. Girasa, *Shadow banking*, op. cit., 248.

⁵⁴³ R. S. Karmel, *The controversy over systemic risk regulation*, in *Brooklyn Journal of international law*, 2010, 35, 823. M. Eling, D. Pankoke, *Systemic risk in the insurance sector - What do we know*, *University of St. Gallen Working Papers on Risk Management and Insurance*, 2014, n. 214, p. 2 ss.; S.E.

suscitato forti contrasti, sfociati per *MetLife* anche in controversie giurisprudenziali non ancora concluse⁵⁴⁵: in seguito alla identificazione di *MetLife* come istituzione non bancaria sistematicamente rilevante, quest'ultima ha infatti impugnato la decisione del Consiglio di supervisione sulla stabilità finanziaria americano (sul quale *infra*) di fronte alla Corte federale la quale ha concluso per il mancato rispetto dei canoni previsti dal *Dodd-Frank Act* per l'identificazione di istituzioni finanziarie sistematicamente rilevanti. La causa pende dunque in appello dove, secondo parte della dottrina, sarà ribaltata, soprattutto alla luce della censura relativa alla necessità di procedere a un'analisi costi-benefici all'interno del procedimento amministrativo⁵⁴⁶.

Va detto che la vicenda si inserisce nel più ampio quadro di riforme intervenute oltreoceano sul settore assicurativo⁵⁴⁷, in parte all'interno dello stesso *Dodd-Frank*⁵⁴⁸ - ove si registra una tendenziale convergenza verso il coordinamento delle autorità di vigilanza nazionali a livello federale - in parte nell'ambito delle legislazioni dei singoli stati che ancora si caratterizzano per differenti regole assicurative⁵⁴⁹.

Nell'ottica di voler superare le lacune del precedente regime⁵⁵⁰, il *Dodd-Frank*

Harrington, *Systemic Risk and Regulation: The Misguided case of insurance SIFIs*, 2016, sul sito www.Americanactionforum.org; E. Berdin, M. Sottocornola, *Insurance activities and systemic risk*, *ICIR Working paper Series*, 2015, n. 19/15.

⁵⁴⁴ Le istituzioni non bancarie sistematicamente rilevanti risultano attualmente in *America Prudential*, *American International Group e General Electric*.

⁵⁴⁵ C. P. Skinner, *Regulating non banks*, in *Georgetown Law Journal*, 2017, p. 17 ss.

⁵⁴⁶ R.C. Hockett, *Oversight of the Financial Stability Oversight Council: due process and transparency in non-bank SIFI designations*, in *Cornell Law school legal studies research paper series*, 2015, n. 16-20.

⁵⁴⁷ Definito “a major force” per l'economia, J. L. Athearn, *Economic significance of insurance activity in the United States*, in *Journal of Insurance*, 1962, 29, 547-551 e già sottoposto a una qualche forma di vigilanza e controllo nel diciannovesimo secolo R.E. Schultz, *The regulation of insurance companies investments*, in *Review of insurance studies*, 1955, 2, 101-105.

⁵⁴⁸ T. M. Vaughan, *Observations on insurance regulation – Uniformity, efficiency and financial stability*, in *Modernizing insurance regulation*, a cura di J.H. Biggs, M.P. Richardson, 2014, Wiley.

⁵⁴⁹ R. E. Badger, *Discussion of “The Insurance Industry in Defense and War Finance” by Corliss L. Parry and “The Impact of Federal Policies on Equity Capital” by Kenneth Field*, in *Journal of the American association of University teachers of insurance*, 1942, 9, 76-78. A. Akhigbe, S.F. Borde e J. Madura, *Dividend policy and signaling by insurance companies*, in *Journal of risk and insurance*, 1993, 60, 413-428: “As custodians of a portion of a portion of society’s wealth, insurers are under a tacit obligation to protect the safety of this wealth. Such an unspoken mandate may cause society to be particularly sensitive to the financial soundness and viability of insurers. Failures of large insurers can affect healthy companies and can endanger guaranty fund protection.”

⁵⁵⁰ Acharya, Biggs, Richardson and Ryan, *On the financial regulation of insurance companies*, in NYU Stern School of Business 2009.

ribadisce a più riprese la necessità di garantire la stabilità finanziaria⁵⁵¹ e interviene in maniera apparentemente puntiforme, ma in concreto vaga e non immediatamente efficace⁵⁵², dal momento che solo di recente, a distanza di sette anni dalla sua entrata in vigore, si stanno attuando le regole di implementazione necessarie per modificare effettivamente la disciplina di tali imprese⁵⁵³.

È stato istituito, in particolare, il *Federal Insurance Office* (di seguito FIO) presso il Dipartimento del Tesoro, che tuttavia, a differenza della *SEC* e della *Federal Reserve*⁵⁵⁴, non è dotato di poteri di regolazione, ma di soli di poteri di condivisione e attività prevalentemente informativa, caratterizzandosi quindi per un ruolo piuttosto limitato che non ha mancato di suscitare alcuni dubbi nella dottrina americana⁵⁵⁵.

Inoltre è stato istituito il *Financial Stability Oversight Council* (il FSOC)⁵⁵⁶ con lo scopo di segnalare tra le istituzioni finanziarie bancarie e non bancarie (c.d. *non banks financial institutions*, NBFi) quelle sistematicamente rilevanti che potrebbero minare la stabilità finanziaria all'interno degli Stati Uniti. Il FSOC possiede un generale potere di raccomandazioni ai regolatori nazionali e di promozione di una disciplina del mercato, ma non poteri indipendenti di *enforcement*. Una volta identificata una

⁵⁵¹ Con tale fine, ad esempio, è stata reintrodotta la separazione tra banche di investimento e banche commerciali, su cui J.A.D.Manasfi, *Systemic risk and Dodd-Frank's Volcker rule*, in *William and Mary business law review*, 2013, 4, 181-212.

⁵⁵² È stata criticata, ad esempio, la mancanza di trasparenza nei confronti del consumatore D. Schwarcz, *Transparently opaque: understanding the lack of transparency in insurance consumer protection*, in *UCLA law review*, 2014, 61, 394.

⁵⁵³ Y.Gao, S. Liao e X. Wang, *Capital markets' assessment of the economic impact of the Dodd-Frank Act on systemically important financial firms*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 2. Alcuni studi economici hanno evidenziato che a seguito dell'entrata in vigore della riforma, si sono registrati due trend opposti nei mercati: da un lato, un impatto positivo per il mercato dei bond; dall'altro un impatto negativo per l'*equity market*. Secondo questi studi, il fenomeno sarebbe determinato dal fatto che il mercato ha ritenuto la riforma costosa sotto un punto di vista di organizzazione interna della società (maggiori costi di *compliance* ad esempio), ma tale da rendere l'impresa più prudente e dunque più sicura. Di conseguenza, i finanziatori "di rischio" (soci) più inclini al rischio sarebbero stati meno attratti dalla nuova regolazione dei mercati rispetto ai finanziatori "di debito" (creditori) più focalizzati sulla bassa volatilità. J.S.Wan, *Systemically important asset managers: perspective on Dodd-Frank's systemic designation mechanism*, in *Columbia law review*, 2016, 805-841.

⁵⁵⁴ Corrispondenti rispettivamente alle europee ESMA e BCE.

⁵⁵⁵ E. Brown, *Will the Federal Insurance Office improve insurance regulation?*, in *University of Cincinnati law review*, 2012, 551-599.

⁵⁵⁶ Sulla struttura del Consiglio e la procedura adottata da quest'ultimo nell'identificazione delle istituzioni sistematicamente rilevanti, A.W.Avery, K.A.Scott e L.Carson, *Dodd-Frank Act attempts to curtail systemic risk*, in *Banking law journal*, 2010, 127, 766-778.

determinata istituzione come sistematicamente rilevante, infatti (con criteri simili a quelli sopra menzionati elaborati a livello internazionale⁵⁵⁷), ai sensi della *Section* 113 del Dodd Frank, la vigilanza viene assegnata alla *Federal Reserve*⁵⁵⁸, la quale a sua volta può, con o senza la raccomandazione del FSOC, imporre requisiti prudenziali più alti all'impresa sistematicamente rilevante e limitare la possibilità di effettuare fusioni, acquisizioni e vendite, nonché di imporre restrizioni nelle attività e nei trasferimenti di *assets*⁵⁵⁹.

Le conseguenze della designazione quale SIFI, infine, sono destinate a estendersi anche verso altri fenomeni oggi sotto la lente di ingrandimento di dottrina e autorità. Il riferimento è ad esempio al fenomeno della c.d. *shadow insurance*, definita come la pratica con cui le assicurazioni vita re-assicurano i propri rischi tramite imprese re-assicurative o *special purpose vehicle* appartenenti al medesimo gruppo o possedute interamente da soggetti assicurati e non regolate, e non soggette ai rating delle agenzie, ove quindi il rischio è solo apparentemente “esternalizzato”⁵⁶⁰.

5.3.2. L'ordinamento europeo

Anche l'Europa si è attrezzata di un sistema di vigilanza sul rischio sistemico. La CRD IV lo definisce oggi quale “il rischio di cortocircuito o di black-out del sistema finanziario suscettibile di produrre gravi conseguenze negative anche all'economia reale”⁵⁶¹, mentre nessuna definizione è data nell'ambito di Solvency II che non

⁵⁵⁷ B.J. Horton, *When does a non-bank financial company pose a “systemic risk”?* *A proposal of clarifying Dodd-Frank*, in *Journal of corporation law*, 2012, 37, 815-848. K.Cruz-Brown, H.N.Rowen,R.J.Street, M.Bernier, *Recent developments in insurance regulation*, in *Tort Trial & Insurance Practice Law Journal*, 2011, 47, 305- 331.

⁵⁵⁸ M. Dungey, M. Luciani, D. Veredas, *The emergence of systemically important insurers*, 2014, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁵⁵⁹ Poteri simili a quelli di intervento attualmente previsti dall'art. 188 D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, in capo all'Ivass.

⁵⁶⁰ D. Schwarcz, *The risks of shadow insurance*, in *Georgia law review*, 2015, 50, 163- 211: “Instead, the problem with shadow insurance is that it obscures the tradeoff between safety and cost that is at the heart of all insurance solvency regulation, making it difficult, if not impossible, for policyholders, market intermediaries, and regulators to accurately and reliably assess risk”.

⁵⁶¹ Art. 3, comma 1, n. 10), Direttiva 2013/36/EU: “Systemic risk means a risk of disruption in the financial system with the potential to have serious negative consequences for the financial system and the real economy”.

prevede, a riguardo, alcuna misura macroprudenziale⁵⁶².

In particolare, quanto al settore assicurativo, si è cercato di superare l'approccio "sub-settoriale" che caratterizzava il gruppo di direttive antecedente al 2009⁵⁶³, introducendo accanto a *Solvency II*, il Comitato Europeo per il Rischio sistemico (di seguito "ESRB")⁵⁶⁴ la cui composizione rispecchia l'ampia sfera di competenza: ovvero una potenziale interferenza della vigilanza, rispetto alle singole autorità di settore, su banche, assicurazioni, gestori patrimoniali, settore bancario ombra, infrastrutture dei mercati finanziari e altri mercati e istituzioni finanziarie⁵⁶⁵.

Il Comitato, in una recente pubblicazione del 2015, ha evidenziato e confermato che le assicurazioni possono contribuire al rischio sistemico in quattro principali modalità: *i*) tramite il loro coinvolgimento nell'attività non tradizionalmente assicurativa; *ii*) tramite la possibilità che esse conducano un'attività pro-ciclica; *iii*) nell'ipotesi in cui si verifichi uno scenario c.d. *double hit* (ovvero uno scenario che, caratterizzandosi per tassi di interesse bassi e contemporanea diminuzione dei prezzi degli *assets*, "colpisce doppiamente" il bilancio dell'impresa assicurativa)⁵⁶⁶; *iv*) e infine, tramite politiche di determinazione dei prezzi che possono condurre a una sostanziale non sostituibilità dell'impresa in settori chiave a causa della mancanza di imprese concorrenti nei medesimi settori.

⁵⁶² ESRB, *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*, Luglio 2016, disponibile al sito www.esrb.europa.eu: "For insurers, the Solvency II regime does not include macroprudential tools and the development of such tools should be considered. For example, improving on Solvency I, Solvency II requires both assets and liabilities to be marked to market. This comes with a higher volatility of the valuation of investments in long-term assets and thus of insurers' own funds. The matching and volatility adjustments aim to limit these fluctuations in order to reflect the long-term nature of the insurance business.44 While the current approach is based on decreasing buffers in bad times, it does not foresee a build-up of buffers in good times. ESRB (2015b) therefore considers flexibility to require the build-up of resilience (e.g. capital or reserve add-ons). In addition, enhanced liquidity monitoring, a recovery and resolution framework for European (re)insurers and limits on NTNI activities are important macroprudential instruments for consideration".

⁵⁶³ L. Quaglia, *The European Union and global financial regulation*, Oxford University Press, 2014, 111; I. Bozzano, *La vigilanza sul mercato assicurativo*, in *Dir. economia ass.*, 2002, 3, 509.

⁵⁶⁴ Membri del Comitato sono esponenti delle tre autorità finanziarie in Europa, un membro della Commissione, i governatori delle banche centrali degli Stati Membri.

⁵⁶⁵ P. Schammo, *EU day-to-day supervision or intervention-based supervision: which way forward for the European System of financial supervision?*, in *Oxford Journal Legal Studies*, 2012, 32, 771.

⁵⁶⁶ Nel report si evidenzia in Giappone questo scenario ha causato, negli anni 90', il fallimento di sette assicurazioni e tale scenario è avvertito come uno dei più preoccupanti dalla vigilanza europea.

Nel 2017, inoltre, l'ESRB ha pubblicato due studi tesi a mitigare ulteriormente l'operato prociclico delle assicurazioni; in particolare è stata sottolineata l'importanza di una prospettiva macroprudenziale nel calcolo della curva normativa dei rendimenti privi di rischi, la quale dunque deve essere basata su valutazioni di mercato⁵⁶⁷ e la necessità di piani di risanamento e risoluzione al pari di quelli introdotti nel sistema bancario⁵⁶⁸.

Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento n. 1092/2010 istitutivo del ESRB, il Comitato deve individuare i rischi sistemici, segnalarli e sollecitare le singole autorità europee ad intervenire le quali a loro volta sollecitano le autorità nazionali nel coordinamento e nello scambio di informazioni⁵⁶⁹. Gli Stati Membri possono segnalare i soggetti sistematicamente rilevanti notificando tale identificazione al ESRB e mantenendo poteri di intervento su tali istituzioni. A riguardo, è stato evidenziato che una vigilanza ancora nazionale per certi aspetti può essere salutata con favore alla luce del fatto che gli Stati Membri, avendo differenti cicli finanziari e essendo caratterizzati ciascuno dalla prevalenza di certe istituzioni rispetto ad altre, sarebbero i soggetti più adeguati a cogliere e comprendere il rischio sistemico derivante dal proprio Paese⁵⁷⁰. Al tempo stesso, la moltiplicazione delle autorità per competenze e per territorio ha creato un forte problema di coordinamento tra le medesime, in mancanza del quale l'effetto di tutta la vigilanza potrebbe svanire perché assorbito dagli interstizi rappresentati dai vuoti comunicativi e dalle asimmetrie informative tra le autorità⁵⁷¹.

Solvency II, imponendo all'Ivass di operare la propria attività di vigilanza tenendo conto, “in periodi di turbolenze eccezionali sui mercati finanziari” dei “potenziali

⁵⁶⁷ ESRB, *Regulatory risk-free yield curve properties and macroprudential consequences*, Agosto 2017, disponibile al sito www.esrb.europa.eu.

⁵⁶⁸ ESRB, *Recovery and resolution for the EU insurance sector: a macroprudential perspective*, Agosto 2017, disponibile al sito www.esrb.europa.eu.

⁵⁶⁹ Il sistema così configurato ricalca alcune prospettive già analizzate a livello nazionale in merito a un possibile ruolo del CICR quale ente di coordinamento tra le autorità nazionali da R. Costi, *Sul coordinamento tra autorità di vigilanza*, in *Banca impresa società*, 2001, 3, 417-419.

