



R. MICCÙ- D. SICLARI, *Advanced Law for Economics. Selected Essays*, Torino, Giappichelli, 2014, pp. 270.\*

Il volume oggetto della recensione costituisce il primo numero della collana “*Regulating Prometheus. Diritto pubblico e Diritto dell’economia europeo e transnazionale*” edita da Giappichelli e diretta da Roberto Miccù ed è una raccolta esauriente di contributi, interamente redatti in lingua inglese, su tematiche di interesse attuale involgenti il diritto pubblico dell’economia. L’analisi viene sviluppata su due livelli: un primo dedicato agli aspetti fondamentali del rapporto tra Stato, mercato ed operatori economici; un secondo volto a sottoporre all’attenzione del lettore alcune specifiche problematiche relative ai settori bancario, societario e finanziario. Tale opera, sin dalla *Presentazione*, in considerazione della sottile e persistente connessione logica che lega la distribuzione dei saggi nelle due macrosezioni, appare estremamente utile alla comprensione dei molteplici fenomeni oggetto dei singoli contributi la cui definizione, mai come ora, appare di cruciale importanza tanto per l’analisi e lo studio dei sistemi economici nazionali, quanto soprattutto per l’identificazione del nuovo ruolo assunto dalle entità statali, sempre più incluse in contesti economici sovranazionali e globali capaci di vincolare o condizionare l’assetto stesso degli ordinamenti giuridici interni con riferimento alla forma di Stato e di governo.

La struttura del volume si compone di due parti: nella prima, intitolata *Economic Public Law*, sono raccolti cinque saggi: *Paradigm Shift or Paradigm Lost? Economic Constitutionalism at the Turn of the Century*, di R. Miccù; *Public and Private Enforcement and Regulatory Objectives Pursued by the Public Enforcer*, di G. Amato; *Public Enterprises in Italian Legal Order*, di S. Ruscica; *Re-assessing a New Model of "Parliamentary Appointing Power"? Brief Remarks on the Evolution of the Relationship between Parliament and Independent Administrative Authorities in Italy*, di P. Gambale; *Appointment of Heads of Authorities and Access to Legal Protection*, di D. Bolognino.

\* Contributo sottoposto a *peer review*.

Nella seconda parte, recante il titolo *Banking and Financial Law*, sono riportati ulteriori sette testi: *The Financial Supervisory Authority in Germany*, di M. Poto; *Banking Corporate Governance and non Executive Directors in Italian Law*, di D. Siclari; *International Anti-Money Laundering Policies and the Protection of Financial Integrity*, di P. Fratangelo; *Composition with Creditors and Debt Restructuring Arrangements*, di A. Zaccagna; *Deposit Guarantee Schemes and Depositor Preference: Implications in Light of the Upcoming Reforms at an EU Level*, di M. De Cesare, F. Pluchino, R. De Lisa; *Islamic Finance Regulation Profiles*, di M. Miraglia; *Private Equity Instruments to Foster the Italian Entrepreneurial Ecosystem*, di F. Notari.

Il saggio d'apertura di Roberto Miccù, *Paradigm Shift or Paradigm Lost? Economic Constitutionalism at the Turn of the Century*, merita di essere segnalato non solo per la ricchezza di spunti di riflessione offerti sulle dinamiche attuali del rapporto tra Stato e mercato, ma anche per la puntuale e completa ricostruzione degli scenari del più generale intervento pubblico in economia, dalla nozione di costituzione economica ordoliberalista alla descrizione dell'interdipendenza esistente tra il sistema giuridico, politico, economico e sociale, per concludersi con una dettagliata analisi sull'inquadramento dell'attività di regolazione svolta dalle Autorità amministrative indipendenti alla luce del dettato costituzionale dell'articolo 41 Cost..

Più in dettaglio, l'Autore concentra la propria attenzione sul ruolo fondamentale svolto dal Trattato di Maastricht, definito come “spartiacque storico, dottrinale, giuridico e positivo”, ricordando come, prima di questo, il dibattito della dottrina italiana fosse incentrato in modo prevalente sul problema della compatibilità tra la disciplina costituzionale in materia economica e la costituzione economica europea. Dunque, fino a quel momento vi era stato un rapporto di successo tra la progettazione delle Comunità Europee per l'integrazione del mercato e l'attuazione, da parte degli ordinamenti statali, delle disposizioni costituzionali in materia di diritti sociali attraverso interventi pubblici e attività di pianificazione economica, in un'ottica di divisione del lavoro in cui gli Stati erano chiamati ad autogestire il benessere nazionale incentivato dalla diffusione della ricchezza prodotta dai mercati aperti e dalla concorrenza del mercato comune europeo (S. Giubboni, *Diritti sociali e Mercato. La dimensione sociale dell'integrazione europea*. Bologna, 2002, pp. 17 ss). Dopo Maastricht, invece, a seguito della predeterminazione nel trattato di rigidi vincoli di bilancio e stringenti compatibilità macroeconomiche, l'equilibrio socio-economico fino ad allora definito dagli interventi statali, subisce una rilevante destabilizzazione.

