Self regulation, soft regulation e *hard regulation* nei mercati finanziari

di Margherita Ramajoli

ABSTRACT

The paper examines the financial markets in order to demonstrate that the soft regulation if, on the one hand, satisfies general goals, on the other hand, it is a tool only apparently soft. The soft regulation could be defined as "crypto-hard". It contains very tight restrictions against regulated parties, with the aggravating circumstance of the impossibility of applying the traditional means of judicial protection. Since the flexible regulation evokes a phenomenon with undefined contours, the first part of this paper primarily aims to differentiate soft regulation in financial markets from other recent regulatory events sui generis, notably by distinguishing between soft regulation and self-regulation. The second part is rather specifically dedicated to the analysis of soft regulation in financial markets and the special bond existing between soft law and soft regulation; the investigation continues considering the relations of complementarity between soft and hard regulation, which leads to a contamination between the two models of regulation. Finally, the paper examines the nature and constraints deriving from flexible regulation provisions in financial markets. In this investigation it must be distinguished whether recipients of the act of soft regulation are the same acting regulators or other regulators, or, instead, the regulated parties. In the conclusive remarks, paradoxically it emerges the soft regulation does not deal with the problem of its effectiveness –despite the absence if sanctions for its violation –, but rather evokes justiciability issues, in terms of judicial protection and remedies.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. *Self regulation versus soft regulation*. – 3. *Soft law, soft regulation e hard regulation*. – 4. Gli atti di *soft regulation*: a) come autolimiti all'esercizio del potere regolatorio puntuale; b) come produttivi di effetti diretti nella sfera giuridica altrui.

1. Premessa

Il presente scritto prende in esame il settore dei mercati finanziari per tentare di dimostrare che la *soft regulation* se, da un lato, soddisfa indubbie esigenze di carattere generale, dall'altro lato, è uno strumento solo apparentemente *soft*. La *soft regulation* è definibile come "*cripto-hard*": essa detta vincoli molto stringenti nei confronti dei soggetti regolati, con l'aggravante dell'impossibilità di applicare gli strumenti di tutela tradizionali avverso tali vincoli.

La scelta di considerare come campo d'indagine privilegiata il settore dei mercati finanziari è sorretta da una precisa motivazione. I mercati finanziari risultano centrali per una riflessione in tema visto che essi, non da oggi, co-

stituiscono dal punto di vista giuridico un "laboratorio di incubazione per soluzioni destinate a propagarsi ben oltre il settore creditizio" [1]. Con la precisazione che s'intende qui adottare un concetto di settore finanziario in senso lato, comprensivo anche del mercato delle imprese il cui andamento incide sulla sorte del risparmio pubblico, come avviene per le società quotate.

Dal momento che la regolazione flessibile evoca un fenomeno dai contorni indefiniti, la prima parte del presente scritto mira anzitutto a differenziare la *soft regulation* nei mercati finanziari da altre recenti manifestazioni regolatorie *sui generis*, distinguendo in particolare tra *soft regulation* e *self regulation*. La seconda parte del saggio è invece specificamente dedicata all'analisi della *soft regulation* nei mercati finanziari e dello speciale legame sussistente tra *soft law* e *soft regulation*; l'indagine poi prosegue considerando i rapporti di complementarietà tra *soft regulation* e di *hard regulation*, che conducono ad una contaminazione tra i due modelli di regolazione. Da ultimo si concluderà con l'esame della natura e del grado dei vincoli sorgenti dalla regolazione flessibile nei mercati finanziari e in quest'indagine sarà necessario distinguere a seconda che destinatari dell'atto di *soft regulation* siano gli stessi regolatori che hanno dettato l'atto, oppure altri regolatori, o ancora i soggetti regolati.

Dalla riflessione emergerà come paradossalmente la *soft regulation* ponga non tanto un problema di effettività, ossia di osservanza dei suoi precetti – nonostante nel caso di inottemperanza alla medesima difettino sanzioni di tipo tradizionale –, quanto piuttosto un problema di giustiziabilità, a garanzia dei destinatari dei relativi atti.

2. *Self regulation versus soft regulation*

Il settore dei mercati finanziari è stato ed è tuttora (sia pure con alcune precisazioni svolte in seguito) il regno della *soft regulation*. Ma il settore dei mercati finanziari è il regno non solo della *soft regulation*, bensì anche di un fenomeno ad essa limitrofo e contiguo, ossia della *self regulation*, altrimenti definita *reflexive* o *auto-regulation*.

Soft regulation e *self regulation* non sono sinonimi, in quanto esprimono dinamiche sottilmente diverse, pur appartenendo al medesimo *humus* ideologico e culturale basato sul consenso e sull'adesione spontanea ai precetti dettati.

La *self regulation* costituisce esercizio di autonomia privata e ricorre quando un gruppo di soggetti e/o una formazione sociale esponenziale di tale gruppo fissano autonomamente regole che li riguardano. Essa s'identifica prevalentemente nella elaborazione di standard da parte di soggetti privati che spontaneamente s'impegnano ad osservarli e che possono poi essere seguiti anche da terzi sempre in virtù di una scelta volontaria [2].

---

[1] In questo senso F. Vella, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa e società*, 2014, p. 289 ss.; K.J. Hopt, *Better Governance of Financial Institutions, Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions After the Financial Crisis*, in https://*ssrn.com*.

[2] A. Ogus, *Rethinking self-regulation*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, p. 97 ss.; F. Vella, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impresa e società*, 1997, p. 3 ss.; O.H. Dombalagian, *Self and Self-Regulation: Resolving the SRO Identity Crisis*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2007, p. 329; L. Senden, *Soft*

Secondo il parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema "Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE", del 4 settembre 2015, con il termine autoregolamentazione (o, meglio, autoregolazione), «*si designa genericamente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni*» (punto 3.2).

L'autoregolazione è adottata spesso con procedimenti non rispettosi del principio di trasparenza e di pubblicità e l'inottemperanza nei suoi riguardi non è giuridicamente sanzionata. La non sanzionabilità sul piano giuridico dei comportamenti devianti è però accompagnata da altre "misure di reazione" che possono essere prese dall'aggregazione privata autrice della *self regulation* nei confronti di coloro che, dopo avere aderito alla stessa, la violino. Queste misure sono essenzialmente sanzioni di tipo reputazionale oppure fattuale, come l'esclusione dalla lista degli aderenti all'aggregazione privata [3].

Si anticipa però che questo tipo peculiare di *enforcement* tra pari non risulta in concreto particolarmente adeguato ed efficace, tant'è che frequentemente la *self regulation* tende "a farsi norma", nel senso che la regola privata viene elevata al rango primario sulla base di un complesso fenomeno che sarà illustrato tra breve [4].

La *self regulation* talvolta si manifesta in un contesto di assoluto vuoto normativo, altre volte invece si esplica entro una cornice di principi guida fissati dal legislatore.

Tuttavia in quest'ultimo caso è preferibile parlare, anziché di autoregolazione, di co-regolazione, o di regolazione di tipo cooperativo [5].

Per co-regolamentazione (o, anche qui, per co-regolazione), sempre secondo il già menzionato Parere del Comitato economico e sociale europeo, s'intende «*una forma di regolamentazione delle parti interessate (stakeholder) che è promossa, orientata, guidata o controllata da una terza parte (sia essa un organismo ufficiale o un'autorità di regolamentazione indipendente) di norma dotata di poteri di esame, di controllo e, in alcuni casi, sanzionatori*» (punto 3.4).

La *co-regulation* è altrimenti definibile come *audited self regulation* (autoregolazione monitorata), termine che mette maggiormente in evidenza la circostanza per cui se, da una parte, le regole di disciplina sono poste in essere da soggetti privati o da loro organismi associativi, dall'altra, esse sono assoggettate a un controllo indiretto da parte di un'autorità pubblica [6].

Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where Do They Meet?, in *www.ejcl.org*.

[3] Ad esempio, se per ipotesi un fornitore non si assoggetta agli standard elaborati nel commercio internazionale dei prodotti alimentari, gli viene preclusa la possibilità di vendere il proprio prodotto all'impresa che ne esige il rispetto; sul punto si veda L. RUSSO, *Gli standard privati per la produzione alimentare nel commercio internazionale*, in A. SOMMA (a cura di), *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, Giappichelli, Torino, 2009, p. 134 ss.

[4] P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33 ss.; M. EREDE-F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata nella composizione del consiglio di amministrazione di società quotate: un'indagine empirica*, in *Riv.soc.*, 2016, p. 919 ss.

[5] In questo senso F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Pol. dir.*, 2001, p. 547 ss.; ID., *Self regulation in European Contract Law*, 2007, in *www.eui.eu*.

[6] Cfr. M. CLARICH, *I procedimenti di regolazione*, in AA.VV., *Il procedimento davanti alle Auto-*

Del tutto diversa invece è la sostanza della *soft law*, sulla quale ci si intratterrà nei paragrafi successivi. Per ora è sufficiente precisare che sempre il menzionato parere del Comitato economico e sociale europeo descrive la *soft law* come «*diritto non vincolante*», che s'identifica negli «*atti preparatori o informativi (ad esempio, i libri bianchi e i libri verdi, i piani d'azione e i programmi), gli atti interpretativi ..., le conclusioni, le dichiarazioni, le risoluzioni e, infine, le raccomandazioni e i pareri*». È evidente che si tratta di atti tra loro eterogenei, ma tutti accomunati dal fatto di essere emanati da pubblici poteri e non da soggetti privati [7].