⁵⁷⁰ P. Schammo, *op.cit.*, nt. 64.

⁵⁷¹ Il problema è particolarmente sentito tanto in Europa, quanto negli Stati Uniti. Per alcuni riferimenti H. Y. Jabotinsky, *The Federal structure of financial supervision: a story of information-flow*, in *Stanford Journal of business and finance*, 2017, 52-84.

effetti pro-ciclici derivanti dai suoi interventi”⁵⁷², prende atto della menzionata necessità di un agire anticiclico in ambito assicurativo.

5.4. Conseguenze sulla governance dell’impresa sistematicamente rilevante

La designazione di un’impresa come “sistematicamente rilevante” comporta, nell’ambito dell’operato dell’ESRB, l’imposizione di una maggiore riserva di capitale.

Al considerando n. 85 della direttiva CRD IV, infatti, è espressamente previsto che “Gli Stati membri dovrebbero poter richiedere a determinati enti di detenere, oltre a una riserva di conservazione del capitale e a una riserva di capitale anticiclica, una *riserva di capitale a fronte del rischio sistemico* al fine di prevenire ed attenuare il rischio sistemico o macroprudenziale non ciclico a lungo termine non coperto dal regolamento (UE) n. 575/2013 qualora esista un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e l’economia reale di un determinato Stato membro. Il coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico si dovrebbe applicare a tutti gli enti o a uno o più comparti di detti enti, quando gli enti presentano profili di rischio simili nelle rispettive attività”.

E al considerando n. 90 della medesima direttiva “Le autorità sono invitate ad imporre agli enti a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) requisiti in materia di fondi propri più elevati, al fine di compensare il rischio maggiore che i G-SII rappresentano per il sistema finanziario e il potenziale impatto del loro fallimento sui contribuenti. Quando un’autorità impone la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico e la riserva per i G-SII sia applicabile, si dovrebbe applicare la più elevate fra le due. Qualora la riserva a fronte del rischio sistemico si applichi soltanto alle esposizioni nazionali essa si dovrebbe cumulare con la riserva per i G-SII o la riserva per gli altri enti a rilevanza sistemica (O-SII) che è applicata conformemente alla presente direttiva”.

Nulla è previsto in tale contesto in termini di modifiche dei requisiti di *corporate governance*. Di conseguenza, il sistema di *governance* dell’impresa sistematicamente

⁵⁷² Art. 5, comma 1-ter, D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 così come modificato da Solvency II.

rilevante non sembra configurarsi diversamente da quanto già previsto per la singola impresa e per il gruppo assicurativo. Tuttavia, alla luce di quanto sopra osservato, alcuni interrogativi sono sorti sul punto e in virtù di un rapporto tra diritto pubblico e privato da intendersi in maniera sempre più dinamica e “collaborativa”, alcune ipotesi di lavoro potrebbero trovare nuove conclusioni.

A tal fine, giova premettere che soprattutto nella letteratura pubblicistica, è già stato evidenziato come “la molteplicità di possibili relazioni fra potere pubblico e autonomia privata non può essere, comunque, più ordinata esclusivamente in base al grado di incidenza dell’autorità pubblica sulla sfera giuridica dei privati: tale incidenza non sempre sussiste, o non necessariamente costituisce l’elemento caratterizzante del rapporto, o, ancora, si giustifica non più in ragione dell’interesse pubblico perseguito, bensì a fini di tutela di un altro interesse privato”⁵⁷³.

Si è di fronte dunque a un complesso intreccio di norme di diritto privato e diritto pubblico⁵⁷⁴ che sotto la prospettiva del diritto dell’impresa e del diritto societario lascia sullo sfondo il tradizionale e complesso schema concettuale dell’interesse sociale⁵⁷⁵ in relazione al quale potrebbe apparire compatibile anche una lettura che “internalizzi sul piano causale le posizioni di depositanti e obbligazionisti, grazie alla rilevanza sistematica del principio di sana e prudente gestione”⁵⁷⁶.

Gli sviluppi della regolazione finanziaria, infatti, hanno in primo luogo determinato una maggiore tutela contrattuale dei soggetti deboli nei settori finanziari, e quindi di depositanti e assicurati *in primis*, ma anche delle strutture di *governance*⁵⁷⁷ di banche e

⁵⁷³ L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Cedam, Padova, 1992, 8-9.

⁵⁷⁴ S. Pugliatti, *Diritto pubblico e diritto privato (voce)*, in *Enc. dir.*, 1964, XII, 721 che in riferimento alle zone di confine del diritto conferma che “Si tratta, in sostanza, di zone dell’ordinamento giuridico, nelle quali vengono a confluire, in misura sensibile, interessi pubblici e interessi privati, come il ricordato diritto dell’economia [...]”.

⁵⁷⁵ *Ex multis*, di recente P. Montalenti, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Riv.dir.soc.*, 2015, 3, 513: “In conclusione, l’interesse sociale coincide con l’interesse dell’impresa, cioè l’interesse all’efficienza gestionale, che non è già un interesse superiore sovraordinato agli interessi dei soci ma neppure riconducibile alla ristretta, semplificatoria e schematica categoria dell’interesse dei soci attuali alla distribuzione dell’utile”.

⁵⁷⁶ Tale lettura è affiancata tra le opzioni alla più tradizionale posizione che vede “l’interesse dei creditori come limite esterno all’operato degli organi sociali” da A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, *op. cit.*, 44.

⁵⁷⁷ E. Wymeersch, *The European system of financial supervisors and its meaning for company law*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, *Atti del Convegno internazionali di studi*, Venezia, 13-14

assicurazioni a seguire. Come in precedenza evidenziato, la componente finanziaria dell'attività assicurativa incide notevolmente sulle regole imposte alla stessa⁵⁷⁸ e la avvicina per numerosi profili di *governance* al sistema di amministrazione e controllo tipico del settore bancario⁵⁷⁹.

Sembra dunque che i riflessi della prevalenza della natura pubblicistica su quella privatistica possano essere numerosi e toccare ogni singolo organo della società, quale ad esempio il collegio sindacale nel sistema tradizionale, il cui controllo appare più pervasivo, nell'ottica di segnalare all'autorità anche *ex ante* eventuali incongruenze⁵⁸⁰, ovvero la posizione dei soci all'interno di tali imprese.

A tale ultimo riguardo, risalente è il dibattito circa i cambiamenti determinati dal rilievo pubblicistico di tali imprese. Parte della dottrina, infatti, si è chiesta se la posizione del socio sia la stessa di quella che egli assume in altre società e se i controlli previsti nella legge bancaria, come conseguenza dell'essere attività bancaria funzione di pubblico interesse riguardino esclusivamente "l'attività esterna della società senza

novembre 2015, Giuffrè, 2016, 488: "The evolution of these interventionist European instruments, along with similar evolutions in the national legislation, indicates how much the legal systems have evolved away from the traditional approach of freedom of contract, self-regulation and comply or explain in traditional company law. Even corporate *governance*, a traditional subject for soft law, become now a subject for formal regulation [...]"

⁵⁷⁸ Recentemente, B. Choudhury, *Social disclosure*, in *Berkeley business law journal*, 2016, 13, 183 ss, la quale, p. 195, evidenzia che "The public/private divide between corporate law and social rights is underscored by their respective *governance*: while corporate managers, such as boards of directors, are mainly responsible for the *governance* of corporate matters, governments assume primary responsibility for overseeing the protection of human rights and other social issues. Thus, using corporate and securities laws to promote social issues results in a predominantly private tool being used to foster essentially public goals. Nevertheless, the divide between corporate and social issues becomes less pronounced if social disclosure requirements further the interests of the shareholders, since shareholders are presumed to be the primary beneficiaries of corporate law. Yet it is unclear whether social disclosure rules benefit or harm shareholder interests".

⁵⁷⁹ C. G. Corvese, *L'attività assicurativa e le "altre attività finanziarie"*, *op. cit.*, 326: "Per intermediazione finanziaria si intende tradizionalmente l'attività che ha ad oggetto il trasferimento di fondi da soggetti in surplus a soggetti in deficit. [...] Le imprese di assicurazione svolgono una funzione di intermediazione finanziaria e possono essere ricomprese nel secondo gruppo di intermediari finanziari (nda non monetari) ma con qualche ulteriore specificazione rispetto alla funzione di intermediazione finanziaria svolta dalle banche. Mentre l'attività bancaria si caratterizza proprio per la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, nel senso che non v'è attività bancaria senza il richiamato collegamento, la funzione di intermediazione finanziaria svolta dalle imprese di assicurazione risulta 'strumentale e congiunta alla loro attività caratteristica, consistente nell'assunzione sistematica dei rischi'".

⁵⁸⁰ P. F. Mondini, *Il ruolo dell'organo di controllo nelle nuove regole sulla corporate governance e sul sistema dei controlli interni*, in *Banca impresa società*, 2015, 1, 47; E. Fregonara e M. Cavanna, *Il collegio sindacale*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. Irrera, Giappichelli, 2016, 448.

incidere sulla struttura organizzativa e quindi sulle posizioni interno” o invece queste disposizioni e la componente pubblicistica che le ispira penetrino all’interno della struttura organizzativa e ne condizionino “le relative posizioni interne atteggiandole diversamente anche per quanto attiene alla tutela degli interessi che su di esse si puntualizzano”⁵⁸¹.

Alcuni orientamenti avevano risposto al quesito optando per una visione della società come struttura organizzativa espressione dell’autonomia privata che non viene toccata dalla disciplina pubblicistica dell’attività che esercita.

Secondo altri si sarebbe di fronte a una sorta di “ritorno al passato”, un aumento di controlli talmente diffusi e penetranti, su tutti gli aspetti strutturali e funzionali delle imprese bancarie e per altro verso talmente discrezionali da consentire di parlare di “autentico appassimento del paradigma imprenditoriale e di sostanziale quanto feroce nuova pubblicizzazione quanto meno sotto l’aspetto oggettivo”⁵⁸².

Prevalente rimane in ogni caso la tradizionale distinzione tra ambito della vigilanza con le relative intersezioni pubblicistiche e ambito della sfera imprenditoriale con i relativi conflitti di interesse interprivatistici.

Tale assetto non ha mancato di suscitare critiche da parte di chi sottolinea il rischio è quello di una eccessiva rigidità: le disposizioni di vigilanza “devono applicarsi con flessibilità, attenzione elettiva alla correttezza sostanziale e non formale, elasticità in ragione della tipologia concreta”⁵⁸³.

Non sarebbe chiara la misura in cui la pervasività della regolamentazione sul mercato assicurativo sia efficace dal momento che in quest’ultimo “si sono sviluppati strumenti di self-regulation e private market efficaci. Non in tutti i casi è quindi giustificabile un

⁵⁸¹ G. Ferri, *La posizione dell’azionista nelle società esercenti un’attività bancaria*, in *Banca borsa tit. credito*, 1975, 1.

⁵⁸² A. Nigro, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli, Considerazioni conclusive*, in *Riv. banca e merc. finanz.*, 2016, 836.

⁵⁸³ P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni*, *op. cit.*, 736, il quale sottolinea anche la necessità di individuare legislativamente l’organo deputato al coordinamento dal momento che “la prassi ha dimostrato ripetutamente come sia frequente non tanto l’assenza di controlli quanto la difficoltà nell’interpretare i segnali di anomalia, la carenza di “incrocio” tra controlli analoghi, la tardività del collegamento tra istanze di controllo diverse”.

puntuale intervento regolamentare”⁵⁸⁴.

Al tempo stesso, la bipolarità diritto pubblico-diritto privato “tende a scivolare via sotto la pressione di alcuni fattori, come la globalizzazione (dove più facilmente istituti propri del pubblico vengono applicati al privato: ad esempio l’Icann), l’europeizzazione (che prescinde dalla distinzione e introduce criteri diversi, di tipo misto, come l’organismo di diritto pubblico), l’influenza del diritto anglosassone (dove la distinzione esiste, ma ha minore rilevanza). Per altri aspetti, la distinzione ricompare in modi paradossali, con l’amministrativizzazione del diritto privato (ad esempio nel campo finanziario e bancario) e con lo sviluppo delle leggi che una volta si chiamavano speciali, a seguito delle quali il diritto privato perde il suo carattere di tipicità”⁵⁸⁵.

Di fronte a questa “crisi del dualismo pubblico privato frantumato da una varietà di sottodistinzioni che superano il dualismo e lo fanno diventare obsoleto”⁵⁸⁶, gli interventi del legislatore si inseriscono a fatica in un quadro omogeneo e spesso [...] determinano orientamenti oscillanti della giurisprudenza⁵⁸⁷.

5.4.1. Profili di diritto pubblico: l’impresa assicurativa quale ente pubblico e l’attività assicurativa quale pubblico servizio?

Come anticipato, la pervasività delle norme di diritto pubblico nel settore ha sollevato alcuni dubbi (che ciclicamente ricompaiono nel settore bancario e assicurativo) circa la natura degli enti che operano, con certe dimensioni, nei settori finanziari e la natura delle attività dagli stessi poste in essere⁵⁸⁸.

⁵⁸⁴ S. Cosma, G. Gabbi, R. Pisani, *Gli impatti attesi di Solvency 2: the perfect storm?*, op. cit., 69.

⁵⁸⁵ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, op. cit., 81.

⁵⁸⁶ S. Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, op. cit., 81.

⁵⁸⁷ F. De Leonardis, *Soggettività privata e azione amministrativa. Cura dell’interesse generale e autonomia privata nei nuovi modelli di amministrazione*, Cedam, 2000, 5 ss.

⁵⁸⁸ M. Miola, *Il risparmio assicurativo*, op. cit., 93: “Stabilire se le assicurazioni private diano luogo o meno ad esercizio di impresa d’altro canto contribuisce a definire le modalità attraverso cui il controllo deve esercitarsi. In altri termini, ci si chiede se l’intervento pubblico miri solamente a garantire il buon funzionamento tecnico dell’impresa di assicurazione, oppure svolga funzione di indirizzo e coordinamento per il promovimento del servizio assicurativo, con la conseguenza che si dovrebbero ravvisare gli estremi della funzione di interesse pubblico”.

In via di premessa occorre ricordare che la questione della natura giuridica delle s.p.a., assicurative non può desumersi unicamente dal *nomen iuris* (s.p.a.) che inevitabilmente evoca uno schema organizzativo tipicamente privatistico, utilizzato dal legislatore per indicare un determinato ente dal medesimo costituito e disciplinato nel codice civile. Al contrario si deve necessariamente applicare, anche in tale situazione, l'antico brocardo per cui *nomina non sunt natura rerum*⁵⁸⁹.

Come già anticipato infatti “la stessa distinzione tra diritto pubblico e privato — che affonda le radici in una tradizione secolare ed ha caratteri molto formali — può essere messa in discussione alla luce di un processo di trasmutazione che tende a far sfumare i confini di una distinzione obsoleta e assorbita dal criterio della materia oggetto di regolamentazione, quello del diritto dell'economia”⁵⁹⁰.

Nell'ottica quindi di una organicità della materia che deve essere analizzata la *governance* dell'impresa assicurativa che si muove a cavallo tra diritto pubblico e diritto privato⁵⁹¹, considerando che diversi potrebbero anche risultare gli appigli costituzionali di riferimento, diversamente individuabili nell'art. 41, comma 2 o comma 3 a seconda della prospettiva adottata. Si tratterebbe di “due ricostruzioni della disciplina delle assicurazioni opposte tra loro, alla cui valutazione non può rimanere estranea la considerazione dei particolari atteggiamenti riscontrabili in taluni tipi di assicurazioni. Basti pensare, da un lato, all'assicurazione obbligatoria contro i rischi della responsabilità civile nella circolazione dei veicoli, in cui l'intervento pubblico giunge a prevede un obbligo di stipulare il contratto di assicurazione, attribuendo quindi a questo ramo la soddisfazione di interessi di portata generale”⁵⁹².

⁵⁸⁹ F. Fimmanò e M. Coppola, *Sulla natura giuspubblicistica delle fondazioni bancarie*, in *Riv. not.*, 2017, 1, 649 ss.

⁵⁹⁰ F. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione*, *op. cit.*, 134.