Proprio alla luce del suddetto trattato, secondo l'A., vanno letti i paradigmi dello Stato regolatore e della Costituzione economica i quali si riferiscono ad un elemento di discontinuità nella tradizione scientifica del diritto pubblico dell'economia dovuto al confronto con l'inedita realtà della costituzione economica europea ed alla perdita di connessione tra legge e territorio dello Stato, provocata dall'apertura dei mercati e dalla trasformazione derivante dalla globalizzazione del diritto. Tuttavia tale processo di

trasformazione non va inteso in modo lineare o come mera successione diacronica di un paradigma all'altro (quale parrebbe tra Stato interventore e Stato regolatore), giacché l'intensità e l'entità dell'intervento pubblico in economia tendono a dipendere in misura maggiore da dinamiche cicliche a lungo termine correlate ad eventi storici ricorrenti. Sulla base di tale cornice il processo d'integrazione europea ha portato, usando le parole dell'autore, "ad una consacrazione lenta del mercato come una vera e propria istituzione".

Miccù prosegue la trattazione soffermandosi sulla riapertura della disputa, in seno alla comunità giuspubblicistica italiana, in ordine alla garanzia costituzionale delle forme di concorrenza *nel e per il* mercato, in particolare sulla distinzione tra la regolazione di un'autorità indipendente e la gestione economica diretta, evidenziando come il passaggio ad un modello di Stato regolatore segni la crisi del diritto e del governo pubblico dell'economia, in quanto l'intervento pubblico non è più diretto a predeterminare il risultato dell'intero sistema economico mediante il controllo delle sue leve fondamentali, né viene gestito dagli organi politici centrali, bensì risulta limitato alla correzione degli errori specifici dei singoli mercati attraverso la predisposizione di un impianto di regole affidato ad Autorità indipendenti (G. Napolitano, *Dal diritto pubblico dell'economia all'economia del diritto pubblico*, in AA.VV., *Il diritto amministrativo oltre i confini*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 220).

Approfondendo tale dibattito l'A. riesce ad innestarvi abilmente il confronto, d'indiscutibile interesse per il costituzionalista, tra le due posizioni dottrinali preminenti riguardo la compatibilità del nuovo assetto dei rapporti tra Stato ed economia rispetto all'articolo 41 Cost.: una prima lettura diretta ad interpretare il transito dalla gestione economica diretta alla regolazione da parte delle autorità indipendenti come naturale evoluzione del sistema giuridico ed istituzionale reso possibile dallo stesso tenore dell'articolo 41 Cost. (qualora venisse interpretato in chiave più liberale), identificando l'intervento statale come mera possibilità; una seconda lettura, deputata a rinvenire in tale passaggio gli elementi tipici di un'abrogazione tacita del terzo comma dell'articolo 41, integrante una vera e propria frattura nel sistema giuridico e istituzionale, in considerazione di una lettura delle disposizioni costituzionali che, nel succitato comma terzo, ritrova la stigmatizzazione di un modello economico interventista.

Per analizzare e dirimere l'interrogativo Miccù, precisa che il punto di partenza indefettibile per una riflessione a tal riguardo non può che trovarsi nelle norme della Costituzione economica. A riguardo afferma che, qualora i Costituenti avessero cristallizzato nell'articolo 41 Cost. la preferenza per un particolare modello economico, tale scelta avrebbe inevitabilmente cozzato sia con la pluralità di interessi assunti dalla Carta come valori fondamentali, sia con la sua natura di compromesso.

Invero, l'individuazione del ruolo dello Stato nell'economia rappresenta il risultato dell'interazione del giudizio di valore non economico espresso da cittadini, consumatori ed imprese con il sistema dei rapporti di potere all'interno del settore pubblico.

Da ciò consegue inevitabilmente che l'omissione di una qualsivoglia preferenza, per una data modalità di intervento pubblico nel sistema economico, è ispirata alla piena comprensione del delicato ruolo della disciplina dell'economia che, negli aspetti e nelle caratteristiche essenziali, "non può essere il risultato di una necessità storica e della prevalenza degli interessi individuali nella società" (R. Bifulco, *Costituzioni pluraliste e modelli economici*, in AA.VV. *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 518).

Questa neutralità va ovviamente valutata alla luce dell'esistenza di limiti impliciti reali, costituiti da quei fattori che determinano una data visione della società tale da giustificare una rilevante presenza dello Stato nell'economia (M. Ramajoli, *La regolazione amministrativa dell'economia e la pianificazione economica nell'interpretazione dell'art. 41 Cost.*, in *Dir. Amm.*, 2008, 1, pp. 121-162), senza dimenticare il rispetto delle libertà fondamentali contenute nella prima parte della Costituzione, che agiscono come restrizioni per il legislatore nel momento della scelta di un modello economico non rigidamente predeterminato.

Orbene, proprio la succitata connotazione neutrale, secondo l'Autore, rende il passaggio alla regolazione da parte delle Autorità indipendenti, non una lesione dell'ordine costituzionale, bensì un momento di evoluzione del rapporto tra diritto ed economia tradotto "in un adattamento strutturale del sistema giuridico ed istituzionale al sistema sociale ed economico" (L. Giani, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002, p.17).

Secondo Miccù detta ricostruzione assumerebbe piena coerenza anche considerando il ruolo delle Costituzioni, autentici documenti di mappatura, in ispecie concentrando l'attenzione sull'origine della nozione formale di costituzione economica, comparsa per la prima volta nell'esperienza pionieristica weimariana. Detto contesto è l'incubatrice in cui si svilupperà la dottrina costituzionale ordoliberal, le cui basi teoriche erano ispirate dai valori di un'economia sociale di mercato, in grado di conciliare le priorità dell'economia con un forte ed esteso sistema di condivisione del benessere. Nell'ordoliberalismo pertanto si assiste all'istituzione di un mercato in cui la competizione non sia falsata da posizioni di monopolio, ove lo Stato ha unicamente la responsabilità di adottare un sistema di regole la cui applicazione sia finalizzata a garantire la libera concorrenza, mantenendo centrale la dimensione sociale della vita economica.