In altri termini è *soft law* «*a wide range of quasi legal instruments that differ from hard law as they lack immediate, uniformly binding, direct effetcs, precision, and clearly delineated monitoring, dispute settlement, and enforcement authorities*» [8].

Tornando alla *self regulation* ora che è stata distinta, almeno in linea di principio, da altri tipi di regolazione, è d'immediata osservazione che tante e varie sono le sue manifestazioni concrete nell'ambito dei mercati finanziari. Utilizzando la già invocata nozione allargata di settore dei mercati finanziari, che include le società quotate, sono esempi di *self regulation*, risalenti nel tempo, specie in alcuni ordinamenti stranieri, i codici di comportamento in materia di governo societario emanati da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, rivolti agli emittenti italiani quotati nei mercati regolamentati domestici, e contenenti raccomandazioni di buona *governance* societaria, sulla cui adesione volontaria o non adesione deve essere data informativa al mercato.

Già cinquanta anni fa la dottrina di diritto commerciale era propensa a valorizzare questo fenomeno. Ariberto Mignoli scriveva infatti che «*occorre battersi per una vigorosa autodisciplina ... l'autodisciplina consente l'irrogazione di misure rigorose e "comprese" dalla corporazione. La legge è rigida, in quanto*

---

rità indipendenti, Torino, 1999, pp. 16-17, che ricorda come un sistema di autoregolazione monitorata fosse stato previsto dal T.U. delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria del 24 febbraio 1998, n. 58, agli artt. 61 e ss.; un esempio più recente di co-regolazione è dato, questa volta in materia di contratti pubblici, da quella attività di «*vigilanza collaborativa attuata previa stipula di protocolli di intesa con le stazioni appaltanti richiedenti, finalizzata a supportare le medesime nella predisposizione degli atti e nell'attività di gestione dell'intera procedura di gara*» nel caso di affidamenti di particolare interesse (art. 213, comma 3 del d. lgs. 18 aprile 2016, n. 50).

In questo contesto meritano poi essere almeno menzionati altri due tipi di "regolazione alternativa": a) la *regulatory negotiation*, introdotta in via normativa negli Stati Uniti nel 1990, che si estrinseca nell'istituzione, su iniziativa del regolatore, di un vero e proprio comitato di regolazione negoziale, rappresentativo di tutti gli interessi reputati rilevanti, avente il compito di proporre un testo normativo all'autorità pubblica competente ad adottarlo formalmente (su questo particolare tipo di regolazione cfr. G.P. MANZELLA, *Brevi cenni sulla regulatory negotiation*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1994, p. 273 ss.); b) la *regulation by litigation*, che consiste nell'utilizzo dei poteri di risoluzione alternativa delle controversie demandati al regolatore come surrettizia prosecuzione dell'attività amministrativa, avendo talvolta lo stesso legislatore imposto all'Autorità di regolazione di perseguire gli obiettivi della regolazione anche in occasione della risoluzione dei conflitti, come avvenuto con l'art. 23, comma 3, del Codice delle comunicazioni elettroniche, con riferimento alle controversie tra operatori demandate all'Agcom (in tema cfr., se si vuole, M. RAMAJOLI, *Strumenti alternativi di risoluzione delle controversie pubblicistiche*, in *Dir. amm.*, 2014, p. 13 ss.; ID., *Tutele differenziate nei settori regolati*, in questa *Rivista*, 1/2015, p. 18 ss.

[7] Sui caratteri della *soft law* e sul rapporto tra *soft law* e *soft regulation* cfr. *infra*, paragrafo successivo.

[8] C. KOUTALAKIS-A. BUZOGANY-T. BÖRZEL, *When soft regulation is not enough: The integrated pollution prevention and control directive of the European Union*, in *Regulation and Governance*, 2010, pp. 329-330.

non è possibile in tempi brevi adattarla alla realtà nel frattempo modificata: un disegno di legge rischia poi di essere, attraverso l'iter parlamentare, e col sistema degli emendamenti, tradito nel suo spirito e negli scopi che esso si propone, e di diventare un coacervo incoerente di norme (...). Un codice di comportamento, che mette al bando il trasgressore e lo addita, non solo alla corporazione, ma anche al pubblico, ha un'efficacia immediata e diretta» [9].

Si è voluto riportare pressoché integralmente il brano in questione dal momento che da esso traspare in poche righe e in maniera chiara il senso e i vantaggi che questo tipo di regolazione collocato al di fuori dei binari formali-tradizionali porta con sé.

Nei mercati finanziari emerge con chiarezza come la *self regulation* spesso anticipi il legislatore e/o il regolatore, perché – si afferma – essa riesce a dare voce immediata alle esigenze del mercato. La *self regulation* può essere dunque vista come una *hard law in fieri*, come anticipazione di una successiva disciplina normativa vincolante. Si pensi, ad esempio, all'attuale formulazione dell'art. 2381 c.c., come risultante dalle modifiche introdotte dal d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Il contenuto della disposizione normativa ricalca infatti le raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina del 1999 per quanto riguarda la funzione e i poteri del presidente del consiglio di amministrazione, i rapporti tra organi delegati e organi deleganti e il sistema dei flussi informativi endoconsiliari [10].

Il ruolo propulsivo svolto dalla *self regulation* assume spesso una particolare sfumatura in un significato sperimentale, nel senso che consente di saggiare nel corso del tempo la bontà di una soluzione prospettata e, se necessario, di cambiare direzione nell'eventualità in cui sorgano nuovi dati e informazioni.

Il diritto tradizionale non si disinteressa affatto del fenomeno della *self regulation*. Si è appena accennato al fatto che le regole originariamente elaborate dai soggetti privati si possono trasformare in regole squisitamente formali, secondo tutti i crismi della giuridicità. Altre volte, invece, è il soggetto pubblico a stimolare il ricorso all'autodisciplina, nella convinzione che essa sia in grado di costituire un valido complemento della disciplina tradizionale.

Questa circostanza può apparire paradossale, ma in realtà non lo è: il soggetto pubblico nutre interesse ad incentivare questo particolare tipo di regolazione per le ragioni sopra evidenziate, che fanno perno sull'estrema duttilità e sull'agevolata accettazione dello strumento regolatorio da parte dei soggetti regolati. Ad esempio, la Covip ha promosso iniziative per sollecitare le maggiori organizzazioni rappresentative del settore ad adottare forme di autodisciplina idonee a definire standard condivisi di efficienza e buone prassi, nei settori considerati di particolare rilievo, con riferimento alla gestione dei trasferimenti pensionistici, *life-cycle*, standardizzazione della modulistica, regolamentazione delle modalità di collocamento [11].

Altre volte ancora vi è un legame di alternatività tra autoregolazione e regolazione flessibile: la Consob nel 2009 ha preferito rinviare l'adozione di un suo

---

[9] A. MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not.*, 1973, p. 1043 ss., ora anche in *La società per azioni. Problemi letture testimonianze*, Giuffrè, Milano, 2002, t. 1, p. 81 ss.

[10] G. BOSI, *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009, spec. p. 109 ss.; C. PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 171 ss.; per quanto riguarda la normativa antecedente all'entrata in vigore del d.lgs. n. 6/2003 cfr. Cass., Sez. Lav., 8 agosto 1983, n. 5307.

[11] COVIP, *Relazione annuale per il 2010*, p. 97 ss.; sul punto S. MORETTINI, *Il soft law nelle Autorità indipendenti: procedure oscure e assenza di garanzie?*, in *www.osservatorioair.it*.

atto di *soft law* (comunicazione contenente raccomandazioni in merito alla valutazione dell'organo amministrativo di società quotate sulla sussistenza dei requisiti previsti per i propri componenti dichiaratesi indipendenti) al fine di stimare gli sviluppi dell'autoregolazione, prendendo atto dell'intenzione di Borsa italiana di avviare una revisione del codice di autodisciplina che tenesse conto delle migliori prassi rilevate [12].

Ma l'attenzione che il diritto tradizionale tributa alla *self regulation* è in grado di assumere anche forme più complesse, seguendo un percorso in cui s'intrecciano sia livello europeo sia livello nazionale, sia *self regulation*, sia *soft regulation*, sia *hard law* sia *soft law*.

Si consideri infatti come spesso la *self regulation* beneficia di un *enforcement* pubblico, quindi di tipo *hard*. Un esempio tra i tanti, riguardante il modo in cui è stata attribuita valenza giuridica ai codici di autodisciplina del governo societario.

Dapprima il Parlamento europeo, nella sua risoluzione del 29 marzo 2012, ha espresso il suo favore nei confronti dell'obbligo di adesione a un determinato codice di autodisciplina del governo societario e ha ritenuto che qualunque comportamento non conforme al codice avrebbe dovuto essere opportunamente motivato e che, in aggiunta, anche la misura adottata in alternativa avrebbe dovuto essere descritta e spiegata (principio del *comply or explain*) [13].