⁵⁹¹ A. Asquini, *Verso l'unificazione delle leggi sulle assicurazioni?*, in *Scritti giuridici*, Cedam, Padova, 1936, 135 il quale evidenziava, 136 che: “Riconoscere però il valore dogmatico della classica bipartizione tra diritto pubblico e diritto privato non vuol dire che sia sempre utile restarne schiavi nella formazione delle leggi speciali. Nelle materie dove il diritto pubblico e diritto privato si intrecciano profondamente e si influenzano a vicenda, la formazione delle leggi ha tutto da guadagnare dall'osservanza piuttosto dell'unità organica della materia, che dalla classificazione dogmatica delle singole norme. Questo è precisamente il caso, a mio avviso, del diritto delle assicurazioni.”

⁵⁹² M. Miola, *Il risparmio assicurativo*, *op. cit.*, 94, il quale porta quale secondo esempio il ramo delle assicurazioni sulla vita.

Nella vasta letteratura che il diritto amministrativo dedica alla nozione di servizio pubblico, si è assistito a una evoluzione dello stesso segnata, tra l'altro, dal passaggio dallo Stato liberale allo Stato sociale, secondo approcci via via incentrati su una concezione più moderna e dinamica⁵⁹³. In particolare, inizialmente, sulla scorta della nozione di *service public* dell'ordinamento francese, si erano individuati quali elementi costitutivi: *i*) un regime giuridico amministrativo modellato da “*regles exorbitants du droit commun*” (profilo formale); *ii*) un soggetto pubblico (profilo soggettivo); *iii*) un bisogno fondamentale della collettività da soddisfare tramite l'attività (profilo oggettivo)⁵⁹⁴.

Per quel che in questa sede rileva, tuttavia, la presenza di soggetti privati che fornivano servizi pubblici, in regime sia di diritto amministrativo, sia di diritto comune, ha presto dimostrato la debolezza della tradizionale nozione. Anche a fronte dell'entrata in vigore della Costituzione e, in particolare, degli art. 41 e 43 Cost., sono state dunque prospettate definizioni più generiche, variamente incentrate sull'accessorietà e strumentalità di tali attività rispetto alle più tipiche funzioni pubbliche, ovvero su attività sottoposte a poteri di diritto pubblico per essere orientate ai fini sociali, per citarne alcune⁵⁹⁵.

In tale contesto, anche gli approcci delle Supreme Corti non sembrano totalmente allineati: mentre il Consiglio di Stato ha optato per una nozione di servizio pubblico più estesa, la Corte di Cassazione tende a ricomprendervi non le attività private

⁵⁹³ Per alcuni parziali riferimenti: S. Cattaneo, *Servizi pubblici* (voce), in *Enc. dir.*, Giuffrè, Milano, 1990, XLII, 355-374: “La nozione di servizio pubblico è «tra quelle più tormentate». Si tratta, poi, di una di quelle nozioni che hanno corso, e forse corrono ancora il rischio di venire ridotte ad espressioni solo approssimativamente descrittive di certe realtà della vita amministrativa o di essere usate con significati mutevoli in relazione agli ordini concettuali nel cui contesto sono collocate”; R. Villata, *Pubblica amministrazione e servizi pubblici*, in *Dir. amm.*, 2003, 3, 493.

⁵⁹⁴ M. Capantini, *I servizi pubblici tra ordinamento nazionale, comunitario ed internazionale: evoluzione e prospettive*, in *Il diritto amministrativo dei servizi pubblici tra ordinamento nazionale e ordinamento comunitario*, Pisa University Press, 2004, 15-16.

⁵⁹⁵ *Ex multis*, C. Mastrocola, *I profili sistematici*, in *La società per azioni quale forma attuale di gestione dei servizi pubblici*, a cura di E. Mele, Giuffrè, 2003, 86-87 che lo definisce “complesso di prestazioni di interesse collettivo, fornite da enti pubblici ovvero anche da soggetti privati concessionari, finalizzate al soddisfacimento di primari bisogni o interessi della collettività”. Da tale approdo, l'A. evidenzia come si siano ulteriormente distinte due nozioni di servizio pubblico: una in senso soggettivo e una in senso oggettivo e come in realtà le due nozioni siano due aspetti dello stesso concetto “e non due concezioni ontologicamente contrapposte”. E evidenzia come una nozione troppo ampia di servizio pubblico avrebbe portato a includere tutte le attività private di rilevanza pubblica tipiche dei settori speciali, determinando anche una zona d'ombra tra i concetti di autorizzazione e concessione.

soggette a semplice controllo o vigilanza o autorizzazione, bensì quelle che siano almeno collegate al sistema dei pubblici poteri e siano sottoposte al regime giuridico derogatorio rispetto al diritto comune⁵⁹⁶.

La dottrina prevalente, fino al 2007, era concorde nel negare la natura di pubblica funzione o di servizio pubblico dell'attività assicurativa, con un'eccezione riguardante l'attività assicurativa svolta dalle imprese autorizzate a operare nel ramo dell'assicurazione obbligatoria, ove proprio l'obbligatorietà dell'assicurazione qualificerebbe, in senso oggettivo, la stessa come servizio pubblico⁵⁹⁷.

Al di fuori di tale ambito, sembra ragionevole interrogarsi circa la natura dei “servizi” forniti dalle imprese assicurative. Mentre in passato, infatti, la concezione fu avanzata dalle tendenze ritenute più radicali e “dirette a impostare in modo diverso la funzione e le prerogative dello Stato ed a concepire l'assicurazione come un pubblico servizio”⁵⁹⁸, oggi qualche ulteriore distinzione deve essere effettuata, per meglio comprendere se il terreno su cui si muove l'impresa assicurativa sia riconducibile *in toto* agli schemi amministrativistici relativi ai servizi pubblici, o se invece non si sia di fronte a un nuovo modello operativo, che solo in certi frangenti condivide alcune prerogative tipicamente pubblicistiche⁵⁹⁹.

Anche sotto il versante della qualifica dell'impresa assicurativa quale ente pubblico, numerose perplessità possono sorgere alla luce dei più recenti orientamenti emersi sul

⁵⁹⁶ Cons. Stato, ad. Plen. 30 marzo 2000, n. 1; Cass., sez. un., 12 novembre 2001, n. 14032.

⁵⁹⁷ D. Agus, *La regolazione del mercato assicurativo*, Ipsoa, 2007, 99; parzialmente diverso il percorso normativo in ambito bancario a seguito dell'entrata in vigore del testo unico bancario che ha positivamente sancito la natura di impresa delle banche. In entrambi i contesti, i riflessi delle definizioni sono quanto mai determinanti; a titolo meramente esemplificativo, in campo penale, la configurabilità di alcuni reati propri relativi agli incaricati di pubblico servizio. Sul punto, ex multis, V. Manes, *Le qualifiche penali nel settore del credito e dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, 5, 599.

⁵⁹⁸ A. Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, *op. cit.*, 24 che evidenzia come la tendenza a una impostazione così radicale “costitui un precedente «ideologico» dell'impostazione giolittiana del problema assicurativo ed anticipò per alcuni aspetti la tematica sulla quale si mosse il tentativo riuscito solo in parte di nazionalizzazione dell'assicurazione sulla vita in Italia”.

⁵⁹⁹ G. Napolitano, *I modelli di pubblicizzazione e le prospettive dello Stato amministrativo*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2010, 3, 655, ove alcune riflessioni relative al settore creditizio: “Il nuovo ordinamento affermatosi negli anni Novanta si caratterizza per una consistente dequotazione del tasso di pubblicità dell'intero sistema. Alla pressoché integrale scomparsa dello Stato-banchiere si accompagna il riconoscimento del carattere puramente imprenditoriale dell'attività bancaria e la sua collocazione in un assetto di mercato concorrenziale. L'immagine del mercato guidato cede così il passo a quella del mercato regolato”.

tema. Nonostante all'interno dell'ordinamento giuridico, infatti, la nozione di ente pubblico sia notevolmente mutata nel corso degli ultimi decenni, una sua applicazione all'impresa assicurativa potrebbe portare a conseguenze non sempre rispondenti all'effettivo assetto di interessi sotteso.

Si tratta in particolare di una nozione cangiante di ente pubblico, che si fonda sull'interrogativo circa i fini per il quali la qualifica è richiesta. In altri termini, è condivisa l'idea per cui non vi possa essere una definizione sempre valida di ente pubblico, dal momento che, al contrario, si è di fronte a una qualifica teleologica, diretta a individuare un particolare regime applicabile al soggetto che per di più può convivere con altre tipologie di regimi in capo al medesimo.

Sul punto, il Consiglio di Stato ha recentemente evidenziato come l'individuazione dell'ente pubblico deve avvenire in base a criteri non "statici" e "formali", ma "dinamici" e "funzionali"; ciò implica che il criterio da utilizzare per tracciare il perimetro del concetto di ente pubblico muta a seconda dell'istituto o del regime normativo che deve essere applicato, essendosi l'ordinamento ormai orientato verso una nozione "funzionale" e "cangiante" di ente pubblico. In altri termini, si ammette senza difficoltà che uno stesso soggetto possa avere la natura di ente pubblico a certi fini e rispetto a certi istituti, e possa, invece, non averla ad altri fini, conservando rispetto ad altri istituti regimi normativi di natura privatistica⁶⁰⁰. Si legge in particolare nel testo della sentenza che "giova precisare che la c.d. nozione funzionale di ente pubblico che qui si accoglie non contrasta con la previsione contenuta nell'art. 4 della legge n. 70 del 1975, in base alla quale, come ricordato dal T.a.r., "nessun nuovo ente pubblico può essere istituito o riconosciuto se non per legge". La nozione "funzionale" e "dinamica" non predica, infatti, che un soggetto possa essere qualificato come "pubblico" a prescindere dall'esistenza di una base legislativa che sottoponga quel soggetto ad un regime pubblicistico. Al contrario, alla base della qualificazione funzionale di ente pubblico ci deve essere sempre un fondamento normativo da cui derivano, per quell'ente, obblighi e doveri, oppure prerogative e poteri, di natura pubblicistica".

⁶⁰⁰ Consiglio di Stato, 11 luglio 2016, n. 3043, in banca dati Dejure; Consiglio di Stato, 26 maggio 2015, n. 2260, in banca dati Dejure.

Non è dunque una esclusione di qualifica che può essere fatta *a priori*, dovendo invece l'interprete verificare se il complessivo quadro di obblighi e poteri distribuiti tra soggetto formalmente privato e pubblica amministrazione determini, funzionalmente, la qualifica di ente pubblico con tutte le conseguenze applicative del caso.

Dalla disamina del regime applicabile, non sembra potersi concludere per una qualifica dell'impresa assicurativa sempre in termini di ente pubblico. In tal senso depongono non solo espressi riferimenti normativi, ma anche una più complessiva valutazione storica dell'intenzione legislativa che, anche in una prospettiva sovranazionale, sembra determinare non tanto un "ritorno al passato" e dunque una ri-pubblicizzazione di certi settori vigilati, quanto piuttosto un nuovo modulo di intervento, dove diritto pubblico e diritto privato convivono. Rimane infatti presente il perseguimento di interessi di natura privatistica, nell'ambito dei quali il diritto pubblico spesso interviene per la sola tutela delle posizioni giuridiche soggettive più deboli⁶⁰¹.

5.4.2. Un modello di governance "systemic stakeholders oriented"?

Dalla generalizzazione dell'intera impresa assicurativa come ente pubblico occorre distinguere l'eventuale analisi di certe funzioni e attività vincolate che a tale ultima sono imposte. In termini di stabilità finanziaria, infatti, il codice delle assicurazioni private esordisce collocando al primo posto la tutela degli assicurati che dunque si pone gerarchicamente a un livello superiore rispetto a tutti gli altri stakeholders dell'impresa.

Al tempo stesso, negli ultimi decenni si è assistito a una espansione dell'attività finanziaria e dei mercati finanziari e tale espansione ha anche determinato una più ampia diffusione di rischi e opportunità, causando tuttavia al tempo stesso anche la possibilità che il rischio sia nascosto all'interno di un sistema che per molti aspetti è ancora caratterizzato da opacità e estrema complessità⁶⁰². A fronte dei numerosi studi

⁶⁰¹ R. Costi, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. credito*, 2011, 2, 170: "Le evidenze emerse dalla crisi e i progetti di vigilanza macroprudenziale sottolineano il ruolo che il pubblico ha riconquistato nel settore bancario, anche se quelle evidenze e questi progetti hanno cura di tener fermo il principio secondo il quale le banche sono imprese che si muovono in un mercato concorrenziale e non sono organismi di interesse generale".

⁶⁰² Per numerosi riferimenti alla bibliografia, di recente L. Zingales, *Does finance benefit society?*, 2015, disponibile al sito www.ssrn.com: "For an academic economist the answer to the question raised in the title seems obvious. After all, there are plenty of theories that explain the crucial role played by finance: from managing risk (Froote et al., 1993) to providing valuable price signals (Hayek, 1945), from

dedicati ai benefici della finanza “buona”, si registrano infatti anche studi empirici sostengono che troppa finanza possa danneggiare la crescita economica e creare distorsioni⁶⁰³.

E in tale contesto, nel rapporto tra la “finanziarizzazione” in atto dell’economia e la corporate *governance*, si è evidenziato che i meccanismi attraverso cui si è cercato di allineare l’interesse degli amministratori a quello dei soci (quali ad esempio la struttura delle remunerazioni dei primi collegata alla performance della società) possono creare delle incongruità rispetto a ciò che può essere “utile” per la società nel suo complesso, in particolare creando una cattiva allocazione delle risorse e dei rischi⁶⁰⁴.

Il board di tali imprese, pertanto, può diventare strumento dell’intervento pubblico per garantire la stabilità finanziaria⁶⁰⁵, calcando le orme di una crisi del paradigma basato sull’imperativo di massimizzazione del valore della partecipazione dei soci che ha a lungo ispirato il diritto societario nazionale e internazionale⁶⁰⁶ e che oggi rileva,

curbing agency problems (Jensen and Meckling, 1976) to alleviating informational asymmetries (Myers and Majluf, 1984). Furthermore, there is plenty of evidence that finance fosters growth (e.g., Levine 2005), promotes entrepreneurship (Guiso et al, 2004; Mollica and Zingales, 2008), favors education (Flug et al., 2008; and Levine and Rubinstein, 2014), alleviates poverty and reduces inequality (Beck et al., 2007)”.

⁶⁰³ S. G. Cecchetti e E. Kharroubi, *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?*, in *BIS working papers*, n. 490, 2015, disponibile al sito www.bis.org; J. De Haan and J-E. Sturm, *Finance and income inequality: a review and new evidence*, CESifo working paper series, 2016, disponibile al sito www.ssrn.com.

⁶⁰⁴ A. R. Admati, *A skeptical view of financialized corporate governance*, in *Journal of economic perspectives*, 2017, 31, 135: “Financialized *governance* aims to focus corporate managers on benefitting shareholders, but it can result in gaps between what is good for executives, directors, and some shareholders and what is good for society as a whole. [...] Second, financialized *governance* may cause inefficiencies through misallocation of resources and risk. The culprit in many of the examples appears to be a focus on financial metrics. The inefficiencies ultimately link to the weak or lacking incentives of those who are in a position to put in place mechanism to prevent harmful conduct”.

⁶⁰⁵ H. M. Schooner, *Big banks boards: the case for heightened administrative enforcement*, *op. cit.*, 1027: “Big banks are public instrumentalities bynature and the private shareholder value/profit maximization model of *governance* is an ill-suited guide to the management of their operations” e sottolinea tuttavia che la necessità di una vigilanza più intensa sulle grandi istituzioni finanziarie potrebbe essere più efficace con incentive private per assicurare che siano raggiunti standard più severi.

⁶⁰⁶ A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, *op. cit.*, 41: “In realtà, la concezione del diritto societario ispirata all’analisi economica del diritto ed al paradigma dello shareholder value, prevalente nella dottrina internazionale fino ad alcuni anni fa, incontra una crisi ben più generalizzata. Deve pertanto esplorarsi l’ipotesi di non ritenere del tutto eccezionale il modello organizzativo complesso delle banche, basato su un insieme di meccanismi vincolanti di checks and balances, che potrebbe anzi essere talora utilizzato (sia pur cautamente, e con il necessario discernimento rispetto alle singole scelte normative) come chiave di lettura, evoluzione ed interpretazione del diritto azionario comune”.

soprattutto in ambito di stabilità finanziaria, le sue più gravi lacune⁶⁰⁷.