Partendo dall'esperienza ordoliberal l'A. individua così due importanti nuclei di osservazione, ispirati dalla necessità di unificare il polo dello Stato con il polo sociale attraverso l'integrazione del sistema giuridico e dell'economia. Invero, nella stessa visione ordoliberal il mercato non è una condizione di funzionamento indipendente dal contesto

storico istituzionale, al contrario è posto al servizio della legge costituzionale e lo Stato dal suo canto non può limitarsi a correggerne i fallimenti, dovendo invece sostenerne il libero sviluppo, orientando di conseguenza le sue azioni al perseguimento del benessere sociale. Come ben sottolinea Miccù, dette considerazioni traggono conferma dal principio di interdipendenza, sulla base del quale ogni sistema di regolazione risulta caratterizzato, *ab origine*, da un proprio ordine che si inserisce in posizione di reciprocità rispetto agli altri. Proprio la parzialità dell'ordine economico, andrebbe ad implicare la considerazione che il mercato non può da solo regolare tutti gli aspetti della vita sociale e lo Stato può introdurre vincoli di equilibrio esterno ai meccanismi economici, sempre in misura tale da non comprometterne la competitività. Appare pacifico dunque che è la struttura politico-giuridica a produrre l'ordine sociale e l'ordine economico, sulla base di valori che risultano approvati e cristallizzati in una costituzione economica la quale, mutuando le parole dell'Autore "è espressione di quella parte del sistema che limita funzionalmente la sfera politica ed economica, rendendole compatibili sulla base di criteri di azionabilità".

Nel prosieguo della dissertazione Miccù aggiunge un ulteriore spunto al dibattito relativo alla rispondenza costituzionale dell'avvenuto mutamento dell'intervento pubblico in economia, concentrandosi nello specifico sulla regolazione da parte delle Autorità amministrative indipendenti.

L'A. suggerisce di considerare il fenomeno secondo un'ottica ispirata ad una visione in cui ogni singolo sistema si compone di due elementi: a) l'organizzazione, riguardante la combinazione di elementi tale da permettere l'identificazione di un particolare sistema all'interno di una categoria, caratteri che non devono cambiare affinché un sistema mantenga la propria identità; b) la struttura, riferita a quegli elementi variabili attraverso cui l'organizzazione si manifesta in un dato ambiente. L'applicazione del predetto schema analitico alla fattispecie della regolazione consentirebbe così di identificare quattro sistemi: economico, giuridico, sociale e politico, i quali interagiscono, si influenzano e si sviluppano reciprocamente.

Pertanto, come l'integrazione tra i sistemi giuridico e sociale avviene mediante l'incorporazione, da parte del primo, delle richieste provenienti dal secondo, entro il limite invalicabile costituito dalla componente immutabile di ogni sistema ovvero l'organizzazione, così nel rapporto tra diritto ed economia l'elemento invariato ed invariabile, va identificato nelle libertà fondamentali costituzionalmente garantite, la cui violazione comporterebbe un'inevitabile trasformazione del sistema giuridico ed istituzionale.

Da tale premessa chiarificatrice, l'A. riapre i termini della questione relativa all'effetto provocato dall'avvento dello Stato regolatore o per meglio dire, della regolazione di settori fondamentali del mercato da parte di Autorità amministrative indipendenti.

Considerando sostanzialmente immutata la dimensione dell'organizzazione, la regolazione, lungi dal considerarsi elemento di rottura, testimonia allora una diversa attitudine del rapporto tra interesse pubblico e libertà economiche, in cui trova piena esaltazione un principio orientato al coordinamento delle libertà individuali e collettive, con i principi dell'uguaglianza e dell'equa distribuzione delle risorse. Come ben chiarito dall'A., l'adozione di una simile prospettiva, in cui le dinamiche del rapporto tra diritto ed economia sono volte alla tutela delle imprese private, non esclude certo la presenza del potere pubblico nel sistema economico; difatti il mercato competitivo non dev'essere inteso come un modello teorico separato dal contesto dell'ordinamento giuridico, ma come una realtà in cui l'interesse pubblico generale opera internamente, fissandone i limiti e le garanzie, nella considerazione della crescente rilevanza dell'impatto dei valori civili e dell'etica sociale sul settore economico.

Parimenti Miccù ben ricorda che le AAI non devono essere concepite come “monadi”, libere da ogni forma di controllo politico a causa della loro indipendenza funzionale ed amministrativa, al contrario esse costituiscono la manifestazione di un nuovo modo di essere dell'amministrazione, oltretutto una strutturazione diversa del rapporto tra diritto ed economia, il cui confine ultimo e invalicabile è proprio la compatibilità con i valori sottesi alla Costituzione economica.