In un secondo tempo, la Commissione europea, con la sua Raccomandazione del 9 aprile 2014, sulla qualità dell'informativa sul governo societario, partendo dalla premessa che i codici di governo societario mirano a stabilire nelle società quotate in Europa «*principi di buon governo societario basati sulla trasparenza, sulla responsabilità e su una prospettiva a lungo termine*» e che tali codici «*forniscono norme e buone pratiche alle società*», ha precisato che il pieno rispetto del codice può trasmettere un messaggio positivo al mercato, ma può non essere sempre l'approccio migliore per una società in una prospettiva di governo societario, con la conseguenza che in alcuni casi discostarsi da una disposizione del codice potrebbe consentire a un'impresa di gestirsi in modo più efficace [14].

In tal maniera quei tipici atti di *self regulation* che sono i codici di autodisciplina vengono ad assumere una rilevanza diretta per l'ordinamento giuridico in virtù di altrettanto tipici atti di *soft law* e cioè una Risoluzione del Parlamento europeo e una Raccomandazione della Commissione europea.

Ma il processo di emersione di un vincolo giuridico al rispetto dei codici di autodisciplina non si arresta al livello sovranazionale. Nel passaggio dal li-

---

[12] CONSOB, *Proposta di comunicazione avente ad oggetto Raccomandazioni relative alla trasparenza delle valutazioni dell'organo amministrativo sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza dei propri componenti*, del 26 febbraio 2009.

[13] Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, 2011/2181(INI).

[14] «*L'approccio rispetta o spiega offre una certa flessibilità alle società, consentendo loro di adeguare il sistema di governo societario alle dimensioni, alla struttura dell'azionariato e a specificità settoriali. Al tempo stesso occorre promuovere una cultura della responsabilità, incoraggiando le società a riflettere maggiormente sui dispositivi di governo societario*»; così il settimo considerando della Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, sulla qualità dell'informativa sul governo societario (2014/208/UE), ma si vedano anche il secondo e il sesto considerando. Cfr. altresì art. 20 della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio.

vello sovranazionale a quello nazionale il vincolo diviene sempre più stringente e ciò in ragione delle frequenti crisi economiche e dell'incalzare degli scandali finanziari, perché, come si avrà modo di verificare anche in seguito, è il contesto economico a condizionare l'approccio regolamentare.

Pertanto, nello specifico, il contenuto del menzionato atto europeo di *soft law* è stato recepito in un atto nazionale di *hard law*, ossia nel T.U.F.; attualmente l'art. 123-*bis*, comma 2, lett. *a*, obbliga gli emittenti a informare il mercato circa il grado di osservanza delle raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina, consentendo loro di disattenderle purché forniscano le motivazioni sottese a tale scelta organizzativa [15], mentre l'art. 192-*bis* ha reso vincolante il principio del "rispetta o spiega", prevedendo l'irrogazione di sanzioni amministrative nel caso di violazione del suddetto principio [16].

Si chiude così la parabola dell'emersione di un vincolo giuridico al rispetto dei codici di autodisciplina. L'esito ultimo è che la forza degli atti di *self regulation* non poggia più solo ed esclusivamente sull'aspetto c.d. reputazionale, divenendo norma imperativa [17].

La singola vicenda descritta mostra come talvolta gli atti di *self regulation* abbiano la forza di porre vincoli diretti mediante il filtro operato dalla *soft law* oppure anche dalla *hard law*. Tuttavia questo particolare tipo di *enforcement* produce due conseguenze critiche: da una parte, esso genera un processo di stratificazione «*fatalmente disordinato*», stante la notevole articolazione delle fonti giuridiche e la complessità del dato normativo che ne risulta [18]; dall'altra, conduce a una sorta di pubblicizzazione occulta della *self regulation*, con un problematico snaturamento del fenomeno originario, espressione d'autonomia privata [19].

---

[15] «*La relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati contiene in una specifica sezione, denominata: "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari", informazioni dettagliate riguardanti: (...) a) l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. La società indica altresì dove il codice di comportamento in materia di governo societario al quale aderisce è accessibile al pubblico*» (art. 123-*bis*, comma 2, lett. a, del T.U.F., come risultante dalle modifiche apportate dall'art. 5, comma 1, del d. lgs. 3 novembre 2008, n. 173).

[16] Da notare che la regolamentazione bancaria in materia di esponenti aziendali (art. 26 T.U.B.) riproduce, accentuandola, l'impostazione –sommariamente indicata nel testo– seguita per la generalità delle società quotate, con uno stretto connubio tra normativa primaria (art. 26, comma 1 e 2, T.U.B.), normazione di grado secondario, con poche linee guida a corredo (art. 26, comma 3, T.U.B.), e un residuale spazio per l'autoregolazione.

[17] Aspetto che in ogni caso rimane centrale. Infatti il primo *Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina* pubblicato il 9 dicembre 2013 dal *Comitato per la corporate governance* ha sottolineato che la quasi totalità delle società italiane con azioni quotate (223 società, pari al 93% del totale) ha scelto di aderire formalmente al Codice di Autodisciplina.

[18] M. EREDE-F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata*, cit., spec. pp. 920-921.

[19] Così P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo*, cit., p. 33 ss., che parla di un *enforcement* pubblico che «*aguzza i denti*»; sulla commistione fra fonti di autoregolamentazione privata e regolatori pubblici cfr. anche F. VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca imprese e società*, 2004, p. 468 ss.; M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione, in Riv. dir. comm., 2008, p. 599 ss.*

3. *Soft law, soft regulation* e *hard regulation*

Ma più che della *self regulation,* i mercati finanziari sono il regno della *soft regulation*. Affrontare il tema della *soft regulation* impone anzitutto di chiarire la nozione preliminare di *soft law* e indagare il rapporto sussistente tra *soft law* e *soft regulation* [20].

La *soft law,* che nasce nel diritto internazionale pubblico e si sviluppa specialmente nel diritto dell'Unione europea, affonda storicamente le sue radici nella distinzione tra comandi e consigli, per cui, mentre il destinatario del comando è obbligato ad eseguirlo, il destinatario del consiglio è libero di scegliere se eseguirlo o meno, «*ossia si trova in quella situazione che i giuristi chiamano facoltà*» [21]; oppure, se si preferisce, affonda storicamente le sue radici nella distinzione tra *commands*, ossia regole riconosciute vincolanti per la loro forma, e *precepts*, regole vincolanti in seguito alla convinzione della bontà del loro contenuto e alla autorevolezza del soggetto che le pone [22].

Come già sopra osservato, la *soft law* si manifesta in varie forme, dalle linee guida alle comunicazioni, dai chiarimenti interpretativi e applicativi agli atti tipo, dalle risposte ai relativi quesiti agli indirizzi. Essa è priva di coercibilità in senso tradizionale, ponendo precetti privi di sanzione, ossia precetti la cui ottemperanza è volontaria.

Detto ciò, ne dovrebbe conseguire che è *soft regulation* la *soft law* propria di ambiti caratterizzati dalla presenza di autorità di regolazione, configurandosi tra le due nozioni un rapporto di genere a specie [23].

---

[20] La *soft law* nasce per disciplinare e, ancor prima, per giuridificare le relazioni internazionali tra Stati; infatti «*the soft law concept may be useful in understanding how pragmatic arrangements have slowly crystallised into binding rules of law*» (R. DEHOUSSE-J.H.H. WEILER, *EPC and the Single Act: From Soft Law to Hard Law?*, in *European University Institute*, EPU Working Paper 90/1, p. 6). In tema cfr. R.J. DUPUY, *Droit déclaratoire et droit programmatoire: de la coutume sauvage à la soft law*, in *L'élaboration du droit international public*, Paris, 1975, p. 132-148; F. BEVERIDGE e S. NOTT, *A hard look at soft law*, in P. CRAIG e *C. Harlow* (a cura di), *Law making in the European Union*, The Hague, 1998, p. 291 ss.; K.C. WELLENS-G.M. BORCHARDT, *Soft law in European Community law*, in *Eur. Law Review*, 1989, p. 267 ss.; L. SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Hart Publishing, Oxford, 2004; E. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Cedam, Padova, 2008; sulle tante anime presenti nella *soft law* cfr. A. DI ROBILANT, *Genealogies of Soft Law*, in *Am. Journal of Comp. Law*, 2006, p. 499 ss.; A. SOMMA, *Soft law sed law. Diritto morbido e neocorporativismo nella costruzione dell'Europa dei mercati e nella distruzione dell'Europa dei diritti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2008, p. 437 ss.; per alcune critiche alla capacità euristica della nozione di *soft law* cfr. J. D'ASPREMONT e T. AALBERTS, *Which future for the scholarly concept of soft international law?*, in *Leiden Journ. of Intern. Law*, 2012, p. 309 ss.; in tema cfr. altresì M. RAMAJOLI, *Soft law e crisi della sistematica tradizionale*, in corso di pubblicazione su *Dir. amm.*

[21] Distinzione che si deve a N. BOBBIO, *Comandi e consigli*, in *Riv. trim dir. e proc. civ.*, 1961, p. 369 ss., e di recente ripresa a G. MORBIDELLI, *Linee guida dell'ANAC: comandi o consigli?*, in corso di pubblicazione su *Dir. amm.*

[22] Distinzione che si deve invece a H.U. KANTOROWICZ, *The Definition of Law*, Cambridge, 1958, p. 30 ss., e di recente ripresa da S. LUCATTINI, *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, 2013, p. 39 ss.; come è stato efficacemente osservato (E. SELINGER e K.P. WHYTE, *Nudging cannot solve complex policy problems*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2012, p. 26), «*nudging is best seen as an emerging form of soft law*». Sul fenomeno della c.d. spinta gentile (*nudge*) cfr., per tutti, R.H. THALER e C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, trad.it., Feltrinelli, Milano, 2008; C.R. SUNSTEIN, *Simpler. The Future of Government*, Simon & Schuster, New York, 2013; S. CONLY, *Against Autonomy – Justifying Coercive Paternalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, sui quali due ultimi cfr. A. SPINA, *Recensione*, in questa *Rivista*, n. 1/2014.