5.4.2.1. Sulla stabilità finanziaria come “nuovo” *common good*

Per meglio indagare tale aspetto, quindi, una breve premessa sull'evoluzione del concetto di bene pubblico può essere utile al fine di meglio collocare la locuzione “stabilità finanziaria” (o, in negativo, rischio sistemico) e le regole imposte all'agire privato per la tutela di tale bene.

Tradizionalmente i beni pubblici hanno trovato il loro ancoraggio costituzionale nel dettato dell'art. 42 Costituzione secondo cui la proprietà è pubblica o privata. E con tale espressione si è sempre fatto riferimento a beni materiali, ben individuati e sottoposti al regime speciale pubblicistico, tripartito in regime demaniale, di patrimonio indisponibile e di patrimonio disponibile.

Tuttavia, sin dagli anni 60' e soprattutto nella dottrina americana⁶⁰⁸, si è andata sviluppando, dapprima in riferimento ai beni ambientali, una nuova interpretazione del regime di determinati beni che ha lentamente messo in discussione i capisaldi della regolazione pubblica, tra cui anche quelli, a parere di chi scrive, della regolazione finanziaria. Il problema è stato inizialmente studiato dalle scienze economiche e solo recentemente ha interessato anche quelle giuridiche.

Ciò che si intende evidenziare, con tale ragionamento è che sia nel sistema bancario che in quello assicurativo, si potrebbero rintracciare ipotesi di “imprese-funzione” o, quanto meno, di “funzionalizzazione” di alcuni aspetti o alcune fasi dell'attività

⁶⁰⁷ F. Denozza, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, op. cit., 47: “Arriviamo così ad una delle radici profonde della recente crisi. L'idea di poter procedere ad una governance puramente tecnica di ciascun frammento di realtà costruito intorno al suo appropriato maximand, l'occultamento del momento della scelta politica, la conseguente svalutazione della rilevanza del governo generale, ha condotto alla creazione di diversi sottosistemi, ciascuno impegnato a massimizzare l'interesse di una specifica categoria di soggetti, e ad una generalizzata miopia nei confronti del funzionamento del sistema nel suo complesso. E così l'ordinamento, tutto impegnato a supportare la razionalità di questo o di quel gruppo di agenti per favorire il più scorrevole svolgimento delle singole transazioni, ha perso completamente di vista l'equilibrio del sistema, e i rischi cui il tutto era esposto, anche a dispetto del buon funzionamento delle singole parti. [...] In sintesi, la frammentazione concettuale, con la conseguente concentrazione dell'attenzione sulla facilitazione delle capacità massimizzanti di ciascun sottosistema, ha indotto ad ignorare gli effetti che si andavano producendo sul sistema nel suo complesso. Ad ignorare, cioè, gli effetti disfunzionali che il pur corretto funzionamento di ciascuno dei sottosistemi poteva avere sul funzionamento di altri sottosistemi e, in definitiva, del sistema nella sua interezza”.

⁶⁰⁸ G. Hardin, *The tragedy of commons*, in Science, 1968, 162, 1243-1248; E. Ostrom, *Governing the commons*, Cambridge University Press, 1990, 1-216.

imprenditoriale⁶⁰⁹. “Così nell’ambito dell’attività assicurativa possono ritenersi funzionalizzanti alcuni vincoli imposti agli investimenti da effettuarsi a copertura delle riserve. Tali vincoli infatti trovano la propria giustificazione in scopi di politica economica diversi dalla semplice tutela dell’interesse del risparmiatore alla solvibilità dell’impresa; interesse che dovrebbe comunque rappresentare un limite invalicabile anche al loro perseguimento. Naturalmente non contrasta con le conclusioni così raggiunte la presenza di norme che consentono alle autorità creditizie il controllo dei flussi finanziari: si tratta di un controllo a livello macroeconomico che trova nel secondo comma dell’art. 41 il proprio fondamento costituzionale e che non incide sul contenuto delle scelte imprenditoriali”⁶¹⁰, pur essendo incisa da un forte regime di vigilanza⁶¹¹.

Alcuni frangenti, dunque, della vita delle imprese vigilate, e in particolare di banche e assicurazioni, potrebbero esplicitarsi in termini di funzione pubblica perché tesi a salvaguardare la stabilità finanziaria anche a discapito degli interessi dei soci e della società. Gli interventi legislativi che impongono l’ottica del lungo termine, infatti, costituiscono un chiaro esempio di come si sia creata una frattura tra interesse dell’impresa e interesse del mercato in cui opera e della società nel suo complesso⁶¹².

Tali frangenti coincidono con momenti essenziali del fenomeno della *corporate governance* e inducono a ripensarne i confini nell’ottica di un modello “*systemic stakeholder oriented*”. Tale modello si contrapporrebbe ai tradizionali modelli elaborati nei sistemi anglosassoni del “*shareholder value maximization model*” e al più generico “*stakeholder model*”.

⁶⁰⁹ La riflessione è limitata ad alcuni ambiti e non anche all’attività assicurativa nel suo complesso. Per alcuni approfondimenti del tema, in relazione all’ambito creditizio, S. Amoroso, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche*, in *Dir. amm.*, 2004, 4, 723 ss.

⁶¹⁰ G. Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell’intermediazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 1984, 45.

⁶¹¹ M. Nigro, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell’ISVAP*, in *Giur. comm.*, 1984, 1046: “La vigilanza è legata al potere di direttiva e consiste e praticamente si esaurisce nell’accertare la conformità alle direttive dei comportamenti dell’istituto (in questo senso, la vigilanza sull’Istituto è più che un controllo di legittimità in senso tradizionale ma è meno che un controllo di merito, sempre in senso tradizionale”.

⁶¹² A. R. Admati, *A sceptical view of financialized corporate governance*, op. cit., 140: “To address the problem of corporations transferring risk inefficiently to others and misallocating resources, it is important that incentives offered to managers create a long-term focus”.

I due paradigmi menzionati si basano su diverse concezioni dell'impresa e si intrecciano con i temi dell'impresa quale “*nexus of private contracts*” e dell'impresa operante anche nell'interesse di una più ampia categoria di interessati, inclusi i lavoratori, i consumatori e più ampiamente la società⁶¹³. Si tratta di temi sui quali la letteratura, specie giuscommercialistica, è pressochè sconfinata anche in virtù dei numerosi riflessi che l'una o l'altra concezione comportano nell'analisi degli istituti di diritto societario. In tale sede, dunque, si farà solo brevemente cenno di alcune parziali prospettive.

Come già proposto da parte della dottrina americana, l'obiettivo della *corporate governance* nelle imprese sistematicamente rilevanti sembra andare oltre gli interessi dei soci per includere la protezione dei soggetti interessati nei limitati termini del rischio sistemico⁶¹⁴. A tal fine, occorre precisare che, secondo queste tesi, lo “*systemic stakeholder*” sarebbe un attore socio-economico che potrebbe non essere immediatamente e direttamente connesso con la società tramite l'usuale nesso di contratti (quali ad esempio lavoratori o fornitori o consumatori) ma che tuttavia ha più estese connessioni con la società. Di conseguenza, la protezione di tali “*systemic stakeholders*” equivarrebbe alla protezione della stabilità e della sostenibilità dell'economia e del sistema finanziario, la sua capacità di facilitare e rafforzare il processo economico, di gestire i rischi e di assorbire gli shock⁶¹⁵.

Per sostenere la menzionata posizione, gli interpreti non solo evidenziano alcuni noti svantaggi della teoria orientata alla massimizzazione del profitto per i soci (tra i quali, ad esempio, le dimostrazioni empiriche secondo cui tale teoria non sempre porta a una

⁶¹³ Tra gli studi più importanti sul tema, R. H. Coase, *Nature of the firm*, in *Economica*, 1937, 338: che nel definire una teoria a spiegazione della intima essenza del concetto economico di impresa evidenzia come: “Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm, these market transactions are eliminated and in place of the complicated market structure with exchange transactions is substituted the entrepreneur-coordinator, who directs production”. La successiva letteratura si è poi concentrata sulla effettiva struttura con riferimento agli attori operanti nell'impresa, M. C. Jensen e W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, 1976, 3, 305-360.

⁶¹⁴ S. Schwarcz, *Misalignment: corporate risk-taking and public duty*, in *Notre Dame law review*, 2016, 1, 92 ss.

⁶¹⁵ Z. Xing Tan, *Stewardship in the interests of systemic stakeholders: re-conceptualizing the means and the ends of Anglo-American corporate governance in the wake of the global financial crisis*, in *Journal of business & technology*, 2014, 169-212.

maggior redditività dell'impresa e spesso esacerberebbe il fenomeno della speculazione sul breve termine con i conseguenti danni all'economia), ma dimostrano anche la forte opinabilità di alcune critiche mosse alla teoria del "systemic stakeholder".

L'idea di una impresa gestita per gli stakeholder risale agli inizi del 900' quando già alcuni interpreti evidenziarono, in riferimento alle grandi imprese, il potere delle medesime di incidere sulle vite altrui⁶¹⁶. Tuttavia il modello proposto attualmente differirebbe da quello del secolo scorso in virtù della sua delimitazione entro i confini del rischio sistemico⁶¹⁷.

Alla teoria "istituzionalista sistemica", infatti, erano state mosse principalmente quattro obiezioni: i) l'essere tale teoria applicabile solo alle imprese finanziarie e non avere implicazioni di *governance* per quelle non finanziarie (non essere, invece, come il modello *shareholders oriented*, "ubiquitous"; ii) la protezione degli interessati sistematicamente rilevante sarebbe di competenza di altri regimi regolatori (ad esempio, le regole sul capitale), ma non della corporate *governance* che dovrebbe continuare a perseguire la massimizzazione dell'interesse dei soci; iii) che la protezione degli interessi sistemici condurrebbe a un obiettivo per la *corporate governance* troppo ampio e non verificabile (e riproporrebbe il tema, sopra accennato, della sostanziale irresponsabilità dell'organo gestorio per le ipotesi in cui siano violati doveri così ampi da non essere verificabili), iv) la protezione degli interessati sistemici escluderebbe il perseguimento della massimizzazione del profitto e dunque danneggerebbe la sopravvivenza dell'impresa⁶¹⁸.

⁶¹⁶ E. Merrick Dodd Jr., *For whom are corporate managers trustees?*, in *Harvard Law review*, 1932, 45, 1145-1163.

⁶¹⁷ Z. Xing Tan, *Stewardship in the interests of systemic stakeholders: re-conceptualizing the means and the ends of Anglo-American corporate governance in the wake of the global financial crisis*, op. cit., 181: "One of the key advantages of a risk-based conception is that it is neither over-inclusive nor under-inclusive. Other theories which define a stakeholder as any group or individual who can affect or is affected by the firm are subject to the charge of being overbroad - based on such conceptions, even entities that have no clearly identifiable interests such as the natural environment, would also be considered a stakeholder. At the same time, it avoids being restricted to unduly narrow definitions which include only those actors who have immediate and contractual interactions with the company (for example, customers, suppliers and employees)".

⁶¹⁸ Sintetizza le quattro principali critiche e le confuta, Z. Xing Tan, *Stewardship in the interests of systemic stakeholders: re-conceptualizing the means and the ends of Anglo-American corporate*

Quanto al profilo di cui al punto iv), è stato evidenziato come tale canone, al pari di altri spesso citati obiettivi quali “la condotta etica” o la condotta ecologicamente responsabile, sarebbe troppo ampio. In realtà, mentre tali ultimi criteri devono essere misurati su multiple dimensioni, il rischio sistemico può essere chiaramente misurato con test quali “too big to fail test” o “interconnection test” già utilizzati dalle autorità statunitensi⁶¹⁹. La complessità tecnica della misurazione, di conseguenza, non andrebbe confusa con l’eccessiva vaghezza riscontrata in altri ambiti: l’obiettivo della stabilità finanziaria perseguito dai sistemi di amministrazione, pertanto, sarebbe più identificabile e empiricamente verificabile rispetto alla responsabilità sociale d’impresa⁶²⁰.

Quanto al punto v), invece, contrariamente all’affermazione per cui il modello delineato sarebbe incompatibile con la massimizzazione degli interessi dei soci, alcuni studi hanno dimostrato come sia pienamente compatibile con il valore di lungo termine della società. Nella confutazione dei modelli proposti in dottrina, l’uno incentrato sulla primazia degli amministratori, l’altro sul potenziamento del potere dei soci, diversi orientamenti sono espressi sulle possibili articolazioni della *governance*, alternativamente incentrate su una *stewardship* comune tra amministratori e soci, o su una *stewardship* incentrata sul ruolo degli investitori istituzionali⁶²¹.

Come già autorevolmente sostenuto, l’obiettivo finale dei regolatori non è meramente la protezione delle controparti contrattuali o del settore industriale regolato, essendo di fronte invece al desiderio di ottenere cambiamenti che proteggano anche e soprattutto il bene pubblico⁶²².

Sembra profondamente condivisibile, dunque, l’opinione di chi ha sostenuto la configurabilità di un vero e proprio “*public governance duty*” in virtù del quale

governance in the wake of the global financial crisis, op. cit., 171; sugli stessi temi anche D. Min, *Balancing the governance of financial institutions*, in *Seattle University law review*, 2017, 40, 763-764.

⁶¹⁹ Z. Xing Tan, *Stewardship in the interests of systemic stakeholders: re-conceptualizing the means and the ends of Anglo-American corporate governance in the wake of the global financial crisis*, *op. cit.*, 187.

⁶²⁰ E. Wynmeersch, *Corporate governance and financial stability*, in *Financial law institute working paper*, 2008-2011, www.ssrn.com.

⁶²¹ I. H-Y Chiu, *Institutional shareholders as stewards: toward a new conception of corporate governance*, in *Brooklyn journal corporate finance & commercial law*, 2012, 387-432.

⁶²² G. Gordon e D. Zaring, *Ethical bankers*, *op. cit.*, 586.

l'amministrazione di un'impresa sistematicamente rilevante ha l'obbligo di valutare l'impatto di quella assunzione di rischi sul pubblico così come sugli investitori e di bilanciare i costi e i benefici usando il principio di precauzione per proteggere il pubblico⁶²³. È stato evidenziato infatti come il rischio sistemico abbia complicato il concetto stesso di eccessiva assunzione di rischio e abbia dunque impedito, in sede di giudizio di responsabilità dei singoli amministratori, un'effettiva allocazione di responsabilità, così di fatto lasciando senza sanzioni i soggetti posti ai vertici delle imprese responsabili durante la crisi finanziaria⁶²⁴.

La conseguenza di un tale approccio è un inevitabile indebolimento dell'operatività della *business judgment rule* e dunque un ambito di responsabilità degli amministratori più ampio rispetto alle tradizionali imprese di diritto comune. La ragione di questa differenziazione può essere individuata, da un lato, nel fatto che “la società civile” non può incidere, a differenza dei soci, sull'operato degli amministratori (votando la loro revoca, per esempio); dall'altro, nella constatazione per cui la lesione di un interesse pubblico viola di per sé la regola basilare dell'assenza del conflitto di interessi che deve essere ponderato tra amministratore e interesse pubblico per l'appunto⁶²⁵.

5.4.2.2. Su alcuni possibili riflessi intra-societari

Se, dunque, da quanto brevemente descritto, sembra emergere per molti aspetti “un processo di attenuazione della tipicità delle situazioni e dei rapporti” normalmente classificati nell'ambito del diritto amministrativo e del diritto privato⁶²⁶, rimane da indagare una parte dei riflessi che più immediatamente si potrebbero ripercuotere

⁶²³ S. L. Schwarcz, *Keynote reflections: the public governance duty*, 2016, disponibile al sito www.ssrn.com, 5, “such managers would not only have a private corporate *governance* duty to investors but also a public corporate *governance* duty to society (a “public *governance* duty”) not to engage in excessive risk-taking that could harm the public”.

⁶²⁴ S. L. Schwarcz, *Keynote reflections: the public governance duty*, *op. cit.*, 4. “Systemic risk [...] is complicating corporate risk-taking, creating ambiguity about what amount of risk-taking is ‘excessive’ and confusing even corporate law experts about when risk-taking that causes a firm to fail should be penalized as excessive”.