Il concetto giuridico di regolazione richiamato in tal sede viene ottimamente sintetizzato nelle parole del Marcou (G. Marcou, *Esiste una nozione giuridica di regolazione*, in *Rass. dir. pubbl. eur.*, 1, 2006, p.19) secondo cui l'attività regolatoria integra una funzione del potere pubblico che, nel contesto di un mercato competitivo, tende dapprima a stabilire un compromesso tra gli obiettivi ed i valori economici e non economici, quindi veicolandolo attraverso gli strumenti legali lo impone a tutti gli operatori.

Dalla lettura del presente contributo è possibile inferire che l'intervento pubblico trova la principale ragion d'essere nella difesa del mercato, ciò in quanto l'evoluzione dei processi storici, con specifico riguardo alla summenzionata necessità di adeguamento del sistema giuridico alle richieste provenienti dal polo sociale ed al ruolo chiave giocato dall'incessante sviluppo della legislazione europea, ha portato lo Stato gestore a cedere il passo allo Stato regolatore in cui l'attività di pianificazione (o di programmazione, seguendo il tenore letterale del dettato costituzionale) mantiene integro il suo vigore, essendo unicamente mutate le finalità degli interventi messi in atto (D. Helm, *I confini economici dello Stato*, in AA. VV. *Regolazione e/o privatizzazione*, Quaderno n. 18, *Problemi di amministrazione pubblica*, Bologna, 1992, p. 33).

Nell'esigenza di diminuire gli oneri di spesa per il bilancio statale, ma soprattutto per giungere ad un'allocazione delle risorse capace di massimizzare il profitto e garantire un migliore sviluppo sociale, il polo Stato ha modificato la propria struttura traghettando l'esecuzione diretta delle attività economiche verso la regolazione, considerata come

approccio meno lesivo della concorrenza. Dalla lettura di queste pagine appare chiaro che nel passaggio dal modello di Stato gestore a quello di Stato regolatore si sia registrato unicamente uno spostamento di paradigma, in linea con le esigenze dettate dall'evoluzione del sistema economico e sociale che non ha comportato in alcun modo una frattura nell'impianto dell'articolo 41 Cost., proprio a causa della neutralità costituzionale sulla determinazione del metodo di intervento pubblico in economia. Tale rinnovata lente d'osservazione della Costituzione economica non deve certo indurre nell'errore di mostrare un allontanamento dello Stato dal mercato giacché, come ricordato dall'autore citando il Prosser, questa "si è già dimostrata un'idea illusoria", essendo la regolazione necessaria non solo in funzione di limite all'operare dei mercati, ma come *conductio sine qua non* per il buon funzionamento degli stessi, nonché mezzo di tutela dei diritti umani e di garanzia di fornitura diffusa dei servizi di base.

I successivi contributi, per ovvie ragioni di economicità degli spazi, verranno presentati in modo sintetico ma essenziale, tendendo a trasmettere i punti nodali delle questioni affrontate dai singoli autori, a partire dal rapporto tra regolazione e vigilanza, minuziosamente descritto da Gioacchino Amato nel saggio "*Public and Private Enforcement*". Come ben posto in evidenza dall'autore tale relazione non deve essere interpretata quale conflitto tra opposti potenziali, bensì come incontro di forze convergenti, da modulare al fine di ottenere l'esatta combinazione volta a consentire al mercato finanziario di attrarre un maggior numero di emittenti e investitori, risolvendo in tal modo l'endemico problema di ritardo nello sviluppo che sovente caratterizza molteplici realtà economiche. Una considerazione essenziale risulta quella per cui appare privo di senso il mero incremento del livello di regolazione senza al contempo preoccuparsi di incentivare l'osservanza delle norme, giacché ciò produrrebbe unicamente l'aumento del costo del capitale non bilanciato da un'effettiva garanzia di rispetto della normativa, avvantaggiando coloro che non si conformano alle regole (U. Bhattacharya - H. Daouk, *When no law is better than a good law*, in CEI Working Paper Series, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, June 2004). L'analisi prosegue nell'elencazione delle diverse forme di *public enforcement*, nella duplice sfumatura penale e amministrativa, quindi individua gli imprescindibili obiettivi che le Autorità pubbliche preposte al controllo dei singoli mercati sono chiamate a raggiungere, ricompresi nel miglioramento della trasparenza delle società quotate, nell'aumento della liquidità del mercato e nell'implementazione della concorrenza tra le diverse sedi di negoziazione. A tal riguardo Amato sottolinea rispettivamente: 1) il ruolo nevralgico attribuito nei paesi OCSE al vigilante pubblico, nel controllo e nell'autorizzazione alla pubblicazione dei prospetti informativi redatti dalle società quotate, al fine di garantire agli investitori di compiere scelte consapevoli e trasparenti; 2) la necessità di comporre l'asimmetria intercorrente tra il PIL dei paesi emergenti e la liquidità dei mercati nei paesi sviluppati, considerando che nei mercati regolamentati di

paesi come Cile, Brasile e Messico, sono presenti regimi di monopolio delle operazioni finanziarie instaurati dalle emittenti più capitalizzate, che andrebbero attenuati non mediante la mera creazione di un qualsiasi insieme di regole, la cui concreta attuazione viene differita, bensì finalizzata a rendere effettiva la cogenza di quelle disposizioni la cui applicazione è garantita mediante l'apparato di controllo esistente; 3) la continua attività di stimolazione della crescita dei mercati principali condotta dalle Autorità pubbliche, in risposta ai provvedimenti quali la direttiva europea MIFID ed il *Regulation National Market System* statunitense che, operando un riconoscimento legislativo delle sedi di scambio alternative, ne hanno determinato la diretta competizione con i mercati finanziari tradizionali, la cui liquidità risulta minata.