[23] In questo contesto deve essere ricordato che il termine "regolazione flessibile" (o, almeno

Tuttavia, a tutta prima sembrerebbe pleonastico aggiungere l'aggettivo *soft* al sostantivo *regulation*. Infatti la regolazione nasce come attività intrinsecamente *soft*, *flessibile*, modificabile nel corso del tempo, che si prefigge di verificare il suo impatto in concreto, che riconosce un fondamentare ruolo partecipatorio ai destinatari della medesima, che pone a presidio della sua osservanza non la cogenza in senso tradizionale, quanto piuttosto la capacità persuasiva che porta a una spontanea ottemperanza [24].

In realtà, per il raggiungimento della loro missione le autorità di regolazione hanno bisogno spesso anche di strumenti di tipo tradizionale (autorizzatori in senso lato, sanzionatori e così via). Quindi l'attività regolatoria può fondarsi su un *mix* di misure *hard* e di misure *soft,* classici strumenti autoritativi e strumenti all'insegna della flessibilità e del consenso.

Del resto, l'esperienza ha mostrato come una disciplina fondata solo ed esclusivamente sulla c.d. *moral suasion* non sempre sia efficace. Emblematico a tal proposito quanto accaduto in Francia in un campo che non è quello dei mercati finanziari, riguardando la tematica delle clausole abusive, ma che comunque rende plasticamente evidenti le ragioni di una contaminazione tra modelli *soft* e *hard* di disciplina.

Originariamente il modello francese di controllo delle clausole abusive era di tipo *soft*, facendo perno su raccomandazioni non vincolanti di un organo amministrativo e cioè della *Commission des clauses abusives.* Questo modello si è dimostrato del tutto inadeguato, dal momento che le imprese, in assenza di sanzioni effettive, hanno continuato a imporre clausole abusive ai consumatori. Di conseguenza, il legislatore si è visto costretto ad optare per diversa soluzione, aggiuntiva e non sostitutiva della precedente, introducendo lo strumento della legittimazione delle associazioni di consumatori e di organismi pubblici inseriti in appositi elenchi a promuovere un provvedimento denominato *action en suppression* (art. L. 421 – 6 *code cons.*) allo scopo di ottenere in via giudiziale l'eliminazione delle clausole abusive [25].

Questo combinarsi di una *hard regulation* e di una *soft regulation* è tratto particolarmente pronunciato nell'attuale configurazione della disciplina dei mercati finanziari. Ciò a differenza di quanto è invece accaduto nel passato, anche recente.

Infatti, dapprima la risposta istituzionale data alle crisi della finanza mondia-

---

in un primo momento, di "regolamentazione flessibile") è stato utilizzato dal nostro legislatore e più precisamente dalla legge di delega del codice dei contratti pubblici (art. 1, comma 1, lett. *t*, della legge n. 11/2016) e poi dal codice stesso (art. 213, comma 2, del d.lgs. n. 50/2016), per indicare il carattere proprio di una serie di atti di competenza dell'Anac (linee guida, bandi tipo, contratti tipo), la cui natura non è d'immediata comprensione. In tema, oltre al già menzionato G. MORBIDELLI, *Linee guida*, cit., cfr. altresì M.P. CHITI, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Il sistema delle fonti nella nuova disciplina dei contratti pubblici*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 436 ss.; S. VALAGUZZA, *La regolazione strategica dell'Autorità Nazionale Anticorruzione*, in questa *Rivista*, n. 1/2016; ID., *Sustainable Development in Public Contracts. An example of Strategic Regulation*, Editoriale scientifica, Napoli, 2016; N. LONGOBARDI, *L'Autorità Nazionale Anticorruzione e la nuova normativa sui contratti pubblici*, in *www.giustamm.it*; L. TORCHIA, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Regole, procedimento, processo*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 605 ss.; ID., *La regolazione del mercato dei contratti pubblici*, nel presente numero di questa *Rivista*.

[24] B. TONOLETTI, *Il mercato come oggetto della regolazione*, in questa *Rivista*, n. 1/2014, p. 5 ss., e bibliografia *ivi* riportata; in tema cfr. altresì R. BALDWIN, *Is better regulation smarter regulation?*, in *Public Law*, 2005, p. 485 ss.

[25] Sulla vicenda cfr. E. BATTELLI, *L'intervento dell'Autorità antitrust contro le clausole vessatorie e le prospettive di un sistema integrato di protezione dei consumatori*, in *Eur. e Dir. priv.*, 2014, p. 207 ss.

le verificatesi nella seconda metà degli anni Novanta del secolo scorso è consistita nell'incentivare il modello di regolazione flessibile, che ha assunto la configurazione di regolazione per *standard*. Essa s'identifica nella creazione a livello internazionale di *standards*, *guidelines*, codici di condotta e raccomandazioni, elaborate specie, ma non solo, dalla IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) e corredate da una forma di adeguamento a carattere spontaneo, volontario ed occasionale, rimessa alle opzioni del legislatore domestico e del singolo interprete, senza alcuna garanzia di puntuale applicazione delle regole elaborate a livello globale [26].

Diversa invece è stata la reazione istituzionale provocata dalle crisi finanziarie, economiche e del debito sovrano verificatesi in quest'ultimo decennio. Al fine di rimediare alle indubbie e conclamate carenze del precedente modello di regolazione e supervisione finanziaria si è scelto di affiancare la *soft regulation* (che talvolta assumeva tratti di *de-regulation*) con una *hard regulation.* Quest'ultima, operando in una realtà finanziaria sempre più fragile, detta nuove restrizioni e vincoli in un contesto in cui è stata ridisegnata l'architettura istituzionale dei sistemi di vigilanza, con un accentramento delle funzioni a livello UE [27].

Tanti e vari sono i poteri di *hard regulation*, tali da incidere profondamente anche sul diritto societario, come nel caso del potere della Banca d'Italia di rimozione degli esponenti aziendali di banche e intermediari quando la loro permanenza in carica sia ritenuta di pregiudizio alla sana e prudente gestione [28]; oppure nel caso del potere dell'ESMA (*European Securities and Markets*

---

[26] Così A. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*; ma cfr. anche S. PELLIZZARI, *La regolazione globale del mercato assicurativo: la International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, entrambi in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007, rispettivamente p. 77 ss. e p. 173 ss.; nonché M. DE BELLIS, *Gli standard globali per i servizi finanziari: concorrenza e reciproco rafforzamento tra diversi modelli di amministrazione globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, p. 153 ss.; in senso fortemente critico cfr. G. ROSSI, *Un'autorità sovranazionale per i mercati finanziari?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 188; sull'ideologia alla base del precedente modello di regolazione cfr., da ultimo, M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo finanziario*, Bologna, 2016.

[27] La dottrina si è particolarmente concentrata su questo cambio di paradigma, che lambisce il tema qui oggetto di riflessione; cfr., in argomento, D.W. ARNER-M.W. TAYLOR, *The Global Financial Crisis and the Financial Stability Board: Hardening the Soft Law of Intarnational Financial Regulation?*, in *Univ. of New South Wales Law Jorn.*, 2009, p. 488 ss.; E. FERRAN e K. ALEXANDER, *Can soft law bodies be effective? The special case of the European Systemic Risk Board*, in *Eur. Law Rev.*, 2010, p. 35 ss.; F. CAPRIGLIONE-A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'Ue dopo la crisi*, Utet Giuridica, Torino, 2014, spec. p. 121 ss.; S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, p. 79 ss.; I. VISCO, *Perché i tempi stanno cambiando*, Il Mulino, Bologna, 2015, spec. p. 47 ss.; T.S. UMLAUFT, *Regulators'Irrational Rationality and Bankers'Rational Irrationality: Too big to fail, self-regulation. Moral hazard and the Global financial crisis, 2007-2009,* in https://*ssrn.com*; A. CANEPA, *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico-finanziaria*, in *Rivista Aic*, 2015; ID., *Il difficile equilibrio fra concorrenza e aiuti di Stato nella crisi: ruolo e scelte della Commissione nel settore bancario*, in *www.amministrazioneincammino.it*.; M. SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in *www.nomosleattualitaneldiritto.it.*

[28] Cfr. l'art. 53-*bis*, comma 1, lett. *e*, del TUB, come introdotto dall'art. 1, comma 20, d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, attuativo della direttiva 2013/36/UE, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, per quanto concerne l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento; nonché l'art. 69-*vicies-semel* del TUB, inserito dall'art. 1, comma 13, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, in attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio

Authority) di vietare lo *short selling*, fissando così limiti strutturali all'operatività degli intermediari, potere che è stato da ultimo ritenuto legittimo della Corte di giustizia [29].