⁶²⁵ S. L. Schwarcz, *ibidem*, 9.

⁶²⁶ L. Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, *op. cit.*, 10-11 che evidenzia anche “tendenza alla espansione dei moduli “misti”, nei quali istituti e regole di diritto pubblico e di diritto privato convivono e interagiscono, rendendo sempre più difficile, o almeno bisognosa di continui aggiustamenti, la regolazione di confini e territori”.

all'interno del soggetto societario.

Si è verificato anche nel sistema assicurativo ciò che si è registrato nel settore bancario, ovvero una estensione delle regole di governo societario agli *stakeholders*, dal momento che il mancato rispetto si può riverberare sulla solvibilità di impresa e sul sistema assicurativo nel complesso⁶²⁷. Parte della dottrina, infatti, con riferimento al settore bancario, parla di un “parziale ripensamento” e di un “possibile completamento del pur robusto sistema di regole di governo societario della banca non esclusivamente equity-based ma capace di riflettere anche assetti organizzativi multistakeholders”⁶²⁸.

È convincimento condiviso, sul punto, che l'evoluzione della disciplina abbia condotto a un più generale “rafforzamento del rapporto tra profilo societario e imprenditoriale, che costituisce uno degli obiettivi dichiarati della riforma e che si riflette, sul piano dello stesso lessico normativo, nell'inedita ricorrenza del termine “impresa”, un tempo sostanzialmente estraneo alla disciplina delle società”⁶²⁹.

Vi è da chiedersi, quindi, fino a che punto si spinga l'incidenza di tali ulteriori interessi rispetto ad alcuni dei principali rimedi di dissidi intra-organici tradizionalmente esperibili e radicati nel codice civile.

Al di là dell'antico dibattito sul fondamento dogmatico dell'impresa (diviso, in via di estrema semplificazione, tra approcci istituzionalisti e approcci contrattualisti⁶³⁰), può essere utile, per meglio individuare le conseguenze della specialità dell'impresa assicurativa, considerare singole ipotesi in cui la rilevanza sistemica dell'impresa potrebbe declinare alcuni istituti in termini parzialmente diversi.

Vi sono deroghe espressamente previste dal codice delle assicurazioni private che sono

⁶²⁷ S. Cicchinelli, *Il governo dell'impresa bancaria (Riflessioni a margine del decreto legislativo n. 72 del 2015)*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 3, 434-435.

⁶²⁸ M. Lamandini, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive future*, in *La governance delle banche, Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, Milano, 2015, 107-109.

⁶²⁹ N. Abriani, *Collegio sindacale e “comitato per il controllo interno e la revisione contabile” nel sistema policentrico dei controlli*, in *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, a cura di C. Tedeschi, Giuffrè, Milano, 2013, 111.

⁶³⁰ Sui quali, ultimi, si è recentemente evidenziato come l'impresa sia “un insieme di rapporti contrattuali di cui quello in cui consiste la società è uno soltanto e neppure sempre necessariamente quello centrale e più importante”, così C. Angelici, *Società bancarie e società di diritto comune*, op. cit. 766,

tese, *inter alia*, a garantire il mantenimento dell'oggetto sociale⁶³¹. Da un più attento raffronto tra le norme del codice civile e quelle dell'attuale c.a.p., tuttavia, emergono ulteriori profili di differenziazione di cui il c.a.p. non si fa carico e che dunque non sono prima facie risolvibili con il tradizionale criterio ermeneutico della *lex specialis derogat generalis* applicabile alle eventuali antinomie emergenti dalla riforma intervenuta.

L'assetto organizzativo sopra delineato, infatti, sembra, utilizzando le parole di un autorevole orientamento, estraniare il gruppo dei soci rispetto alla gestione imprenditoriale "affidata invece, in via esclusiva, all'organo amministrativo; e che ciò implica che tale gestione non è in effetti della 'società', nel suo significato originario di gruppo dei soci, bensì di un ufficio a tale gruppo esterno: un ufficio, in definitiva, dell' "impresa"⁶³².

Saranno brevemente considerati, quali parziali esempi, l'impugnativa di delibere del consiglio di amministrazione e la responsabilità di amministratori di imprese sistematicamente rilevanti in quanto profili più strettamente correlati alla *governance* in analisi⁶³³.

Quanto al primo profilo, l'art. 2388 c.c. potrebbe configurarsi, ad esempio, una diversa posizione dei soci rispetto alle società comuni nell'interpretazione del quarto comma della norma, ai sensi del quale le deliberazioni del c.d.a possono essere impugnate dai soci se "lesive dei loro diritti". Non sembra del tutto impossibile, infatti, che determinate decisioni del consiglio di amministrazione, dettate ad esempio dall'esigenza di garantire la continuità nel lungo termine dell'impresa e la sostenibilità della stessa, possano risultare *prima facie* lesive di alcune posizioni giuridiche

⁶³¹ C. F. Giampaolino, *Le assicurazioni, L'impresa – I contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2013, 6-7.

⁶³² C. Angelici, *Conclusioni*, in *Corporate governancee 'sistema dei controlli' nelle s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, 2013, 271.

⁶³³ L'indagine potrebbe estendersi, tuttavia, a una più ampia gamma di istituti che alla luce della diversa prospettiva in cui inquadrare l'impresa sistematicamente rilevante potrebbero subire una diversa contabilizzazione in termini giuridici. Ad esempio, numerosi sono gli studi dedicati alla funzione di controllo di legittimità esercitata dal collegio sindacale, di interlocuzione diretta con i controlli pubblici, in funzione di ausilio alla vigilanza: R. Costi e F. Vella, *Sistema dualistico e vigilanza bancaria: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Analisi giuridica economia*, 2007, 2, 482; A. Paolini, *Auditors' liability and corporate fraud in the UK: does corporate size and structure matter?*, in *Journal of business & technology law*, 2015, 10, 247.

soggettive intra-sociali e al tempo stesso legittime perché giustificate dal più importante interesse pubblico alle stesse sotteso.

Quanto al secondo profilo della responsabilità, infine, alla luce delle evoluzioni anche nel campo della responsabilità civile, ove sempre più va affermandosi l'esigenza di una allocazione del rischio e della responsabilità conforme al dettato costituzionale e dunque al principio di solidarietà come sancito dall'art. 2 Cost., potrebbe configurarsi una responsabilità che si allontana dal modello "soggettivistico puro" e dunque fondato sul ruolo della colpa e del nesso causale, e si avvicina invece a un modello più oggettivo, "da posizione", ove opera pertanto una presunzione di sussistenza di nesso causale e di negligenza a fronte di decisioni che, violando i principi di sana e prudente gestione, si rivelino causative di danni nell'ambito di crisi sistemiche.

Certo tali interpretazioni, fortemente opinabili, devono essere affiancate a un sistema di misure che interviene sulla materia in modo poliedrico, e dunque non solo con i rimedi *ex post* caducatori rispetto alle delibere e risarcitori rispetto alle condotte più in generale, bensì anche con interventi più strutturali quali quelli relativi all'educazione finanziaria per far sì che anche nell'immaginario comune banche e assicurazioni non siano più viste solo come strutture di cui "fidarsi ciecamente", ma anche come imprese a scopo di lucro e dunque come soggetti operanti sul mercato per il perseguimento di un profitto proprio; al rafforzamento della responsabilità delle autorità finanziarie per i casi di mala o mancata vigilanza; alla previsioni di ulteriori fondi di garanzia accanto a quello già previsto per le polizze obbligatorie.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta permette di ipotizzare alcune riflessioni conclusive. In primo luogo, anche alla luce del recente intervento del rappresentante di Eiopa⁶³⁴, che ha auspicato quale linea da percorrere per una migliore attuazione Solvency II un maggior coinvolgimento degli “administrative, management e supervisory bodies”, pare ragionevole attendersi che i confini sin qui tracciati siano destinati a diventar ancor più mobili. La ricerca di una “quadratura del cerchio” nel sottosistema finanziario assicurativo è infatti lungi dal potersi considerare conclusa. La società del rischio nel quale gli operatori del settore agiscono sviluppa sempre più nuove tecniche di mitigazione del rischio stesso che devono essere di volta in volta valutate secondo un criterio di compatibilità con i principi generali dell'ordinamento.

La creazione di un sistema di incentivi efficiente e idoneo a risolvere i conflitti di interesse alla base delle crisi finanziarie rimane uno degli obiettivi della moderna regolazione finanziaria. Specialmente nei settori finanziari, infatti, un importante numero di soggetti coinvolti nella gestione degli istituti oltre una certa soglia non ha la percezione, come potrebbe avvenire nel settore aereo per esempio, della pericolosità di determinate attività⁶³⁵.

Il settore assicurativo sembra essere, dunque, uno di quegli ambiti in cui difficilmente si registra una netta contrapposizione tra autonomia privata e autorità pubblica, dovendosi anzi inserire in un nuovo trend di “cooperazione pubblico-privato” anche nella gestione di enti privati con scopo di lucro per garantire che tale scopo di lucro non destabilizzi l'intero sistema finanziario.

Mentre in passato il tema sembrava destinato ai margini, relativamente relegati, della finanza etica e della responsabilità sociale dell'impresa, oggi, a seguito della giuridicizzazione dei principi di sostenibilità, dell'ottica del lungo termine e della persona prudente, pare ragionevole concludere invece che la *corporate governance*

⁶³⁴ G. Bernardino, *Learning lessons from Solvency II*, in *Enterprise risk magazine*, 29 settembre 2017, disponibile al sito www.eiopa.europa.eu.

⁶³⁵ A. R. Admati, *A sceptical view of financialized corporate governance*, *op. cit.*, 144: “In extreme contrast with aviation, where many individuals and institutions collaborate to maintain safety, most of those within the private and public institutions involved in the financial sector benefit personally from practices that create excessive endangerment and that conceal this reality from the public”.

dell'impresa assicurativa sistematicamente rilevante rientri a pieno nel menzionato concetto di cooperazione pubblico-privato e dunque debba veder prevalere, in determinati frangenti, l'interesse pubblico al perseguimento della massimizzazione del valore delle partecipazioni dei soci, in questo anche parzialmente derogando ai tratti tipici della società per azioni come disciplinata dal codice civile.

Proprio per il numero così elevato di ragioni di "specialità" sembra, inoltre, potersi concludere che si tratti di una specialità vera e propria e dunque non destinata a estendersi a tutto il diritto comune, ove difficilmente troverebbe giustificazione una così forte limitazione dell'autonomia privata in assenza del medesimo principio di proporzionalità.

Da ultimo, come spesso accade, riemerge in tutti i tratti del problema una questione di più generale politica legislativa sull'economia che, senza poter essere ripercorsa *funditus*, forse necessita nel sistema globalizzato e "finanziarizzato" di un qualche ripensamento. Come efficacemente sintetizzato, infatti, "nobody is speaking for the public's interest in avoiding systemic harm when firms engage in corporate risk-taking. That voice needs to be heard"⁶³⁶.

⁶³⁶ S. L. Schwarcz, *Keynote reflections: the public governance duty*, *op. cit.*, 5.

BIBLIOGRAFIA

A

- AA.VV., *Il rafforzamento della vigilanza prudenziale nel settore assicurativo*, Commentario a cura di G. Partesotti, Cedam, 2002, 1-108.
- AA. VV., *La regolazione assicurativa, Dal codice ai provvedimenti di attuazione*, a cura di P. Marano e M. Siri, Giappichelli, Torino, 2009
- AA.VV., *Le assicurazioni, Sicurezza e gestione dei rischi in Italia e Spagna tra età moderna e contemporanea*, a cura di C. B Lopez, A. Di Vittorio e N. Ostuni, Giuffrè, Milano, 2016, 21 ss
- AA.VV., *La Banca-Assicurazione*, a cura di L. Mezzasoma, A. Bellucci, A. Candian, P. Corrias, S. Landini, E. Llamas Palombo, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2017
- Abriani, *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in *Corporate governancee 'sistema dei controlli interni' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, 100
- Acharya, Biggs, Richardson and Ryan, *On the financial regulation of insurance companies*, in NYU Stern School of Business 2009
- Admati, *A sceptical view of financialized corporate governance*, op. cit., 140
- Agus, *La regolazione del mercato assicurativo*, Ipsoa, 2007, 99
- Albamonte, R. Basso, D. Capone, M. Marangoni, *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Cedam, Padova, 2008, 493
- Alces, *Beyond the board of directors*, in *Wake Forest law review*, 2011, 783-836
- Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E. R. Iannaccone G. Mollo, S. Nocella, M. Ventrizzo, *Business judgment rule e mercati finanziari*, in *Quaderni giuridici*, Consob, 2016, n. 11
- Alves, J. Brinkhoff, S. Georgiev J-C. Héam, I. Moldovan, M.S. di Carlo, *Network analysis of the EU insurance sector*, ESRB Occasional paper, 2015, n. 7
- Akhigbe, S.F. Borde e J. Madura, *Dividend policy and signaling by insurance companies*, in *Journal of risk and insurance*, 1993, 60, 413-428
- Amatucci, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit.,
- Amorosino, *Il tempo ed i termini nelle regolazioni pubbliche delle attività finanziarie*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 1-7
- Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, Cedam, Padova, 2016, 10
- Amorosino, *L' "amministrativizzazione" del diritto delle imprese*, in *Dir. amm.*, 2011, 3, 607
- Amorosino, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche*, in *Dir. amm.*, 2004, 723,

- Amorosino, “Costituzione economica” e diritto amministrativo nel Codice delle assicurazioni, nel T.U. bancario e nel T.U. dell’intermediazione finanziaria, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, 2, 234
- Amoroso, *E’ possibile difendere l’assicurato sulla vita contro il rischio della svalutazione monetaria?*, in *Studi sulle assicurazioni*, 1963, 221
- Anabtswavi e S. Schwarcz, *Regulating systemic risk: towards an analytical framework*, in *Notre Dame law review*, 2011, 86, 1378
- Angelici, *Conclusioni*, in *Corporate governancee ‘sistema dei controlli’ nelle s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, 2013, 271
- Angelici, *In tema di rapporti fra «amministrazione» e «controllo»*, in *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Giuffrè, 2013, 12
- Angelici, *Introduzione, Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2016, 4, 759
- Annunziata, *Notarelle a margine della nuova disciplina sulla rimozione degli esponenti aziendali di banche e intermediari*, in *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del Convegno internazionali di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Giuffrè, 2016, 526
- Antonucci, *L’assicurazione fra impresa e contratto*, Cacucci Editore, 1997, 18-196, 2
- Antonucci, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il “futuribile”*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 90
- Antonucci, *I poteri di removal degli esponenti aziendali nell’ambito del Single Supervisory Mechanism*, in *Banca impresa società*, 2016, 1, 39- 50
- Apreda, *The semantics of governance (The common thread running through corporate and public governance)*, 2005, 1-18
- Arena, *Risparmio assicurativo e finanza pubblica*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 258-259
- Arena, *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*, in *Journal of risk and insurance*, 2008, 75, 921-946.
- Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer e J. Payne, *Principles of Financial regulation*, Oxford University Press, 2016, 371
- Arquilla, *La disciplina fiscale delle polizze assicurative*, in *Fisco*, 2015, 2040
- Ascarelli, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 5
- Ascarelli, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in *Saggi giuridici*, Giuffrè, Milano, 1949, 397
- Ascarelli, *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Assicurazioni*, 1934, I, 161

Asquini, *Su talune recenti vedute circa la posizione giuridica dell'assicurazione contro gli infortuni*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 3

Asquini, *Diritto pubblico e diritto private nell'ordinamento delle assicurazioni*, in *Scritti giuridici*, 1936, Cedam, Padova, 120

Asquini, *Verso l'unificazione delle leggi sulle assicurazioni?*, in *Scritti giuridici*, Cedam, Padova, 1936, 135

Athearn, *Economic significance of insurance activity in the United States*, in *Journal of Insurance*, 1962, 29, 547-551

Avery, K.A.Scott e L.Carson, *Dodd-Frank Act attempts to curtail systemic risk*, in *Banking law journal*, 2010, 127, 766-778