L'attenzione è quindi dedicata da Amato all'attività di *private enforcement* ed al "quasi *enforcement*", evidenziando gli aspetti vantaggiosi della prima, scarsamente diffusa nei sistemi giuridici dell'Europa continentale nonostante l'ampia diffusione registrata negli Stati Uniti d'America, che appare porsi come valido strumento di composizione delle anomalie nei mercati emergenti, caratterizzati da un'inefficiente organizzazione di vigilanza pubblica; precisando specularmente i limiti della seconda, ricomprendente le regole di condotta codificate da organismi autoregolatori menzionati tra gli stessi principi IOSCO, incentrati prevalentemente nel carattere scarsamente vincolante assunto nei paesi aventi ordinamento civilistico.

Sviluppando per altro verso le considerazioni svolte, Amato illustra i diversi stili di *enforcement*, ritenuti indissolubilmente connessi all'approccio storico e culturale tra Stato e mercato. Gli esempi citati si riferiscono in particolare all'esperienza britannica della *Financial Service Authority*, quale mero ente supervisore della regolarità negli scambi concepito per un mercato, definito un "club di gentiluomini" e caratterizzato in origine da una limitata presenza di investitori al dettaglio ove una semplice sanzione reputazionale garantiva l'osservanza delle regole, rispetto a quella della *Securities and Exchange Commission* statunitense, agenzia di *enforcement* per antonomasia, rispondente alle più marcate finalità di protezione e tutela nei confronti dell'ampia platea degli investitori al dettaglio, segno distintivo dell'originario contesto finanziario d'oltreoceano.

Il saggio *Public Enterprises in Italian Legal Order*, scritto da Serafino Ruscica, si pone in immediata successione rispetto ai precedenti, analizzando in maniera piuttosto articolata l'evoluzione della struttura e del ruolo svolto dalle aziende pubbliche nel sistema economico italiano, illustrandone le diverse fasi della privatizzazione e ponendo in risalto l'uso di strumenti contrattuali adoperati dal governo al fine di mantenere il controllo delle aziende nel mutato regime privatistico.

In particolare, l'autore rileva *in primis* che il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche, intercorso nelle ultime decadi del XX secolo, sia avvenuto soltanto formalmente, determinando nei fatti la sostituzione di un monopolista pubblico con un



omologo privato, senza significativi benefici in termini di costo per i bilanci pubblici. Peraltro tale assetto non appare in alcun modo giustificato dalla necessità di garantire il servizio universale mediante un intervento pubblico diretto giacché, rileva Ruscica, con misure normative e finanziarie specifiche, ben si potrebbe garantire, a tutti gli utenti, la completa fruibilità del servizio ancorché fornito da un soggetto privato.

Invero alla base del mutamento della concezione relativa alle modalità di intervento dello Stato nel sistema economico vi sarebbe il problema della corretta analisi costi/benefici della proprietà pubblica di un'impresa e della sua eventuale cessione.

Come ben rileva l'A., la risoluzione del presente dilemma, divenuta impellente a causa del proliferare di aziende pubbliche in tutti i settori dell'economia, ha portato lo Stato azionista ad affrontare tre questioni: 1) l'opportunità di inserire, negli atti di cessione delle aziende pubbliche di maggior rilevanza, clausole attributive di poteri privilegiati o di controllo; 2) la prevenzione degli abusi della posizione dominante da parte dell'impresa privatizzata attraverso la predisposizione di organismi di vigilanza pubblici e l'apposizione di un vincolo di destinazione delle risorse depositate dall'azionista pubblico; 3) la massimizzazione dell'efficienza e dei profitti dell'azienda pubblica, mediante la costituzione di società ad hoc da parte degli enti pubblici locali e gestite secondo principi di economicità, a cui affidare le funzioni precedentemente svolte dall'amministrazione.

La trattazione prosegue mediante la presentazione dei criteri elaborati dalla giurisprudenza per l'identificazione della connotazione pubblica di un'azienda, illustrando l'abrogazione dell'articolo 2450 del Codice Civile, disposta dall'articolo 3 del Decreto Legge n. 10 del 15 febbraio 2007. Detto intervento costituisce una risposta alla sentenza pronunciata dalla Corte di Giustizia UE nell'ambito della causa n. C-207/05, in cui il giudice ha censurato proprio l'utilizzo dei poteri speciali da parte dello Stato nella totale inosservanza del principio di proporzionalità.

Ruscica richiama così l'attuale disciplina relativa alla possibile riserva di clausole attributive di poteri a favore dello Stato, prevista dal Decreto Legge n. 21 del 5 marzo 2012 (convertito con Legge n. 56 dell'11 maggio 2012), in cui è sancito il carattere residuale e straordinario della previsione di diritti e poteri speciali. Orbene, precisa l'autore, la presenza di detti regimi privilegiati sarebbe ammessa al solo ricorrere di rigorose condizioni, quali l'esigenza di tutelare i supremi interessi nazionali in aree di importanza nevralgica, tra cui spiccano quelle della difesa e della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, purché nel rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza.