La combinazione di *hard* e *soft regulation* non deve sorprendere. Su un piano generale, molteplici tipi di relazione possono sussistere tra *hard law* e *soft law* e, conseguentemente, tra *hard regulation* e *soft regulation*: di alternatività, di complementarietà e di antagonismo [30].

La scelta attualmente compiuta nel settore dei mercati finanziari è stata nel senso della complementarietà, con una contemporanea necessaria presenza di misure *hard* e *soft*, che si combinano e talvolta si mescolano tra loro. Del resto, come si è già sopra sottolineato, esistono anche forme d'integrazione tra *self regulation* e *soft regulation*, il cui esito ultimo è la creazione di un sistema misto o, meglio, ibrido.

Ma mentre la regolazione leggera, di stampo britannico, ha assunto un connotato negativo durante le ultime crisi, ora però si corre il rischio che l'eccessivo ricorso a troppe tecniche regolatorie conduca a una regolamentazione eccessiva (*overregulation*) [31].

Tra l'altro, ulteriore fattore di frantumazione e confusione è dato dal fatto che strumenti tipicamente *hard* di provenienza europea possono non produrre convergenza come invece reputato desiderabile. Essi infatti vengono talvolta recepiti internamente dai diversi Stati membri mediante modalità tra loro assai poco coordinate. Ad esempio la direttiva c.d. sul *bail-in* [32] è stata recepita a livello nazionale in maniera molto diversa, cercando ogni singolo Paese di creare le condizioni per tutelare alcune specifiche tipologie d'investitori. Effetto collaterale di tale condotta è la determinazione di c.d. arbitraggi regolatori, dal momento che la disciplina nazionale diviene un elemento di attrazione o di dissuasione per lo stabilimento di imprese, per gli investimenti finanziari, nonché per la stessa appetibilità del mercato nazionale [33].

Sta di fatto che, per quanto qui rileva, la *soft regulation* nei mercati finanziari continua a mantenere una sua centralità, anzi in concreto lo strumentario

---

2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE), n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio. Su queste pervasive misure cfr. I. VISCO, *Banche, crisi e comportamenti. Lezione "Giorgio Ambrosoli"*, in *www.astrid-online.it.*

[29] Cfr. Regolamento n. 236/2012/Ue del 14 marzo 2012, in materia di vendite allo scoperto e di taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap),* sul quale si è pronunciata la Corte di Giustizia, Grande sez., 22 gennaio 2014, n. 270, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, p. 689 ss., con nota di M. DE BELLIS, Sulla questione cfr. anche L. TORCHIA, *Diritto ed economia fra Stati e mercati*, Editorile Scientifica, Napoli, 2016, p. 15-16.

[30] G.C. SHAFFER-M.A. POLLACK, *Hard vs. Soft Law: Alternatives, Complements, and Antagonists in International Governance*, in *Minn. L. Rev.*, 2010, p. 706 ss.; ritiene, invece, a monte, che non vi siano differenze significative tra *hard* e *soft law* P. CRAIG, *EU Administrative Law*, Oxford University Press,Oxford, 2006, p. 210 ss.

[31] Su questo profilo, che, pur di notevole interesse, qui non può essere affrontato, cfr. G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 48 ss.

[32] Si tratta della già menzionata direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che è stata recepita nel nostro ordinamento dai d. lgs. 16 novembre 2015, nn. 180 e 181, relativi alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori.

[33] Così P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., p. 33.

soft risulta preferibile proprio in ragione delle sue caratteristiche di elasticità, adattamento e rapidità. Infatti da sempre i mercati finanziari sono stati considerati allergici a una regolamentazione rigida fondata su comandi e controlli ("*rule-based*") per essere, di contro, terreno fertile di una disciplina "*process-oriented*" e il mutato contesto economico di riferimento ha solo attenuato ma non eliminato la prevalenza di un paradigma sull'altro. La regolazione flessibile meglio s'adatta alle mutevoli condizioni del mercato di riferimento e soddisfa più efficacemente il principio europeo di buona amministrazione, che privilegia il carattere efficace dell'azione pubblica più che la sua validità in termini di corrispondenza a un comando giuridico [34].

Non solo. La *soft regulation* mostra una vera e propria capacità espansiva, ben esemplificata dal fatto che il regolamento sul meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie (Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/201) prevede che l'EBA, di sua propria iniziativa, abbia il potere di occupare spazi non coperti dalla disciplina tradizionale grazie all'elaborazione di orientamenti e raccomandazioni, tipici atti di *soft regulation* [35].

Un'ultima precisazione conclusiva, riguardante, questa volta, la correlazione tra la nozione (più ampia) di regolazione e quella, in essa compresa, di regolamentazione. Mentre quest'ultima va intesa come potere di porre regole, di vario tipo, nella regolazione rientrano indirizzi, linee guida, regole di condotta, le correlate attività di vigilanza o controllo della *compliance* dei comportamenti alla *hard* o *soft regulation*, oltre che l'analisi della struttura e dell'efficienza dei soggetti regolatori. Sul punto il maggiore approfondimento si deve alla riflessione scientifica francese, la quale ha puntualizzato che le autorità di regolazione cumulano poteri «*de recommandation, de réglementation, d'autorisation, de contrôle, d'injonction, de sanction, voire de nomination*» e pertanto «*exerçant une mission globale de police administrative en ayant recours à une palette d'outils diversifiés relevant du "droit dur" (réglementation, autorisation, sanction) comme du "droit souple" (recommandation, coordination, prise de position, mise en garde...)*» [36].

4. Gli atti di soft *regulation*: a) come autolimiti all'esercizio del potere regolatorio puntuale; b) come produttivi di effetti diretti nella sfera giuridica altrui

A questo punto occorre dimostrare perché si ritenga la *soft regulation* uno strumentario di tipo *cripto-hard.* Infatti, la corrente rappresentazione della *soft*

[34] Sulla peculiarità dei mercati finanziari, che vivono con sofferenza una regolamentazione "*rule-based*", cfr. T. Padoa Schioppa, *Self vs. Public discipline in the Financial Field*, in *Regulating Finance*, March 2004, p. 41; C. Brummer, *Why Soft Law Dominates International Finance – And Not Trade*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, p. 623 ss.; il legame tra strumenti di *soft law* e principio di buona amministrazione è sviluppato da M.P. Chiti, *A Rigid Constitution for a Flexible Administration: New Forms of Governance*, in *Rev. eur. droit pub.*, 2004, p. 175 ss.; pp. 186-187; F. Giglioni, *Governare per differenza. Metodi europei di coordinamento*, 2012, ETS, Pisa, p. 182 ss.; con accenti fortemente critici sull'attuale assetto regolatorio cfr. B. Tonoletti, *Il mercato*, cit., p. 18 ss.

[35] Sul punto cfr. L. Torchia, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in *www.irpa.eu*.

[36] Conseil d'État, *Le juge administratif et les autorites de regulation economique*. *Les dossiers thématiques du Conseil d'État*, 2016, 1, p. 12-13.

law e della *soft regulation* quali misure prive di coercibilità in senso tradizionale, idonee però a produrre effetti pratici di tipo metagiuridico, non coglie appieno tutta la complessità del fenomeno.

È indubbio che i meccanismi del c.d. *naming*, *shaming*, *faming* funzionino con particolare efficacia proprio nei mercati finanziari dal momento che essi sono tradizionalmente retti dal fattore reputazionale e fiduciario [37]. Tuttavia l'esperienza concreta è più articolata e sfaccettata.

Si è soliti affermare che la *soft regulation* nei mercati finanziari aspiri a svolgere una funzione di certezza e d'uniformità interpretativa e applicativa. Le autorità europee di vigilanza emanano raccomandazioni, orientamenti o altri documenti riconducibili alla categoria della *soft regulation*, allo scopo espresso di «*istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci*» e «*per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione*» [38].

Però questa funzione assume declinazioni diverse, a seconda dei destinatari dei concreti atti di *soft regulation*. Destinatari possono essere sia gli stessi soggetti che hanno emanato l'atto di *soft regulation*, sia soggetti terzi, anche se, come si avrà modo di verificare, questa distinzione non è facile da stabilire in concreto, specie nei mercati finanziari.

a) Nel caso in cui vi sia coincidenza tra colui che detta e colui che applica la *soft regulation*, i relativi atti servono a: rafforzare l'*enforcement* dell'attività puntuale, consentire una maggiore coerenza e prevedibilità decisionale, rendere accettabili da parte dei destinatari le decisioni applicative e, non da ultimo, facilitare anche il controllo giurisdizionale, dotando il giudice di uno strumento utile per verificare il rispetto dei principi d'imparzialità e proporzionalità nel caso concreto.

In questa ipotesi l'atto con cui si concretizza la regolazione flessibile è configurabile come un atto di autolimitazione, che diviene vincolo per l'autorità che l'ha posto. Il regolatore circoscrive il suo potere discrezionale, con la conseguenza che l'inosservanza immotivata all'atto generale ridonda in vizio procedimentale dell'atto puntuale finale, per violazione di principi generali del diritto, quali la parità di trattamento, la certezza del diritto e la tutela del legittimo affidamento [39].