B

Badger, *Discussion of "The Insurance Industry in Defense and War Finance" by Corliss L. Parry and "The Impact of Federal Policies on Equity Capital" by Kenneth Field*, in *Journal of the American association of University teachers of insurance*, 1942, 9, 76-78

Bavetta, *L'impresa di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 1972, 2

Bebchuk and Jackson Jr., *The rise of corporate governance*, in www.ssrn.com, 2016, 14

Ben-Shahar e K. D. Logue, *Outsourcing regulation: how insurance reduces moral hazard*, in *Michigan law review*, 2012, 2, 197- 248

Bénabou, *Groupthink: collective delusions in organizations markets*, in *Review of economics studies*, 2013, 80, 429

Benini, *Nozione, Art. 1882*, in *Le assicurazioni*, a cura di A. La Torre, Giuffrè, Milano, 201 Bianchi, *Governanceed azienda*, in *Saggi sui grandi temidella corporate governance*, a cura di C. Tedeschi, Giuffrè, Milano, 2013, 1464, 6 ss

Berdin, Sottocornola, *Insurance activities and systemic risk*, *ICIR Working paper Series*, 2015, n, 19/15

Berle e Means, *The modern corporation and private property*, Transaction publishers, 1932

Bernardino, *Learning lessons from Solvency II*, in *Enterprise risk magazine*, 29 settembre 2017, disponibile al sito www.eiopa.europa.eu

Bet, *Le linked life policies*, in *Società*, 2012, 318

Bianchi, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. delle società*, 2013, 2, 420

Billio, M. Getmansky, A.W. Lo, L. Pelizzon, *Econometric Measures of Systemic Riskin The Finance and Insurance Sectors*, NBER Working Papers Series, 2010 n. 16223

BIS, Bank for International Settlements, *Corporate governance principles for banks*, 2010 e 2015,

- Black, R. Corea, X. Huang e H. Zhou, *The systemic risk of European banks during the financial and sovereign debt crises*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 63, 107-15
- Bonelli, *L'amministrazione delle spa nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 700
- Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet, Torino, 2013, 2-3
- Borselli, *Insurance group supervision in the European Union*, in *Insurance regulation in the European Union.Solvency II and beyond*, a cura di P. Marano e M. Siri, Springer, 2017, 202
- Boubakri, *Corporate governance and issues from the insurance industry*, in *Journal of risk and insurance*, 2011, 501-50
- Boyle e J. H.T. Kim, *Designing a countercyclical insurance program for systemic risk*, in *Journal of risk and insurance*, 2012, 79, 963-993
- Bozzano, *La vigilanza sul mercato assicurativo*, in *Dir. economia ass.*, 2002, 3, 509
- Brescia Morra, *Le forme della Vigilanza*, in *Manuale di Diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Cedam, Padova, 2015
- Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, Il Mulino, Bologna, 2016
- Breuer, *Next stop for diversity initiatives: corporate boardrooms*, in *Journal of corporation law*, 2016, 42, 224
- Broggi, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in *Banca impresa e società*, 2010, 2, 283
- Brown Jr., *The demythification of the board of directors*, in *American business law journal*, 2015, 52, 131
- Brown, *The development of international norms for insurance regulation*, in *Brooklyn journal of international law*, 2009, 34, 953- 997
- Brown, *Implementing Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act: will the Federal Insurance Office improve insurance regulation?*, in *University of Cincinnati Law Review*, 2012, 81, 551
- Brown, *Insurance regulation*, in D. Schwarcz and P. Siegelman (eds.), *Research Handbook on the Economics of Insurance Law*, Elgar, 2015, p. 253
- Brozzetti, *Gruppo, partecipazioni e vigilanza nel codice delle assicurazioni del 2005. Prima lettura anche alla luce della disciplina bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2006, n. 2, 219-302
- Brozzetti, *I nuovi standard per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale*, 2017, in corso di pubblicazione su *Diritto della banca e del mercato finanziario*
- Brunnermeier, *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008*, in *Journal of economic perspectives*, 2009, 23, 77-100
- Burns, *The functions of private and social insurance*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 345

C

Cacchi Pessani, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 746

Calandra Buonauro, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003

Calandra Buonauro, *L'impresa e i gruppi bancari*, in *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2001, 164

V. Calandra Buonauro, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impresa società*, 2015, 1, 19 ss.

Callegari, *Gli assetti societari e i gruppi*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 585

Capantini, *I servizi pubblici tra ordinamento nazionale, comunitario ed internazionale: evoluzione e prospettive*, in *Il diritto amministrativo dei servizi pubblici tra ordinamento nazionale e ordinamento comunitario*, Pisa University Press, 2004

Capolino, *Il governo societario delle banche: regole e strumenti nelle disposizioni di vigilanza e nelle norme europee*, in *Il governo delle banche, Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, Milano, 2015, 23

Capotosti, *Note in tema di qualificazione del contratto di assicurazione*, in *Prestazioni di facere e contratto di assicurazione, Fattispecie e discipline*, a cura di P. Corrias e G. Racugno, 2013, Giuffrè, Milano, 79-81

Cappiello, *L'impresa di assicurazione. Economia, gestione, nuove regole di vigilanza*, FrancoAngeli, Milano, 2012, 147

Capriglione, *Information technology e attività finanziaria*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2001, 5, 2037

Capriglione, *Governance bancaria tra interessi di impresa e regole prudenziali*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, Atti del convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Cedam, Padova, 2015, 93

Capriglione, *Il tramonto del sistema "bancocentrico"*, in *Nuova finanza e sistema italiano*, 2016, Cedam, Padova, 43

Capriglione, in *Il codice delle assicurazioni private* diretto da Capriglione, I, t. 2, Padova, 2007, sub art. 82-83 263-287

Carnelutti, *Teoria generale del diritto*, 21-22

Casali, *La finanza dell'impresa di assicurazione sulla vita*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 385

Cassese, *Gli organi dell'ISVAP*, in *Giur. comm.*, 1984, 221-226

Cassese, *Atti del Convegno*, in *Quaderni ricerca giuridica, Banca d'Italia*, 2012, n. 72

- Cassese e L. Torchia, *Diritto amministrativo, una conversazione*, Il Mulino, 2014, 80
- Castellano, *Le assicurazioni private*, in *Giurisprudenza sistematica civile e commerciale*, diretta da W. Bigiavi, Utet, Torino, 1970, 3
- Castellano e R. Costi, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria, op. cit.*, 44
- Cataldo, *Effetti dell'inadeguatezza del margine di solvibilità e delle riserve dell'impresa di assicurazioni*, in *Fallimento*, 2013, 6, 727
- Cecchetti e E. Kharroubi, *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?*, in *BIS working papers*, n. 490, 2015
- Cera, *Le imprese bancarie fra statuti speciali, libertà di iniziativa, norme imperative*, in *Riv. dir. comm.*, 2007
- Cera, *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. società*, 2015, 5, 947
- Cerasi, S. M. Deininger, L. Gambacorta e T. Oliviero, BIS Working paper, *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation*, 2017
- Cesarini e R. Varaldo, *Introduzione*, in *Banche e assicurazioni*, Utet, 1992, 2
- Cheffins, *The history of corporate governance*, in *The Oxford Handbook of corporate governance*, 2013, Oxford
- Choudhury, *Social disclosure*, in *Berkeley business law journal*, 2016, 13, 183
- Ciavarella, *Board diversity and firm performance across Europe*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2017, n. 85.
- Cicchinelli, *Il governo dell'impresa bancaria (Riflessioni a margine del decreto legislativo n. 72 del 2015)*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 3, 434-435
- Ciocca, *Lo sviluppo delle compagnie di assicurazione come intermediari finanziari e investitori istituzionali*, in *Banche e assicurazioni*, a cura di F. Cesarini e R. Varaldo, Utet, 1992, 171
- Claessens, R.H. Herring e D. Schoenmaker, *A safer world financial system: improving the resolution of systemic institutions*, Geneva Reports on the world economy, 2010, 17-18
- Coase, *Nature of the firm*, in *Economica*, 1937
- Coffee, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reforms tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, 2012, in *Columbia Law and Economics Working Papers*, 414, 1-83
- Corrias, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Milano, Giuffrè, 2001, 19
- Corrias, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv.dir.civ.*, 2009, 1, 1089
- Corrias, *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giust. civ.*, 2017, 2, 516

Corrias, *La natura delle polizze linked tra previdenza, risparmio e investimento*, in *Assicurazioni*, 2016, 2, 225

Corrias, *Garanzia pura e contratti di rischio*, Giuffrè, Milano, 2006, 23

Corrias, *Convenzioni di gestione in regime di contribuzione definita e finalità previdenziali*, in *Previdenza complementare ed imprese di assicurazione*, a cura di P. Corrias e G. Racugno, Giuffrè, 2010, 1

Corrias, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2011, 41-42

Corrias, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 1, 1041

Corvese, *L'attività assicurativa e le "altre attività finanziarie"*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di M. Rispoli Farina, Jovene, 1998, 301

Corvese, *La vigilanza "finanziaria" sulle imprese di assicurazioni vita e danni*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di M. R. Farina e G. Rotondo, Giuffrè, Milano, 2005, 363

Corvese, *Gli assetti proprietari delle imprese di assicurazione fra diritto comune e diritto speciale*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2013, 4, 553

Corvese, *Assetti proprietari e gruppo nel diritto delle assicurazioni: alcuni spunti di riflessione*, in *Studi per Franco Di Sabato, I, Diritto dell'economia*, Edizioni Scientifiche Italiane, 207

Corvese, *La "novità" normativa introdotta dal decreto competitività (d.l. n. 91/2014) in tema di disciplina degli intermediari finanziari ex artt. 106 ss. del t.u.b. ed i riflessi sulla operatività delle imprese di assicurazione*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 245

Cosma, G. Gabbi e R. Pisani, *Gli impatti attesi di Solvency 2: the perfect storm?*, in *Bancaria*, 2014, 2, 63

Costi, *Relazione introduttiva*, in *Il governo delle banche, Atti del convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, 2015, 5. Costi, *Il gruppo bancario e assicurativo: il quadro istituzionale*, in *Banche e assicurazioni*, a cura di F. Cesarini e R. Varaldo, Utet, 1992, 7

Costi, *Le relazioni di potere nell'ambito dei gruppi bancari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 886

Costi, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 651

Costi e F. Vella, *Sistema dualistico e vigilanza bancaria: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Analisi giuridica economia*, 2007, 2, 482

Costi, *Governo delle banche e potere normativo della Banca d'Italia*, in *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, di R. Costi e F. Vella, *Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia*, 2008, n. 62, 7 ss.

Cottino, *L'assicurazione tra passato e presente*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. X, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Padova, Cedam, 2001, 1

Cross, *Law and trust*, in 93 *Geo. L J.*, 2005, 1525

Cruz-Brown, H.N.Rowen,R.J.Street, M.Bernier, *Recent developments in insurance regulation*, in *Tort Trial & Insurance Practice Law Journal*, 2011, 47, 305- 331

Cucinotta, *Verso Solvibilità II – Valutazione dei rischi delle imprese d’assicurazione: regolamentazione e gestione: è possibile una visione olistica?*, in *Assicurazioni*, 2004, 2, 173-184

D

D’Agostino, *Il profit test “Solvency II compliant”, delle polizze sulla vita. Problemi di metodo, di calcolo, di organizzazione*, in *Banca impresa società*, 2014, 1, 43

Dallas, *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, in *Journal of corporation law*, 2012, 37, 267

Davidoff, A. C.W. Lund e R. Schonlau, *Do outside directors face labor market consequences? A natural experiment from the financial crisis*, in *Harvard business law review*, 2014, 53-84

De Ferra, *Impresa assicurativa e contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 2006, 2, 175-181

De Finetti, *Economia delle assicurazioni*, in *Trattato italiano di economia*, diretto da G. Del Vecchio e C. Arena, Utet, 1967, 3

De Haan and J-E. Sturm, *Finance and income inequality: a review and new evidence*, CESifo working paper series, 2016, disponibile al sito www.ssrn.com.

De Leonardis, *Soggettività privata e azione amministrativa. Cura dell’interesse generale e autonomia privata nei nuovi modelli di amministrazione*, Cedam, 2000, 5

De Lorenzi, *Contratto di assicurazione*, Cedam, Padova, 2008, 18

De Mari, *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità degli organi sociali*, in *Nuovo dir. soc.*, 2009, 3, 51-67

De Mari, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 23-24

De Sensi, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. società*, 2017, 2, 311

Del Linz, *La disciplina sulla remunerazione del management come stimolo alla produttività dell’impresa*, tesi di dottorato disponibile al sito www.researchgate.net, 2016.

Denozza, *Contratto e impresa nell’assicurazione a premio*, Giuffrè, Milano, 1978, 1.

Denozza, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 13-47.

Desiderio, *Il codice delle assicurazioni: profili generali*, in *Le assicurazioni private*, a cura di G. Alpa, Torino, 2006, 757

Desiderio, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 2010, 1-2

Desiderio, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. Economia ass.*, 2010, 2, 312

Desiderio, *Aspetti costituzionali del controllo assicurativo*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di M. Rispoli Farina, Jovene, 1998, 276-277

Desiderio, *L'ottica dell'ISVAP*, in *Assicurazione e prodotti finanziari*, a cura di G. Sacerdoti, Giuffrè, 2000, 112-113

Desiderio, *Intervento in Legislazione bancaria finanziaria e assicurativa: passato, presente, futuro*, *Atti del Convegno tenutosi a Roma*, in *Quaderni giuridici*, Banca d'Italia, n. 72, 69

Di Mauro e U. Klüh, *Reshaping systemic regulation in Europe*, in *Brown Journal of World Affairs*, 2010, 16, 179-191

Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Corporate governancee 'sistema dei controlli interni' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, 157

Dijkhuizen, *The EU's Regulatory approach to banks' executive pay: from 'pay governance' to pay design*, in *European Company law journal*, 2014, 1, 30-37

Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, Giuffrè, Milano, 1952, vol. I, 24

Donati, *Tullio Ascarelli e l'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1959, I, 359

Donati, *Economia, tecnica e diritto nell'assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 71

Donato, *La specialità della società bancaria alla luce della nuova disciplina della vigilanza europea sulla governance*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, a cura di A. Brozzetti, Giuffrè, 2016, 207

Dongey, M. Luciani, D. Veredas, *Emergence of Systemically Important Insures*, CIFR Research Report, September , 2014, p. 3 ss.