L'analisi si conclude con una breve disamina dell'assetto dei servizi pubblici locali, dei quali vengono poste in rilievo le incongruenze nella disciplina del loro affidamento a società *in house* che incorrono sovente negli stessi limiti di dipendenza e di inefficienza economica delle pregresse imprese-organo. Relativamente a ciò trova puntuale menzione

la vicenda normativa involgente tali tipologie di servizi pubblici, dal referendum abrogativo dell'articolo 23 bis del Decreto Legge n. 112 del 25 giugno 2008, alla censura di illegittimità costituzionale dell'articolo 4 del Decreto Legge n. 138 del 13 agosto 2011, sino alle norme contenute nel Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012 successivamente modificate ad opera della legge di conversione.

La prima parte del volume si conclude con i due pregevoli saggi di Piero Gambale e Daniela Bolognino nei quali, sebbene da diverse prospettive, gli autori tratteggiano abilmente i lineamenti per il futuro assetto delle Autorità Amministrative Indipendenti al fine di accrescerne la legittimazione democratica e di conseguenza consolidarne la posizione nell'assetto istituzionale.

Nel primo, *Re-assessing a New model of "Parliamentary Appointing Power"?*, Piero Gambale illustra in modo conciso ed efficace i recenti mutamenti delle procedure parlamentari di nomina dei membri delle Autorità Amministrative indipendenti in Italia, senza omettere di documentarne gli endemici limiti e le esigenze di cambiamento. L'Autore muove invero dalla considerazione che il modello di designazione dei vertici di tali organismi di vigilanza, non può non risentire dell'intercorsa sfumatura maggioritaria assunta, a partire dai primi anni novanta del secolo scorso, dalla forma di governo parlamentare della Repubblica. In virtù di ciò le anzidette procedure di nomina appaiono ad oggi del tutto inadeguate, specialmente in considerazione della ridotta neutralità politica dei Presidenti delle Assemblee parlamentari, tanto da rendere indispensabile una modifica in senso più trasparente e partecipativo degli iter di selezione, che dovrebbe articolarsi nella necessaria sottoposizione al pubblico scrutinio parlamentare delle domande corredate da una documentazione sulle competenze professionali degli aspiranti. Una modifica in tal senso, precisa Gambale, costituirebbe un formidabile contrappeso alla mancanza di responsabilità politica delle AII, nonché volano della legittimazione del loro operato.

Il lavoro di Daniela Bolognino, *Appointment of Heads of Authorities and Access to Legal Protection*, esaminando l'apparente e controverso legame tra il *vulnus* di legittimazione democratica e la nomina dei membri delle Autorità amministrative indipendenti, costituisce una naturale prosecuzione del precedente contributo. Nello specifico, l'analisi dell'autrice mette in risalto il ruolo cruciale assunto da tali organismi, dotati di ampi poteri sanzionatori, all'interno del sistema giuridico ed economico, in considerazione del quale assume primaria importanza la figura delle personalità nominate alle rispettive posizioni apicali, con particolare riferimento all'integrazione dei requisiti di competenza ed indipendenza, la cui carenza indurrebbe a riflettere sulla legittimità delle azioni intraprese dall'organismo stesso.

Il fine di garantire la sussistenza effettiva, in capo agli individui designati, delle qualità prestabilite dalla legge, sarebbe raggiunto nell'ottica della Bolognino mediante l'attuazione dei meccanismi tipici della tutela giurisdizionale che, in modo del tutto compatibile con

l'atto di nomina, legittimerebbero all'impugnazione dello stesso sia gli aspiranti alle posizioni apicali, che i soggetti direttamente incisi dalle decisioni dell'Autorità. Peraltro, la natura discrezionale dell'atto di nomina non costituirebbe limitazione all'accesso alla tutela giurisdizionale giacché, ben sottolinea l'autrice, il potere discrezionale di un'amministrazione pubblica non può prescindere dall'osservanza dei limiti e dei criteri imposti da una norma, in relazione tanto ai fini pubblici da raggiungere, quanto in termini di giustificazione del potere.

Ulteriori considerazioni completano tale pregevole saggio, tra le quali non si può omettere di citare la questione di un opportuno riconoscimento, in capo alle associazioni dei consumatori ed ai sindacati, della legittimazione all'impugnazione degli atti di nomina alle Autorità, in caso di mancato soddisfacimento, da parte dei designati, dei requisiti dell'elevata professionalità e dell'indipendenza.

Il tenore più marcatamente settoriale, della seconda parte del volume è ben introdotto dal saggio intitolato *The Financial Supervisory Authority in Germany*, in cui l'autrice Margherita Poto ricostruisce in modo capillare la struttura e l'assetto giuridico dell'ente deputato alla vigilanza del mercato finanziario tedesco la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (abbreviando BaFin), presentandone attentamente le caratteristiche peculiari, senza omettere di sottolinearne le differenze principali rispetto agli omologhi europei, quindi dedicando una seconda sezione all'illustrazione del regime di responsabilità gravante sugli enti di vigilanza tedeschi, in particolare per i danni arrecati agli individui, sulla base delle scelte effettuate nell'esercizio delle funzioni di supervisione.

Riguardo ai caratteri esclusivi della *BaFin*, l'analisi si concentra in modo specifico sul connotato della sua indipendenza politica, essendo strettamente connessa al Ministero Federale delle Finanze, nonché sulla tacita accettazione da parte dei competenti organi dell'Unione Europea, dell'interpretazione tedesca del requisito di indipendenza degli organismi di vigilanza, letta in chiave funzionale e considerata assoluta concedendo ad una data entità l'autonomia circa le influenze degli organi esterni dal settore pubblico.