Quest'ultima, del resto, è la conclusione cui è giunta la giurisprudenza, con specifico riferimento ad atti generali di *soft law* adottati però non dalle autorità di vigilanza dei mercati finanziari, bensì dalle autorità di garanzia della concor-

---

[37] C. BRUMMER, *Why Soft Law Dominates International Finance,* cit., p. 623 ss.

[38] Per quanto riguarda l'EBA cfr., ad esempio, art. 16 del Regolamento 1093/2010. Si consideri poi che nei mercati regolati anche soggetti pubblici sovranazionali privi di un sostanziale potere decisionale emettono atti di *soft law*, come ad esempio l'Acer (Agenzia per la cooperazione tra i regolatori dell'energia), sede istituzionale per il raccordo strutturale e funzionale delle varie Autorità nazionali di regolazione, che elabora *report*, *benchmark*, linee guida; sul punto F. DI PORTO, *La collaborazione tra Autorità di regolazione nella governance dell'energia e delle comunicazioni elettroniche a livello comunitario: spunti per una comparazione*, in *www.amministrazioneincammino.it*; e, più in generale, L. AMMANNATI, *Governance e regolazione attraverso le reti*, in L. AMMANNATI-P. BILANCIA (a cura di), *Governance dell'economia e integrazione europea*, vol. II, *Governance multilivello regolazione e reti*, Giuffrè, Milano, 2008.

[39] In generale sul vincolo che gli atti di autolimitazione sono in grado di generare sull'attività amministrativa puntuale cfr., se si vuole, R. VILLATA-M. RAMAJOLI, *Il provvedimento amministrativo*, II ed., Giappichelli, Torino, 2017, p. 192 ss.; sul fatto, di converso, per cui «*la soft law può riguardare gli spazi di contorno della regola legale ma non può porsi in modo esuberante come diretta fonte del diritto*» cfr. Cons. Stato, Sez. VI, 25 marzo 2015, n. 1584, in materia di classificazione delle riviste scientifiche.

renza e del mercato. In particolare, a venire in rilievo sono state le Linee guida e gli Orientamenti della Commissione europea e dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato in materia sanzionatoria, adottati allo scopo d'illustrare in via preventiva e generale il modo in cui esse intendono valutare le condotte idonee a generare un impatto sulla concorrenza, assicurando trasparenza, prevedibilità e carattere obiettivo delle proprie decisioni puntuali [40].

Notevoli sono le assonanze che la questione del sindacato nei riguardi di questi atti di *soft regulation* presenta con la tradizionale giurisprudenza sulla sindacabilità delle circolari amministrative. Infatti anche le circolari hanno lo scopo di individuare per l'amministrazione pubblica la linea di condotta migliore da tenere nel futuro. Pertanto il discostarsi nel caso concreto dalle circolari è sintomo di una scelta discrezionale scorretta, salvo, anche in questo caso, un'adeguata esternazione delle ragioni che giustificano l'abbandono dei criteri generali indicati nella circolare stessa [41].

Un'ultima considerazione sugli effetti della particolare manifestazione di *soft regulation* che si estrinseca in atti generali e astratti produttivi di un autovincolo pubblicistico rilevante per la successiva attività puntuale: di essi è garantita l'invocabilità ma non la contestazione diretta. Infatti tali atti possono essere invocati in giudizio qualora decisioni puntuali e concrete se ne discostino immotivatamente, ma non possono però essere impugnati direttamente davanti ad un giudice, non essendo idonea la loro semplice presenza ad attivare il meccanismo del controllo giurisdizionale. Conclusione questa che è del tutto coerente con la premessa in base alla quale tali atti non incidono direttamente nella sfera giuridica altrui, per cui questa particolare tipologia di atti generali di *soft regulation* risulta sindacabile, in sede amministrativa e giustiziale, solo una volta che abbiamo ricevuto successiva applicazione in virtù di un provvedimento singolare [42].

---

[40] Sulla complessiva tematica si rinvia a F. GHEZZI-G.D. PINI, *Le nuove linee guida dell'Autorità garante della concorrenza sulla quantificazione delle sanzioni antitrust: maneggiare con cautela*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1196 ss., che osservano altresì come l'Autorità antitrust nazionale sia stata a lungo restia a fornire indicazioni di carattere generale al mercato sotto forma di comunicazioni, linee guida o avvisi, «*sulla base dell'argomentazione, forse con qualche fondamento sul piano giuridico, ma certo meno accettabile sul piano sostanziale, secondo la quale l'Autorità garante avrebbe natura di autorità di quasi aggiudicazione, e in quanto tale sarebbe priva del potere di regolazione e intervento attivo sul mercato*» (*op.cit.*, nt. 10). Gli atti di *soft law* cui si allude nel testo sono COMMISSIONE, *Orientamenti per il calcolo delle ammende inflitte in applicazione dell'articolo 23, paragrafo 2, lettera a, del Regolamento (CE) n. 1/2003*; AGCM, *Linee Guida sulla modalità di applicazione dei criteri di quantificazione delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dall'Autorità in applicazione dell'articolo 15, comma 1, della legge n. 287/90*, pubblicate a seguito della del. 22 ottobre 2014 e disponibili all'indirizzo *www.agcm.it/concorrenza-intesa-e-abusi/linee-guida-sanzioni.html*.

[41] In dottrina, per tutti, F. CAMMEO, *La violazione delle circolari come vizio di eccesso di potere*, in *Giur. it.*, 1912, III, p. 107 ss.; per la giurisprudenza in materia si rinvia a R. VILLATA e M. RAMAJOLI, *Il provvedimento amministrativo*, cit., p. 498 ss.; da osservare poi che per configurare un eccesso di potere occorre che la circolare sia legittima, altrimenti l'amministrazione non può dirsi vincolata ad essa (con particolare chiarezza Cons. Stato, Sez. IV, 29 gennaio 1998, n. 112).

[42] Analogamente a quanto si verifica per ogni atto di *soft law*, come ben ha precisato la dottrina francese; sul punto cfr. D. COSTA, *La normatività graduata in diritto amministrativo francese: le linee direttrici*, in ASSOCIAZIONE ITALIANA PROFESSORI DI DIRITTO AMMINISTRATIVO, *Annuario 2015. Le fonti del diritto amministrativo*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2016, p. 187 ss., spec. pp. 191-192; ma si veda anche il rapporto del CONSEIL D'ÉTAT, *Le droit souple*, 2013, nonché M. MAZZAMUTO, *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in ASSOCIAZIONE ITALIANA PROFESSORI DI DIRITTO AMMINISTRATIVO, *Annuario 2015. Le fonti del diritto amministrativo*, cit., p. 193 ss., spec. p. 235 ss.

Con una precisazione che s'impone – oggetto d'analisi alla lettera successiva del presente paragrafo –, e cioè che la linea di confine tra atti di *soft regulation* fonte di auto-vincolo e atti di *soft regulation* è di facile trapasso [43].

b) Altamente problematica risulta l'ipotesi in cui l'atto di *soft regulation* non generi essenzialmente un auto-vincolo per il regolatore, bensì si rivolga a un soggetto terzo, producendo un effetto diretto nella sfera giuridica soggettiva di quest'ultimo. Terzo non necessariamente è il soggetto regolato, ossia un'istituzione finanziaria. Nel caso di un atto europeo di *soft regulation* terzo può essere pure un soggetto pubblico operante a livello nazionale, come i Parlamenti degli Stati membri oppure le autorità nazionali di regolazione e di vigilanza.

Questa potenziale pluralità di destinatari degli atti in questione si spiega in considerazione del fatto che nel settore finanziario molteplici sono i *livelli di governance*, a causa dell'inevitabile dimensione sovranazionale del relativo mercato. Di conseguenza tanti sono i soggetti istituzionali coinvolti nella regolazione, che ha un sicuro vertice europeo al quale la regolazione nazionale si deve adeguare [44].

Emerge così come la *soft regulation*, e, ancora prima, la *soft law* siano anche mezzi di gestione e coordinamento di rapporti tra pubblici poteri. In altri termini, le regole soffici si collocano a metà strada tra il sistema delle fonti del diritto e la *governance* istituzionale [45].

La finalità assolta dalla regolazione flessibile è dunque quella di assicurare un progressivo riavvicinamento fra le normative nazionali di settore e di impedire il rischio dei già evidenziati arbitraggi regolamentari. In questa logica campo privilegiato della manifestazione del fenomeno sono le materie che non formano oggetto di armonizzazione a livello UE oppure per le quali sono previste unicamente forme di armonizzazione minima.

Conseguentemente la *soft regulation* soddisfa un'esigenza non solo d'uniformità, ma anche di flessibilità e adattabilità della disciplina regolatoria alle diverse condizioni politiche, economico, sociali e normative degli Stati membri, incoraggiando convergenze che non possono passare attraverso un'armonizzazione dettagliata [46].

---

[43] Sulla più generale questione dell'impugnabilità degli atti amministrativi generali cfr. M. RAMAJOLI e B. TONOLETTI, *Qualificazione e regime giuridico degli atti amministrativi generali*, in *Dir. amm.*, 2013, p. 53 ss.