Duff, *Central Bank independence and macroprudential policy: a critical look at the U.S. financial stability framework*, in *Berkeley business law journal*, 2014, 11, 220

E

EBA *Guidelines on Internal governance*, 27 settembre 2011

Eckles, R. E. Hoyt, S. M. Miller, *The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: evidence from the insurance industry*, in *Journal of banking and finance*, 2014, 49, 409-423

EIOPA, *Guidelines on System of governance*, 2015

EIOPA, *Financial stability report*, Dicembre 2016, disponibile al sito www.eiopa.eu

EIOPA, EBA, ESMA, *Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System*, 2016, September, p.12

EIOPA, Systemic risk and macroprudential policy in insurance, 2017, disponibile al sito www.eiopa.eu

Eling e D. Pankoke, *Basis risk, procyclicality, and systemic risk in the Solvency II equity risk module*, in *Journal of insurance regulation*, 2014, 1-39

Eling, D. Pankoke, *Systemic risk in the insurance sector - What do we know*, *University of St. Gallen Working Papers on Risk Management and Insurance*, 2014, n. 214, p. 2 ss

Engle E. Jondeau, M. Rockinger, *Systemic risk in Europe*, in *Review of finance*, 19, 2015, 145-190

European Commission, Report, *Assessment of the remuneration rules under Directive 2013/36/EU and Regulation n. 575/2013*, 2016

Enriques, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa società*, 2003, 1, 97

Enriques e D. Zerk, *Quack corporate governance, round III? Bank board regulation under the new European capital requirement directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, 16, 232

Enriques, *Società per azioni* (voce), in *Enc. diritto*, Giuffrè, Milano, 2017, 959

European Central Bank, *Potential impact of Solvency II on financial stability*, July 2007

ESRB, European Systemic Risk Board, *Report on systemic risks in The EU insurance sector*, 2015, December, p. 8

ESRB, *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*, Luglio 2016

ESRB *Regulatory risk-free yield curve properties and macroprudential consequences*, August 2017, Report by the ATC Expert Group on Insurance

ESRB, *Recovery and resolution for the EU insurance sector: a macroprudential perspective*, Agosto 2017

F

Fairfax, *Board diversity revisited: new rationale, same old story?*, in *North Carolina Law Review*, 2011, 89, 855

Falcone, *La disciplina delle crisi delle imprese assicurative*, Giuffrè, Milano, 2009, 47

Fanelli, *Le assicurazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, vo. XXXVI, t. 1, Giuffrè, Milano, 1973, 19

Fanelli, *Saggi di diritto commerciale, Assicurazioni sulla vita e intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2001, 378

Farabullini, *Redditività e ciclo del settore assicurativo italiano prima e durante la crisi*, in *Quaderni Ivass*, 2015, n. 4

Farenga, *L'impresa nel codice delle assicurazioni private*, in *Dir. economia ass.*, 2006, 71-83

Feito-Ruiz e L. Rennebog, *Takeovers and (excess) CEO compensation*, 2017, 1-41,

Ferrarini e M. Siri, *Il governo societario delle banche dopo la crisi finanziaria*, in *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, Giuffrè, 2016, 98

Ferrarini, *Understanding the role of corporate governance in financial institutions: a research agenda*, in ECGI Working paper, 2017, n. 347, 4

Ferrarini, *Executive remuneration. A comparative overview*, ECGI Working paper, 2014, n. 268, 1-49

Ferri, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca borsa tit. credito*, 1975, 1

Ferri, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Riv. banca e merc. finanz.*, 2006, 807-808

Ferro-Luzzi, *Lezioni di diritto bancario*, Giappichelli, Torino, 1995, 93

Ferro Luzzi e P. Marchetti, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, 426

Ferro-Luzzi, *I contratti associativi*, Giuffrè, 2001, 185

Fimmanò e M. Coppola, *Sulla natura giuspubblicistica delle fondazioni bancarie*, in *Riv. not.*, 2017, 1, 649 ss

Focarelli, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nella crisi finanziaria: Solvency II è una risposta adeguata?*, in *Banca impresa società*, 2010, 2, 269-282

Focarelli, *Why insurance regulation is crucial for long term investment and economic growth*, in *Luiss working paper*, 2017, 1,

Franzoni, *Società per azioni, Tomo III, Dell'amministrazione e del controllo*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, 2008, 75.

Fregonara e M. Cavanna, *Il collegio sindacale*, in *Diritto del governo delle impresa*, diretto da M. Irrera, Giappichelli, 2016, 448

French, M. Vital, *Insurance and financial stability*, in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2015, p. 242 ss

Frigeni, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di "organo con funzione di supervisione strategica"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 4, 485

G

Galanti, *Dall'Isvap all'Ivass: natura, compiti e sfide della "nuova" autorità di controllo. Una riflessione sulla differenza tra vigilanza sulle banche e sulle assicurazioni*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni : con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni: atti del Convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Padova, Cedam, 2015, p. 260

Galanti, *Introduzione*, in *Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, E. Galanti, R. D'Ambrosio e A. Guccione, Marsilio Editori, 2012, XVI

- Galanti, *Introduzione*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II*, *Quaderno IVASS*, n. 8, Aprile 2017
- Galle, *In praise of ex ante regulation*, in *Vanderbilt law review*, 2015, 68, 1715
- Gambino, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Giuffrè, Milano, 1964, 127
- Gambino, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Impresa e società, Studi dedicati a Federico Martorano*, a cura di A. Bassi, U. Belviso, E. Bocchini, D. Buonomo, F. Di Sabato, G. Laurini, M. Sandulli, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2006, 524
- Gambino, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita. Le polizze vita come prodotti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1985
- Gao, S. Liao e X. Wang, *Capital markets' assessment of the economic impact of the Dodd-Frank Act on systemically important financial firms*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 2
- Geiler, L. Renneboog, Y. Zhao, *Beauty and appearance in corporate director elections*, *ECGI Finance Working Paper* n. 537, 2017, 1-24
- Giampaolino, *Le assicurazioni, L'impresa – I contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2013, 6-7
- Giesecke, B. Kim, *Systemic risk: what defaults are telling us*, in *Management science*, 57, 2011, 1387-1405
- Gilson, *From corporate law to corporate governance*, 2016, ECGI Working paper
- Giordano e Guagliano, *Financial architecture and the source of growth, International evidence on technological change*, *Quaderni di finanza*, Consob, 2014
- Giordano e Vella, *Quanto rischiano le assicurazioni?*, in *Mercato Concorrenza, Regole*, 2017, 2, 272
- Giorgianni, *Definizione di attività bancaria e analisi del linguaggio*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 897
- Girasa, *Shadow banking, The rise, risks and rewards of non-bank financial services*, Palgrave Macmillian, 2016, 231-278
- Goodstein, K. Gautam, W. Boeker, *The effects of board size and diversity on strategic change*, in *Strategic management journal*, 1994, 15, 241
- Gordon, *Corporate governance and executive compensation in financial firms: the case for convertible equity-based pay*, in *Columbia business law review*, 2012, 834-864
- Gordon e C. Muller, *Confronting financial crisis: Dodd-Frank's dangers and the case for a systemic emergency insurance fund*, in *Yale journal of regulation*, 2011, 28, 151-211
- Gordon e D. Zaring, *Ethical bankers*, in *Journal of corporation law*, 2017, 562
- Goshen e R. Squire, *Principal costs: a new theory for corporate law and governance*, in *Columbia law review*, 2017, 3, 767-829

Guccione, *Le assicurazioni*, in *Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'Unità d'Italia al 2011*, Marsilio Editore, 2012, 501

Guccione, *From Solvency to Omnibus. Historical origins and normative evolution*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, a cura di M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017

Guerrera, *Autoregolamentazione e organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 595

Guerrera, *La "rimozione" degli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf*, in *Diritto banca e merc. finanz.*, 2016, 3, 430

Guizzi, *Amministrazione della società*, *Commento sub art. 2380-bis*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, a cura di D.U. Santosuosso, Utet, 2015, 79

Guizzi, *Interesse sociale e governance bancaria*, in *Riv. banca merc. finanz.*, 2016, 795

H

Hardin, *The tragedy of commons*, in *Science*, 1968, 162, 1243-1248, E. Ostrom, *Governing the commons*, Cambridge University Press, 1990, 1-216

Harrington, *Systemic Risk and Regulation: The Misguided case of insurance SIFIs*, 2016, sul sito www.Americanactionforum.org

Hedges, *Insurance and measurement of risk*, in *Studi sulle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1963, 451

Hockett, *Oversight of the Financial Stability Oversight Council: due process and transparency in non-bank SIFI designations*, in *Cornell Law school legal studies research paper series*, 2015, n. 16-20.

Hopt, *Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation*, in *Comparative corporate governance*, edited by A. M. Fleckner e K. J. Hopt, Cambridge University Press, 2013, 4

Hopt, *Corporate governance in Europe: a critical review of the European Commission's initiatives on corporate law and corporate governance*, in *New York journal of law and business*, 2015, 12, 139-214

Hopt, *Directors' duties and shareholders' rights in the European Union: mandatory and/or default rules*, in *Riv. soc.*, 2016, 1, 13

Horton, *When does a non-bank financial company pose a "systemic risk"? A proposal of clarifying Dodd-Frank*, in *Journal of corporation law*, 2012, 37, 815-848

Hufeld, R.S.J. Koijen e C. Thimann, *The economics, regulation and systemic risk of insurance markets*, Oxford University Press, 2016, 7

Hupkes, *"Form follows function" – A new architecture for regulating and resolving global financial institutions*, in *European business organization law review*, 2009, 10, 374

Hurt, *The duty to manage risk*, in *Journal of corporation law*, 2014, 39, 253

Huser, *Too interconnected to Fail: a Survey of the Interbank Networks Literature*, SAFE, Sustainable Architecture for Finance in Europe Working paper, 2016, n. 91

H-Y Chiu, *Institutional shareholders as stewards: toward a new conception of corporate governance*, in *Brooklyn journal corporate finance & commercial law*, 2012, 387-432

I

International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, (IMF/BIS/FSB), 2009, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Ottobre 2009

IAIS, *Application paper on the regulation and supervision of mutuals, cooperatives and community-based organisations in increasing access to market*, 12 September 2017

IMF, *The insurance sector – Trends and systemic risk implications*, in *Global financial stability report: potent policies for a successful normalization*, 2016, 88

IMF, *The Insurance Sector—Trends and Systemic Risk Implications*, in *Global Financial Stability Report*, 2016, p. 5 ss

Irrera, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2011, 125 ss

J

Jabotinsky, *The Federal structure of financial supervision: a story of information-flow*, in *Stanford Journal of business and finance*, 2017, 52-84

Jensen e W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, 1976

Johnson, *Cyber risks: emerging risk management concerns for financial institutions*, in *Georgia law review*, 2015, 131-142

Johnson, *Banking on diversity: does gender diversity improve financial firms' risk oversight?*, in *Southern Methodist University Law review*, 2017, 337

Johnson e S.A. Ramirez, *New guiding principles: macroprudential solutions to risk management oversight and systemic risk concerns*, in *University of St. Thomas law journal*, 386- 426

Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, Giuffrè, Milano, 1980, 1-54

K

Karmel, *The controversy over systemic risk regulation*, in *Brooklyn Journal of international law*, 2010, 35, 823

Kastiel e Yaron Nili, *'Captured boards': the rise of 'super directors' and the case for a board suite*, in *Wisconsin Law review*, 2017, 19

Kim, *Financial regulation and supervision in corporate governance of banks*, in *Journal of corporation law*, 2016, 41, 715-716

Koijen e M. Yogo, *Risk of life insurers*, in *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, a cura di F. Hufeld, R. S. J. Koijen e C. Thimann, Oxford University, 2016, 80

Krug, *Escaping entity-centrism in financial services regulation*, in *Columbia law review*, 2013, 113, 2109

Kuhnhausen, *Solvency II- status quo and steps ahead*, in *European insurance law review*, 2016, 54

L

Laeven, Lev Ratnovski e H. Tong, *Bank size, capital, and systemic risk: some international evidence*, in *Journal of banking and finance*, 2016, 69, S25-S34

Lamandini, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive future*, in *La governance delle banche, Atti del Convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, Milano, 2015, 107-109

Lamandini, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 450

Lamandini, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 6, 665

Lamkin Broome, *The corporate boardroom: still a male club*, in *Iowa journal of corporation law*, 2008, 33, 665

Leflaive, *Comparative analysis*, in OECD paper, *Insurance Solvency Supervision*, 2002

Lener, *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, in *Banca impresa società*, 2017, 1, 3

Libonati, *Gli atti compiuti dalla società controllata a favore della società controllante*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, II, 220

Libonati, *La responsabilità nel gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, 587 ss.

Linciano e Soccorso, *Challenges in ensuring financial competencies, Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 84, ottobre 2017

Longo, *Commento sub art. 3*, in *Codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da F. Capriglione, Cedam, Padova, 2007, 25-26

Lowry, P. Rawlings e R. Merkin, *Insurance law, Doctrines and principles*, Hart Publishing, Oxford, 2011, 13-14

Lumsdaine, D.N. Rocckmore, N. Foti, G. Leibon, J.D. Farmer, *The Intrafirm Complexity of Sistemically Important Financial Institutions*, Santa Fe Institute Working paper, 2015 n. 6 – 022

Lupo Pasini and R. Buckley, *Global systemic risk and international regulatory coordination: squaring sovereignty and financial stability*, in *American University International Law*, 2015, 30, 665

M

Macey e J. P. Holdcroft Jr., *Failure is an option: an Ersatz-antitrust approach to financial regulation*, in *Yale law journal*, 2011, 1368-1419

- Macey and M. O'Hara, *Solving the corporate governance problems of banks: a proposal*, in *Banking law journal*, 2003, 326
- Manasfi, *Systemic risk and Dodd-Frank's Volcker rule*, in *William and Mary business law review*, 2013, 4, 181-212
- Manes, *Corporate governance, the approach to risk and the insurance industry under Solvency II*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017
- Marchisio, *L'agire consapevolmente disinformato dell'amministratore di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 1, 104
- Mariani, *Evoluzione e nuovo assetto del sistema di regolazione e vigilanza del mercato assicurativo in Italia tra diritto nazionale e diritto dell'Unione Europea*, in *Dir. comm. int.*, 2017, 2, 365 ss.
- Mariano, *Nuova disciplina della vigilanza sul gruppo: spunti interpretativi*, in 2017, Quaderno IVASS n. 8, 2017
- Marzucchi, *L'implementazione nazionale della nuova vigilanza sul gruppo introdotta da Solvency*, in Quaderno IVASS n. 8, 2017.
- Masciantonio e A. Zaghini, *Systemic risk and systemic importance measures during the crisis*, in *Banca d'Italia working papers*, 2017, n. 1153
- Massman, *Developing a new resolution regime for failed systemically important financial institutions: an assessment of the Orderly Liquidation Authority*, in *American Bankruptcy law journal*, 2015, 625-672
- Mastrocola, *I profili sistematici*, in *La società per azioni quale forma attuale di gestione dei servizi pubblici*, a cura di E. Mele, Giuffrè, 2003
- Maugeri, *sub art. 72*, in *Il codice delle assicurazioni private*, diretto da Capriglione, Cedam, Padova, 2007
- McCoy, *Systemic risk oversight and the shifting balance of state and federal authority over insurance*, in *UC Irvine law review*, 2015, 1389-1442
- McGee, *The single market in insurance, Breaking down the barriers*, *European business law library*, 1998, 8
- Merrick Dodd Jr. *For whom are corporate managers trustees?*, in *Harvard Law review*, 1932
- Miani e F. Picher, *I controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, a cura di G. N. Mazzocco, Giappichelli, 2003, 60
- Min, *Balancing the governance of financial institutions*, in *Seattle University law review*, 2017, 40, 743
- Minervini, *Contro la «funzionalizzazione» dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 633
- Minto, *Nuove responsabilità amministrative nel governo dei rischi dell'impresa di assicurazione: brevi riflessioni a margine del recente aggiornamento della disciplina dei controlli interni*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2014, 4, 653

- Miola, *Il risparmio assicurativo*, Jovene Editore, 1988, 3
- Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa società*, 2017, 1, 35
- Monaci, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, 2007, 164
- Mondini, *Il ruolo dell'organo di controllo nelle nuove regole sulla corporate governance e sul sistema dei controlli interni*, in *Banca impresa società*, 2015, 1, 47
- Montalenti, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, Atti del convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014*, Cedam, Padova, 2015, 11
- Montalenti, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Assicurazioni*, 2014, 3, 393-394
- Montalenti, *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società. Banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Utet, Torino, 2014, 2176
- Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 6, 725-726
- Montalenti, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Riv.dir.soc.*, 2015, 3, 513
- Montalenti e O. Cagnasso, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. Irrera, Giappichelli, 2016, 1
- Montalenti, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretta da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 21
- Montalenti, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, 18
- Montemaggiori e S. Butera, *La governance delle imprese di assicurazione. Le novità regolamentari*, in *Seminari IVASS*, 24 ottobre 2017
- Morbidelli, *Introduzione*, in *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, VI
- Mossa, *Impresa e contratto di assicurazione nelle vicendevoli relazioni*, in *Assicurazioni*, 1953, I, 141
- Mwaura, *Internalization of costs to corporate groups: part-whole relationships, human rights norms and the futility of the corporate veil*, in *Journal of international business and law*, 2012, 85-110

N

- Napolitano, *I modelli di pubblicizzazione e le prospettive dello stato amministrativo*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2010, 3, 655

Negri, *La disciplina del gruppo assicurativo nel Codice delle assicurazioni private*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, n. 2-3, 333

Nili, *Missing the forest for the trees: a new approach to shareholder activism*, in *Harvard business law review*, 2014, 157-212

Nijland e T.C.A. Dijkhuizen, *Say on pay and focus on sustainability of companies: a revised shareholders' rights directive*, in *European company law journal*, 2017, 5, 188

Nigro, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell'ISVAP*, in *Giur. comm.*, 1984, II, 1041

Nigro, *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli, Considerazioni conclusive*, in *Riv. banca e merc. finanz.*, 2016, 836

Niu e C. Chen, *Social capital of directors and corporate governance: a social network analysis*, in *Brooklyn journal of corporate finance and commercial law*, 2017, 343, 11

O

O'Connor, *The Enron board: the perils of groupthink*, in *Cincinnati law review*, 2003, 71, 1233.