Il contributo prosegue illustrando le coordinate storiche e politiche che hanno portato la BaFin ad assumere una simile ed inedita configurazione, quantomeno nel panorama europeo, quindi vengono indicate le attribuzioni e la struttura istituzionale. In tal contesto merita di essere segnalata l'interessante ricostruzione del riparto di competenza tra *BaFin* e *Bundesbank* che vede una prevalenza della Banca Centrale con riferimento a tutte le attività di vigilanza bancaria e riguardo alle misure di natura finanziaria (cosiddette sovrane), residuando in capo alla *BaFin* la facoltà di intervenire solo in casi straordinari.

Nel definire i rapporti tra le diverse Autorità di vigilanza tedesche la Poto non omette di informare circa la configurazione acefala del mercato tedesco nel quale, anche a causa della massiva presenza del soggetto pubblico, le politiche di regolazione non hanno mai

avuto il fine di produrre un marcato effetto mutageno determinando di conseguenza, specialmente nel sistema bancario, la mancanza di un'Autorità egemone nel ruolo di guida.

La seconda sezione del saggio affronta il delicato aspetto della responsabilità per i danni causati dall'attività delle Autorità di vigilanza, con particolare attenzione alla risarcibilità delle conseguenze nefaste derivanti dall'azione dell'organismo preposto al controllo del mercato finanziario. La questione in esame è illustrata a partire dall'evoluzione del *Kreditwesengesetz* dal 1961, favorevole all'azione di risarcibilità delle parti lese avverso gli organi federali in caso di mancato ottemperamento dei propri doveri d'ufficio, alle modifiche del 1984 che hanno di fatto rimosso la possibilità per gli individui, ancorché danneggiati, di esperire qualsivoglia azione di risarcimento nei confronti di un'Autorità di vigilanza, giacché l'agire di tale ente è sempre considerato in ottemperanza di un pubblico interesse. Secondo la Poto l'incisività riflessa di un simile dettato normativo, la cui compatibilità con l'ordinamento europeo è stata affermata dalla stessa Corte di Giustizia, sembra rappresentare una concausa della straordinaria resistenza alla crisi del sistema economico tedesco, che va ad aggiungersi ad una struttura di regolazione del mercato finanziario presieduta da organismi di controllo caratterizzati da una forte connotazione democratica, la cui sussistenza, tuttavia, appare fondata su una mancata traduzione sostanziale delle norme europee le quali, pur adattate al quadro strutturale tedesco, non hanno trovato accoglimento nella legislazione operativa.

Nel saggio *Banking Corporate Governance and Non Executive Directors in Italian Law*, Domenico Siclari espone un prospetto dell'evoluzione normativa che, a partire dalla metà degli anni duemila, ha investito il sistema di gestione dell'impresa bancaria in Italia. Prendendo le mosse dalle criticità dei sistemi di governo dell'impresa bancaria messe in luce dalla crisi finanziaria degli anni 2007-2008, l'autore menziona i tentativi di intervento esperiti a livello europeo ricordando i tratti fondamentali della Direttiva CE n. 2006/48 la quale, ancor prima dell'imminente tempesta dei prestiti ad alto rischio finanziario, rilevava l'opportunità che ogni istituto di credito fosse dotato di una solida organizzazione dirigenziale, con l'attribuzione di linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, nonché di adeguati apparati di controllo interno, vocati ad una gestione sana ed efficace del rischio; elementi peraltro ricorrenti anche nelle raccomandazioni contenute nella relazione Liikanen del 2012.

Muovendo da tali premesse Siclari incentra l'attenzione sul ruolo chiave assunto nell'ambito della *governance* bancaria, dagli amministratori non esecutivi indipendenti, la cui formale definizione all'interno dell'ordinamento italiano è avvenuta solo con la Legge n. 262 del 28 dicembre 2005.

L'autore offre interessanti spunti di riflessione sulla valenza e sulla *ratio* di una simile alterazione nei protocolli della gestione dell'impresa bancaria, specificando che gli amministratori indipendenti, essendo deputati alla tutela degli azionisti di minoranza,

svolgono un'irrinunciabile funzione di prevenzione dei conflitti societari; nonché, nella loro veste di imprescindibile livello di raccordo tra la generalità degli azionisti e gli amministratori esecutivi incaricati della gestione della società, si pongono come vero e proprio strumento risolutore dei problemi di asimmetria informativa tra proprietà e gestione, operando una notevole opera di censura verso i fenomeni di distrazione di rendite a danno dei soci di minoranza.

L'indagine, pur articolandosi nell'individuazione dei requisiti prescritti dalla legge per tali categorie di amministratori, concede particolare evidenza alla questione delle operazioni bancarie con parti correlate, in cui il rischio di conflitto di interesse tra gli azionisti di controllo e la minoranza appare decisamente più marcato. In tale ambito i segmenti di analisi involgono le diverse componenti dell'operazione, a partire dai casi in cui viene ritenuto sussistente un vincolo di correlazione tra parti, definiti dal regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010, sino all'esame approfondito dell'iter procedurale per la modifica e l'approvazione delle relative delibere. Sull'argomento l'autore regala ancora una prospettiva di riflessione illustrando uno dei primi casi in Italia di intervento diretto dell'autorità giudiziaria nella gestione di un'impresa privata, ai sensi dell'articolo n. 2409 del Codice Civile, sottolineando come lo stesso fosse volto proprio ad imporre la sostituzione di un amministratore indipendente nel comitato per le transazioni con parti correlate.