[44] Sulle particolari esigenze regolatorie imposte della globalizzazione dei mercati finanziari cfr. G. NAPOLITANO, *La scala ottimale della regolazione*, in F. BRESCIA, L. TORCHIA e A. ZOPPINI (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2012, p. 79 ss.; ID. (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Il Mulino, Bologna, 2012; sulla complessità dell'assetto organizzatorio già prima delle riforme di questo ultimo periodo cfr. M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2012, spec. p. 2-142.

[45] Sul tema, che qui non può essere approfondito e che si sviluppa formalmente a partire dalla *Comunicazione* della COMMISSIONE EUROPEA, 25 luglio 2001, COM (2001) 428 def., *La Governance europea – Un libro bianco*, trovando poi suggello nel Metodo aperto di coordinamento (MAC), si rinvia a K. JACOBBSON, *Soft Regulation and the Subtle Tranformation of States: The Case of EU Employment Policy*, in *Journal of European Social Policy*, 2004, p. 355 ss.; S. DEL GATTO, *Il metodo aperto di coordinamento. Amministrazioni nazionali e amministrazione europea*, Jovene, Napoli, 2012; F. CORTESE, *Il coordinamento amministrativo. Dinamiche e interpretazioni*, Franco Angeli, Milano, 2012, spec. p. 107 ss.; F. GIGLIONI, *Governare per differenza*, cit., spec. p. 52 ss.

[46] Ad esempio, la convergenza delle politiche economiche è perseguita attraverso il procedimento di coordinamento rimesso alla cooperazione tra Commissione europea e pubbliche amministrazione degli Stati membri, basata sull'adozione di atti d'indirizzo europeo conformativi

Si pensi, ad esempio, alle linee guida, regolamenti, orientamenti o istruzioni emanati dalla BCE, nella sua qualità di responsabile del funzionamento complessivo del Meccanismo unico, che sono indirizzate alle Banche centrali nazionali relativamente alla vigilanza sulle banche meno significative, oppure agli atti di *soft law* emanati dall'ESMA vuoi nei riguardi delle competenti autorità nazionali vuoi dei partecipanti al mercato finanziario intesi a produrre un effetto di standardizzazione sovranazionale del sistema [47].

In questi casi la *soft regulation* assolve una funzione d'indirizzo, a fini di coordinamento, nei confronti dei regolatori nazionali e una funzione pedagogico-orientativa nei confronti dei regolati, presentando al contempo l'indubbio vantaggio di garantire quella flessibilità e rapidità necessarie nei mercati finanziari caratterizzati da un'evoluzione costante [48].

Resta però da stabilire se ed eventualmente quali vincoli scaturiscano dai tali particolari atti di *soft regulation* e se ed eventualmente quali strumenti di tutela nei loro riguardi siano previsti dall'ordinamento a garanzia dei terzi destinatari.

Anzitutto, anche se per definizione l'atto di *soft regulation* è privo di coercibilità in senso tradizionale, esso tuttavia può talvolta divenire formalmente vincolante. Ciò in virtù di quel fenomeno di trasformazione (già evidenziato in relazione al contiguo fenomeno della *self regulation*) per cui l'*hard law* evolve nella direzione auspicata dagli atti di *soft law*, che vengono assorbiti in esso.

Ad esempio, le regole fissate dal Comitato di Basilea in tema di vigilanza prudenziale sono state poi riprodotte dalle Direttive e dai Regolamenti adottati in materia dall'Unione europea, oppure, scendendo dal livello sovranazionale a quello interno, i Regolamenti delle autorità nazionali di vigilanza spesso hanno incorporato contenuti di loro antecedenti Comunicazioni, come avvenuto con il Regolamento emittenti della Consob [49].

---

di atti nazionali; in tema cfr. S. DEL GATTO, *Il metodo aperto di coordinamento*, cit., p. 35 ss.; F. GIGLIONI, *Governare per differenza*, cit., p. 70 ss., p. 170 ss., che osserva come il quadro disciplinare fondato sugli atti di *soft law* trovi ora riconoscimento formale nel TFUE, i cui artt. 5 e 6 aggiungono rispettivamente alle competenze esclusive e concorrenti dell'UE le competenze di coordinamento in materie economiche, occupazionali e sociali e quelle idonee a «*svolgere azioni intese a sostenere, coordinare o completare l'azione degli Stati membri*».

[47] M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies'Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht L. Rev.*, 2014, p. 116 ss.; sulle regole procedimentali che tali soggetti sono tenuti ad osservare nell'adozione degli atti regolatori cfr. E. CHITI, *European Agencies Rule-making. Powers, Procedures and Assessment*, in *Eur. L. Journal*, 2013, p. 102 ss.

[48] Sulla capacità della *soft law* di produrre certezza del diritto e di alimentare le legittime aspettative degli attori del mercato cfr. Z. GEORGIEVA, *Soft Law in EU Competition Law and its Judicial Reception in Member States: A Theoretical Perspective*, in *Germ. Law Journal*, 2015, p. 223 ss., spec. p. 229 ss.

[49] Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e più volte – forse troppe – modificato (con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006, n. 15915 del 3 maggio 2007, n. 15960 del 30 maggio 2007, n. 16515 del 18 giugno 2008, n. 16709 del 27 novembre 2008, n. 16840 del 19 marzo 2009, n. 16850 del 1° aprile 2009, n. 16893 del 14 maggio 2009, n. 17002 del 17 agosto 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010, n. 17326 del 13 maggio 2010, n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 17592 del 14 dicembre 2010, n. 17679 del 1° marzo 2011, n. 17730 del 31 marzo 2011, n. 17731 del 5 aprile 2011, n. 17919 del 9 settembre 2011, n. 18049 del 23 dicembre

In questa logica la *soft law* viene ad assolvere essenzialmente una funzione preparatoria alla creazione di una *hard law* e il suo successivo indurimento risolve alla radice il problema di giustiziabilità, dal momento che avverso atti che sono tipicamente di *hard law* (come le Direttive o i Regolamenti) valgono i consueti strumenti tradizionali di tutela giurisdizionale.

Diverso il caso degli atti di *soft regulation* che non subiscono questo processo di mutazione e che pertanto rimangono nell'alveo della regolazione flessibile. Si è qui di fronte ad atti non formalmente vincolanti ma nondimeno sostanzialmente incisivi nella sfera altrui.

Tuttavia, dal punto di vista procedimentale, per l'emanazione di questi atti non è obbligatoria la consultazione dei regolati, né è prevista l'AIR (analisi d'impatto della regolazione); mentre dal punto di vista processuale, contro tali atti non esistono certe garanzie d'impugnabilità. Viene qui in rilievo il profilo maggiormente critico della *soft regulation*, ma l'approfondimento scientifico sul punto è ancora agli albori, nonostante l'indubbia importanza pratica della questione.

Il problema a monte sta nello stabilire quanto un concreto atto di *soft regulation* si rivolga esclusivamente al regolatore che lo ha emanato, al fine di annunciare come esso intenda fare uso in talune situazioni del suo potere regolatorio puntuale, e quanto invece produca effetti vincolanti verso i terzi.

Un esempio recente è particolarmente rappresentativo, visto che mostra in concreto come non sia agevole determinare quali siano gli effetti degli atti di *soft regulation* e quale possa essere la tutela giurisdizionale da attivare.

Prima dell'emanazione della già menzionata direttiva europea BRRD del 2014 sulla risoluzione delle crisi bancarie, introduttiva del *bail-in* per ripristinare la sostenibilità economica delle banche (direttiva 2014/59/UE), la Commissione europea aveva adottato una Comunicazione allo scopo di fornire orientamenti sui criteri da applicare per valutare se gli aiuti di Stato concessi alle banche durante la crisi fossero da reputare compatibili con il mercato interno [50].

In seguito la Slovenia aveva emanato una legge sul settore bancario al fine di ottemperare al contenuto della Comunicazione, nel tacito presupposto che quest'ultima fosse vincolante per gli Stati membri. Sulla base di questa legge la Banca centrale slovena aveva poi adottato misure straordinarie per la ricapitalizzazione, il salvataggio e la liquidazione di cinque banche slovene e la Commissione aveva successivamente autorizzato la concessione di aiuti di Stato alle banche in questione. Alla luce di questi accadimenti alcune persone fisiche e il difensore civico hanno elevano questione di legittimità costituzionale della legge nazionale davanti alla Corte costituzionale slovena, la quale, sospeso il procedimento, ha sottoposto alla Corte di giustizia alcune questioni pregiudiziali. Tra le tante questioni di legittimità costituzionale sollevate assume qui rilevanza quella relativa alla natura e agli effetti – vincolanti o meno – della Comunicazione della Commissione nei confronti degli Stati membri, al fine eventualmente di effettuare un sindacato della sua compatibilità con i principi costituzionali interni, sulla base delle note teorie in tema di controlimiti.

2011, n. 18079 del 20 gennaio 2012, n. 18098 dell'8 febbraio 2012, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 18214 del 9 maggio 2012, n. 18470 del 20 febbraio 2013, n. 18523 del 10 aprile 2013, n. 18612 del 17 luglio 2013, n. 18671 dell'8 ottobre 2013, n. 19084 del 19 dicembre 2014, n. 19094 dell'8 gennaio 2015, n. 19430 del 29 ottobre 2015, n. 19446 del 25 novembre 2015, n. 19548 del 17 marzo 2016, n. 19614 del 26 maggio 2016 e n. 19770 del 26 ottobre 2016).