OECD paper, *Insurance Solvency Supervision*, 2002

OECD, *Global insurance market trends*, 2016,

OECD paper, *Technology and innovation in the insurance sector*, 2017, 1-44

Olaerts, *The 'European' group interest and stakeholder protection*, in *European Company Law Journal*, 2016, 3, 89

Onado, *La vigilanza bancaria nella dimensione europea*, in *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di M. Rispoli Farina, Giuffrè, 2005, 4

Oppo, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Principi e problemi del diritto privato, Scritti giuridici*, Cedam, Padova, 2000, 33-34

Oppo, *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2001, vol. 1, 21

Okhuysen e K. M. Eisenhardt, *Integrating knowledge in groups: how formal interventions enable flexibility*, in *Organization science*, 2002, 13, 370-386

Orio, *Evoluzione della finanza e distribuzione assicurativa*, in *Assicurazione e prodotti finanziari*, a cura di G. Sacerdoti, Giuffrè, Milano, 2000, 12-13

Ottaviani, *L'impresa di assicurazione, origini, rischio, evoluzione*, Giuffrè, Milano, 1981, 11

P

Padoa Schioppa, *Intervento in Legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa: la storia, il presente, il futuro*, *Atti della Conferenza tenutasi a Roma il 14 ottobre 2011*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, 2012, n. 72

Paolini, *Auditors' liability and corporate fraud in the UK: does corporate size and structure matter?*, in *Journal of business & technology law*, 2015, 10, 247

Parente, *La vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo: le verifiche di solvibilità*, in *Dir. economia ass.*, 2004, 2, 35-90

Pargendler, *The corporate governance obsession*, in *The journal of corporation law*, 2016, 42, 359

Paulson e R. Rosen, *The life insurance industry and systemic risk: a bond market perspective*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2016, 8, 155-174

Pellizzon e M. Sottocornola, *The impact of the monetary policy interventions on the insurance industry*, 2016, disponibile al sito www.eiopa.europa.u

Perrone, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nelle s.p.a.*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, 2013, 149

Petix, *L'impresa di assicurazione. Aspetti tecnici e finanziari della gestione*, Cedam, Padova, 1984, 2

Picozza, *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Cedam, Padova, 2005, 344-345

Portale, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. Società*, 2016, 1, 48

Porzio, *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, 2007, sezione III, tomo I, 2

Porzio, *La sana e prudente gestione*, in *Studi per Franco Di Sabato, I, Diritto dell'economia*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2009, 683

Porzio, *Introduzione ai lavori*, in *Il governo delle banche, Atti del convegno, Salerno, 27 giugno 2014*, a cura di A. Principe, Giuffrè, 2015, 89

Pugliatti, *Diritto pubblico e diritto privato (voce)*, in *Enc. dir.*, 1964, XII, 721

Pugliese, *Divergences between EU and US in the financial regulation*, in *European journal of risk regulation*, 2016, 2, 285

Purves, *Europe: the architecture and content of EU insurance regulation*, in *Research handbook on international insurance law and regulation*, a cura di J. Burling e K. Lazarus, EdwardElgar, Cheltenham, 2011, 633

Q

Quaglia, *The European Union and global financial regulation*, Oxford University Press, 2014, 111

R

Rabitti, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Giuffrè, Milano, 2004, 38

Radicati di Brozolo, *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società, banche e crisi di impresa*, Utet, 2014, 408

Rago e F. Santoboni, *Solvency II: cambiano le regole di fare assicurazione*, in *Il governo dei rischi in banca*, a cura di P. Leone, P. Porretta e F. Tutino, Cedam, Padova, 2016, 225

Raskolnikov, *Probabilistic compliance*, in *Yale journal of regulation*, 2017, 34, 494

- Reeder, *You can't stop what you can't see: complementary risk mitigation through compensation disclosure*, in *William & Mary business law review*, 2017, 241-266
- Rhode e A. K. Packel, *Diversity on corporate boards: how much difference does difference make?*, in *Delaware journal of corporate law*, 2014, 39, 377
- Ricci, *Corporate governance in the European insurance industry*, Palgrave Macmillan, 2014, 5
- Rivolta, *Diritto delle società, Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2015, 230
- Rodriguez-Moreno e J. I. Pena, *Systemic risk measures: the simpler the better?*, in *Journal of banking and finance*, 2013, 1817-1831
- Romano, *Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation*, in *Hofstra law review*, 2014, 25-94
- Romagnoli, *Responsabilità degli intermediari e delle imprese di assicurazioni (tra regole e forzature delle polizze vita)*, in *Nuova giur.civ.comm.*, 2013, 6, 338
- Root, *Moder-day monitorships*, in *Yale journal on regulation*, 2016, 109-164
- Rossi, *Le assicurazioni per lo sviluppo del Paese*, Convegno Associazione nazionale per lo studio dei problemi del credito, 5 aprile 2017, disponibile al sito www.ivass.it.
- Russo, *Le riforme della regolazione dei rischi bancari: un'analisi comparata del sistema statunitense e di quello europeo*, in *Analisi economica del diritto*, 2010, 2, 561-585
- S**
- Sangiorgio, *Il gruppo assicurativo nell'esperienza dell'Isvap*, in *I gruppi di società* a cura di Balzarini, Carcanoe Mucciarelli, Giuffrè, 1996, 535
- Sangiovanni, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2013, 6, 767
- Santonastaso, *Le società di diritto speciale*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2009, 1
- Santoro-Passarelli, *La causa del contratto di assicurazione*, in *Libertà e autorità nel diritto civile*, Cedam, Padova, 1977, 135
- Santoro Passarelli, *Assicurazione sulla vita e svalutazione monetaria*, in *Libertà e autorità nel diritto civile*, Cedam, Padova, 1977, 164
- Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 2, 132
- Schammo, *EU day-to-day supervision or intervention-based supervision: which way forward for the European System of financial supervision?*, in *Oxford Journal Legal Studies*, 2012, 32, 771.
- Schammo, *The European Central Bank's duty of care for the unity and integrity of the internal market*, in *European law review*, 2017, 3-26
- Schooner, *Big bank boards: the case for heightened administrative enforcement*, in *Alabama law review*, 2017, 68, 4, 1011

- Schwarcz, *Systemic risk*, in *Georgetown law journal*, 2008, 193-249
- Schwarcz, *The risks of shadow insurance*, in *Georgia law review*, 2015, 50, 163- 211
- Scharwz, D. Zarig, *Regulation by threat: understanding Dodd Frank's Regulation of Systemically Significant Non-bank Financial Companies*, 2016, sul sito www.ssrn.com, p. 10
- Schwarcz, *Transparently opaque: understanding the lack of transparency in insurance consumer protection*, in *UCLA law review*, 2014, 61, 394
- Schwarcz, *Misalignment: corporate risk-taking and public duty*, in *Notre Dame law review*, 2016, 1, 92
- Schwarcz, *Keynote reflections: the public governance duty*, 2016, disponibile al sito www.ssrn.com,
- Schultz, *The regulation of insurance companies investments*, in *Review of insurance studies*, 1955, 2, 101-105
- Scognamiglio, *Gruppi bancari e non: legge e autonomia privata nella configurazione del modello organizzativo*, in *Riv. dir. comm.*, 1999
- Scognamiglio, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 137
- Selleri, *Profili evolutivi delle dinamiche competitive del mercato assicurativo e cambiamenti nel modello di business dell'impresa di assicurazione*, in *Dir. Economica ass.*, 2007, 3-4, 689 – 739.
- Selleri, *Economia delle imprese di assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 1965, 10
- Selleri, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi*, in *Dir. economia ass.*, 2010, 611
- Selleri, *La rilevanza della resilienza nel processo evolutivo del Risk Management: sfide ed opportunità per le imprese di assicurazione*, in *Dir. economia ass.*, 2011
- Selleri, *La terza dimensione del bilancio d'esercizio dell'impresa di assicurazione e del bilancio consolidato del gruppo assicurativo nel quadro del progetto IASB sui principi contabili per il settore assicurativo e del progetto Solvency II*, in *Dir. economia ass.*, 2006, 433
- Selleri, *L'enterprise risk management quale sistema di protezione e di creazione del valore*, in *Economia aziendale online*, 2016, 153-163
- Selleri, *Impresa di assicurazione e strategie di valore*, Etas, 2003, 4
- Shiffrin, *Inducing moral deliberation: on the occasional virtues of fog*, in *Harvard law review*, 2010, 1214
- Siri, *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, in *Analisi giuridica economia*, 2010, 2, 423-438
- Siri, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvibilità II*, in *Analisi giuridica economia*, 2014, 2, 487-502
- Sjostrom, *Afterword to The Aig Bailout*, in *Arizona Legal Studies*, 2015, n. 15-19, p.32. V. Acharya and M. Richardson, *Is the insurance industry systemically risky?*, in

Modernizing Insurance Regulation, a cura di M.P. Biggs, J.H. Richardson, Wiley, 2014, 152

Skeel Jr., *The market revolution in bank and insurance firm governance: its logic and limits*, in *Washington University law quarterly*, 1999, 7, 433-459

Skinner, *Regulating non banks*, in *Georgetown Law Journal*, 2017, p. 17

Steinberg, *International organisations: their role and interconnectivity in insurance regulation*, in J. Burling and K. Lazarus (eds.), *Research Handbook on International Insurance Law and Regulation*, Elgar, 2011, 280-281

Stella Richter, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. società*, 2016, 1, 104

Stella Richter Jr., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196

Stella Richter, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260.

Stella Richter jr., *L'organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, in *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Giuffrè, 2016, 419

Stella Richter, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Dir. banca merc. finanz.*, 2016, 4, 775

T

Thimann, *How insurers differ from banks: a primer on systemic risk regulation*, *Systemic risk centre special paper*, 3, 2014. Bank of England, *Quarterly Bulletin, Insurance and Financial stability*, 2015

Thimann, *Insurance and systemic risk: No easy conclusions*,^{1\} sul sito www.voxeu.org, 31 maggio 2016

Thimann, *What is insurance and how does it differ from general finance?*, in *The economics, regulation, and systemic risk of insurance markets*, a cura di F. Hufeld, R. s. j. Koijen e C. Thimann, Oxford University Press, 2016, 5

Tombari, *Diritto dei gruppi di imprese*, Giuffrè, Milano, 2010, 107-108

Torchia, *Il controllo pubblico della finanza privata*, op. cit., 276

Trautman, *Corporate boardroom diversity: why are we still talking about this?*, in *St.Mary Law review on race and social justice*, 2015, 17, 219

Troiano, *Commento sub. Art. 210-211*, in *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da F. Capriglione, Vol. II, Cedam, Padova, 2007

Troiano, *Struttura del gruppo, ruolo della capogruppo e poteri dell'IVASS*, in *Il gruppo assicurativo dopo Solvency II, Quaderno IVASS*, n. 8, Aprile 2017

Turk, *The convergence of insurance with banking and securities industries, and the limits of regulatory arbitrage in finance*, in *Columbia Business Law Review*, 2015, 999

Turk, *Reframing international financial regulation after the global financial crisis: regional states and interdependence, not regulatory networks and soft law*, in *Michigan journal of international law*, 2014, 59-128

Tutino, *Vigilanza unica europea e squilibrio di rischiosità delle banche: verso nuove regole di limitazione dei rischi?*. in *Bancaria*, 2014, 3, 17

V

Valckx, J. A. Chan-Lau, A. X. Feng, B. Huston, G. Impavido, A. Jobst, J. Kiff, F. J. Lambert, N. Sugimoto, K. Yan, *The Insurance Sector - Trends and Systemic Risk Implications*, in *Global Financial Stability Report*, IMF, 2016

Van Hulle, H. Degryse e K. Smedts, *Risk-sharing benefits and the capital structure of insurance companies*, 2017, disponibile al sito www.ssrn.com

Vaughan, *Observations on insurance regulation – Uniformity, efficiency and financial stability*, in *Modernizing insurance regulation*, a cura di J.H. Biggs, M.P. Richardson, 2014, Wiley

Vella, *La corporate governance nelle banche tra regole di vigilanza e disciplina del mercato*, in *Banca impresa società*, 1998, 73

Vella, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca impresa società*, 2001, 3, 351- 375

Vella, *Il rischio questo sconosciuto*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, 1, 161 ss.

Vella, *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, di R. Costi e F. Vella, *Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia*, 2008, n. 62, 7 ss

Vella, *Capitalismo e finanza*, Bologna, Il Mulino, 2011, p. 93

Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa società*, 2014, 2, 289

Vella, *Banche che guardano lontano: regola per la stabilità e regole per la crescita*, in *BIS*, 2016, 3, 371

Vella, *Introduction. Solvency II: reasons behind a handbook*, in *Solvency II: a dynamic challenge for the insurance market*, a cura di M. Andenas, R. Avesani, P. Manes, F. Vella e P. R. Wood, Il Mulino, Bologna, 2017, 17-25

Vianello, *Assicurazione privata e controllo pubblico. Profili istituzionali di diritto dell'impresa e del contratto di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 1989

Visco, *Financial Stability in a World of Very Low Interest Rates*, Keynote speech at 43rd General Assembly of The Geneva Association, Roma 9 giugno 2016

Visentini, *Disciplina delle società e legislazione bancaria, Autonomia privata e funzione*, Giuffrè, Milano, 1971.

Viterbo, *Il contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm*, 1932, I, 40 ss

Vivante, *Il contratto di assicurazione*, vol. 1, Milano, Hoepli, 1885, 8

Vivante, *Del contratto di assicurazione*, in *Codice di Commercio commentato*, 1914, vol. 6, coordinato da Bolaffio e Vivante, Torino, *op. cit.*, 6

Volpe Putzolu, *Evoluzione della legislazione sulle assicurazioni in Italia dall'Ottocento ad oggi*, in *I settantacinque anni dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni*, Istituto Enciclopedia Italiana, 1987, 77

Volpe Putzolu, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, 228-229

Volpe Putzolu, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Il Mulino, Bologna, 1992, 19

W

Wan, *Systemically important asset managers: perspective on Dodd-Frank's systemic designation mechanism*, in *Columbia law review*, 2016, 805-841

Wang, *Securitisation of insurance risk: devising an appropriate regulatory framework*, in *International finance and economics*, 2000, 221-247

Ward, e R. Zurbruegg, *Does insurance promote economic growth? Evidence from OECD countries*, in *Journal of risk and insurance*, 2000, 67, 489-506

Weber, *Combating the teleological drift of life insurance solvency regulation: the case for a meta-risk management approach to principles-bases serving*, in *Berkley business law journal*, 2010, 35

Weber, *An alternative story of the law and regulation of risk management*, in *University of Pennsylvania journal of business law*, 2013, 1005-1074

Weber, D.W.Arner, E.C.Gibson e S. Baumann, *Addressing systemic risk: financial regulatory design*, in *Texas international law journal*, 2015, 49, 149

Wimberly, *SIFI Designation of Insurance Companies- How Game Theory Illustrates the FSOC' Faulty Conception of Systemic Risk*, in *Review of Banking and Financial Law*, 2015, p. 337

Wynmeersch, *Corporate governance and financial stability*, in *Financial law institute working paper*, 2008-2011

Wymeersch, *The European system of financial supervisors and its meaning for company law*, in *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del Convegno internazionali di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Giuffrè, 2016, 488

X

Xing Tan, *Stewardship in the interests of systemic stakeholders: re-conceptualizing the means and the ends of Anglo-American corporate governance in the wake of the global financial crisis*, in *Journal of business & technology*, 2014, 169-212

Z

Zamperetti, *Il dovere di informazione, degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 1466

Zingales, *Does finance benefit society?*, 2015, disponibile al sito www.ssrn.com

Zweimuller, *Looking back to look ahead: first experience with Solvency II implementation and the way forward*, alla conferenza sulle assicurazioni tenutasi a Lubiana il 6 settembre 2016