[50] COMMISSIONE, Comunicazione relativa all'applicazione dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (c.d. Comunicazione sul settore bancario). Si tratta della settima comunicazione adottata dall'inizio della crisi finanziaria.

Da ultimo la Corte di giustizia ha precisato che la Comunicazione sul settore bancario non produce un effetto vincolante diretto nei confronti degli Stati membri, ma ha «*un effetto circoscritto all'autolimitazione della Commissione nell'esercizio del proprio potere discrezionale*» [51].

Tuttavia è indubbio che l'atto sovranazionale di regolazione flessibile in questione produca un preciso vincolo conformativo in capo agli Stati membri, essendo solo apparentemente *soft*. Anzitutto, dal punto di vista letterale, la Comunicazione adotta un linguaggio *hard*, nel senso di chiaramente prescrittivo e non meramente facoltizzante. Infatti, afferma perentoriamente il punto 2 della Comunicazione che la stessa «*stabilisce le condizioni per l'accesso agli aiuti di Stato e i requisiti da soddisfare in modo che tali aiuti possano essere considerati compatibili con il mercato interno*». Dal punto di vista politico poi, dal momento che la Commissione è titolare del potere di decidere di autorizzare o meno i progetti di aiuto di Stato che gli Stati membri devono notificare, «*non è facile per uno Stato membro convincere la Commissione del fatto che, a causa delle particolari caratteristiche di un caso, uno dei principi di base stabiliti dalla Comunicazione (ad es., quello della condivisione degli oneri) non si debba applicare*», tenendo altresì presente che il fattore temporale gioca in queste circostanze un ruolo non indifferente nel disporre l'aiuto pianificato [52].

Ma allora se la *soft regulation* produce effetti *cripto hard*, anche il sindacato deve essere quello classico *hard* e cioè un sindacato diretto nei confronti della misura in questione. Del resto, proprio nel caso di specie la Corte di giustizia ha avvallato, sia pure implicitamente, questa tesi: essa, pur ritenendo che la Comunicazione non abbia effetti vincolanti e quindi non rientri tra gli atti nei confronti dei quali può attivare un controllo di legittimità ai sensi dell'art. 263 TFUE, non si è sottratta a sindacarla, verificando in concreto se la Comunicazione non avesse violato principi generali dell'ordinamento giuridico, quali il principio di proporzionalità (con particolare riguardo al sacrificio dei creditori), il principio di tutela del legittimo affidamento e il diritto di proprietà [53].

Parimenti, si deve ritenere che anche il giudice nazionale, chiamato a deci-

---

[51] «*Se uno Stato membro notifica alla Commissione un progetto di aiuto di Stato che è conforme a dette norme, quest'ultima, in linea di principio, deve autorizzare tale progetto. Dall'altro lato, gli Stati membri conservano la facoltà di notificare alla Commissione progetti di aiuto di Stato che non soddisfano i criteri previsti da detta comunicazione e la Commissione può autorizzare progetti siffatti in circostante eccezionali. Ne consegue che la comunicazione sul settore bancario non è idonea a creare obblighi autonomi in capo agli Stati membri, ma si limita a stabilire condizioni che mirano a garantire la compatibilità con il mercato interno di aiuti di Stato accordati alle banche nel contesto della crisi finanziaria, di cui la Commissione deve tener conto nell'esercizio dell'ampio margine di discrezionalità di cui essa dispone ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b, TFUE*»; così Corte di Giustizia, Grande sez., 19 luglio 2016, C-526/14, Kotnik e altri, punti 43-44.

[52] *Conclusioni dell'Avvocato generale Nils Wahl*, presentate il 18 febbraio 2016, punto 42, osservando successivamente che «*si può anche supporre ... che un governo possa non essere sempre pronto a correre il rischio di notificare alla Commissione misure di aiuto non completamente in linea con le disposizioni della comunicazione ... in talune circostanze, un'approvazione agevole e rapida dell'aiuto notificato possa essere di particolare importanza per un governo*» (punto 43).

[53] In particolare la Corte di giustizia ha osservato conclusivamente che «*il principio della tutela del legittimo affidamento e il diritto di proprietà devono essere interpretati nel senso che non ostano ai punti da 40 a 46 della comunicazione sul settore bancario in quanto detti punti prevedono una condizione di condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei detentori di titoli subordinati ai fini dell'autorizzazione di un aiuto di Stato*» e che la Comunicazione dev'essere interpretata nel senso che «*le misure di conversione o svalutazione del capitale ibrido e dei debiti subordinati ... previste ... non devono andare oltre quanto è necessario per superare la carenza di capitale della banca interessata*».

dere di vicende in cui venga in rilievo un atto di *soft regulation* idoneo ad incidere direttamente nella sfera giuridica altrui, si debba spingere a vagliare la conformità del suo contenuto ai principi generali del diritto e ad esaminarne la legittimità, beninteso sempre tenendo conto della particolare natura e delle caratteristiche dell'atto stesso, nonché del potere d'apprezzamento di cui dispone il regolatore.

Così ha fatto il giudice francese, che di recente ha respinto l'eccezione di non ricevibilità del ricorso proposto da una società finanziaria avverso alcune *Communiqués* dell'*Autorité des marchés financiers,* destinate a mettere in guardia gli investitori contro le condizioni alle quali erano stati commercializzati determinati prodotti finanziari, rivolgendo così raccomandazioni di vigilanza.

Il *Conseil d'État* ha infatti riconosciuto che questi atti di *soft regulation* sono in grado di produrre effetti rimarchevoli, specialmente di natura economica («*ils sont de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique*»), avendo determinato come conseguenza una diminuzione brutale («*diminution brutale*») della sottoscrizione dei prodotti commerciali in questione, in quanto hanno influenzato in maniera significativa i comportamenti dei risparmiatori [54].

Quindi anche un comunicato stampa emesso dal regolatore è configurabile come atto direttamente impugnabile davanti al giudice amministrativo, con una notevole estensione – a fini di garanzia – del perimetro di ciò che rientra tra gli atti amministrativi sindacabili. Del resto, tutta la storia del provvedimento amministrativo sta a dimostrare che la qualificazione provvedimentale di atti dagli incerti confini consente di sottoporre questi ultimi al controllo giurisdizionale pubblicistico, soddisfacendo in questa maniera le istanze dei privati, siano essi destinatari degli atti in questione oppure soggetti terzi [55].

Se invece venisse a mancare quel fondamentale presidio di garanzia dato dalla giustiziabilità degli atti, la *soft regulation*, che nasce per soddisfare indubbi interessi di carattere generale, diverrebbe invece un *escamotage* difficilmente conciliabile con i valori di fondo del nostro sistema [56].

---

[54] *Conseil d'État*, 21 marzo 2016, *Société Fairvesta International GMBH et autres*, nos 368082, 368083, 368084, in *www.conseil-etat.fr*. Nel nostro ordinamento si è profilata invece la questione della mancata giustiziabilità della raccomandazione dell'EBA del dicembre 2011, volta a un rafforzamento della posizione patrimoniale delle banche mediante l'innalzamento della riserva di capitale bancario allo scopo di rassicurare i mercati finanziari. L'atto era idoneo a produrre il vincolo proprio di un'autentica decisione, ma il *nomen* di raccomandazione ha impedito il ricorso presso la Commissione di ricorso delle autorità di vigilanza europee, prevista agli artt. 58 ss del relativo regolamento (si veda l'audizione dell'allora presidente dell'ABI presso la VI Commissione (Finanze e Tesoro) del Senato dell'8 febbraio 2012, pubblicata in *Bancaria*, 2012, n. 2, p. 2 ss.). Su questa vicenda cfr. M. SIMONCINI, *Nuovi regolatori,* cit., nt. 33; G. CERRINA FERONI, *Verso il Meccanismo Unico di Vigilanza sulle Banche. Ruolo e prospettive dell'European Banking Authority (EBA)*, in *www.federalismi.it*.; sul tema dei meccanismi di riesame amministrativo cfr. P. CHIRULLI e L. DE LUCIA, *Tutela dei diritti e specializzazione nel diritto amministrativo europeo. Le commissioni di ricorso delle agenzie europee*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.,* 2015, p. 1305 ss.; M. CLARICH, *Il riesame amministrativo delle decisioni della Banca Centrale europea*, *ivi*, 2015, p. 1513 ss.

[55] Per rimanere nell'ambito del diritto dell'economia, si pensi alla parabola qualificatoria delle sovvenzioni amministrative, sulla quale, se si vuole, cfr. R. VILLATA-M. RAMAJOLI, *Il provvedimento amministrativo*, cit., p. 3 ss.

[56] Infatti, se manca la legittimazione democratica dell'organo emanante, se manca la consultazione procedimentale obbligatoria, se manca il sindacato giurisdizionale diretto, allora non esiste alcun tipo di garanzia nei confronti della *soft regulation*. Si vedano a tal riguardo le forti critiche di R. BIN, *Soft law no law*, in A. SOMMA (a cura di), *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, cit., p. 31 ss.