Nella parte conclusiva del saggio, Siclari effettua delle considerazioni relative all'impatto che la Legge n. 262 del 2005 ha prodotto nel sistema, specialmente ponendo in rilievo le nuove regole sui controlli societari, con precipuo riferimento, al fine di garantire una visione integrata del rischio, al coinvolgimento dei dirigenti apicali nell'apparato di vigilanza, a carico dei quali va peraltro ad aggiungersi il divieto, opportunamente statuito nella Legge n. 201 del 6 dicembre 2011, di assumere o esercitare posizioni analoghe in imprese o gruppi concorrenti, nell'ottica di prevenire possibili condotte anticoncorrenziali.

Da ultimo occorre evidenziare il carattere suggestivo del confronto, operato dall'autore, tra il governo dell'impresa bancaria ed i sistemi costituzionali degli Stati nazionali, nel quale la funzione degli amministratori indipendenti è assimilata a quella degli organismi di controllo dell'amministrazione statale. Ebbene, seguendo tale approccio, appare oltremodo nitida la funzione svolta da tale categoria di soggetti apicali, quale imprescindibile garanzia del regolare funzionamento della società e *per necessariam consequentiam* della tutela degli interessi pubblici e privati di tutte le parti interessate.

Il contributo dal titolo *International Anti-Money Laundering Policies and the Protection of Financial Integrity* di Pierpaolo Fratangelo, si propone di evidenziare il carattere centrale assunto a livello internazionale dalle politiche antiriciclaggio del denaro, specialmente in riferimento alla tutela dell'integrità finanziaria del mercato.

In particolare l'autore, ritrovando nell'intervento pubblico l'unico mezzo di correzione dei fallimenti del mercato, pone in risalto i lati negativi dell'allontanamento dell'apparato statale dalla gestione dei meccanismi allocativi, avvenuto negli anni precedenti alla grave crisi finanziaria del 2007, la cui devastante dirompenza andrebbe attribuita sia all'eccessiva fiducia nella capacità autoregolatoria del mercato, che alla massiccia deregolamentazione, la quale ha tra l'altro determinato le condizioni favorevoli alla proliferazione di pratiche finanziarie abusive da parte di organizzazioni criminali, testimoniata dall'elevata incidenza dell'ammontare del denaro globalmente riciclato in un anno, oscillante tra il 2% ed il 5% del PIL mondiale.

Il saggio *Composition with Creditors and Debt Restructuring Arrangements*, ponendosi in soluzione di continuità rispetto ai due lavori precedentemente introdotti, con riferimento all'enucleazione, sotto diverse prospettive, di strumenti idonei a contrastare la crisi del sistema economico, è un contributo di grande utilità in cui Andrea Zaccagna illustra in maniera dettagliata il regime di alcune procedure concorsuali, menzionando dapprima il quadro normativo europeo, dal quale hanno tratto origine molti degli schemi giuridico-procedurali, quindi analizzando in profondità alcune singole procedure tra cui il concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed i piani di risanamento, raffrontandone gli elementi caratteristici, l'eventuale possibile coesistenza, nonché i tratti distintivi salienti mediante i quali si pongono su un piano di netta differenziazione rispetto alla procedura fallimentare ordinaria.

Punti salienti della questione involgono dapprima il mancato raggiungimento dell'obiettivo di una disciplina uniforme applicabile ai casi di insolvenza da parte del Regolamento CE n.1346/2000, anche denominato *European Insolvency Regulation* o EIR, entrato in vigore il 31 maggio del 2002 e vincolante per tutti gli Stati membri ad eccezione della Danimarca, che l'autore attribuisce principalmente all'assenza di norme di diritto sostanziale tale da consentire ad ogni tribunale europeo una diversa interpretazione delle sue disposizioni, riassunte nella dicotomia tra la flessibilità di interpretazione operata dal contesto inglese ed il granitico regime restrittivo perseguito nei paesi di stampo civilistico, nei quali ordinamenti è stata nondimeno concessa prevalenza agli aspetti della normativa che non fossero in contrasto con le previsioni nazionali.

Tali rilevazioni, a cui fanno eco diverse censure mosse dalla Commissione Europea, sono seguite dall'illustrazione delle procedure volte a comporre le situazioni di insolvenza in ambito nazionale, che l'autore espone a partire dall'evoluzione subita dalla normativa di riferimento in merito alla *ratio iuris* applicata alle situazioni di crisi dell'impresa, da quella meramente liquidatoria dell'azienda insolvente contenuta nell'originaria formulazione del Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942, a quella di composizione e di prosecuzione dell'attività produttiva definite rispettivamente nel Decreto Legislativo n. 5 del 9 settembre 2006 e nella Legge n. 134 del 7 agosto 2012.

La trattazione di Zaccagna si articola così in una specificazione delle diverse situazioni di patologia dell'attività imprenditoriale, quali il sovra indebitamento, lo stato di insolvenza e lo stato di crisi, a cui si accompagna una minuziosa descrizione della struttura del concordato preventivo volta ad illustrarne la natura, la struttura, i fini e la procedura applicativa, tra in cui viene dato peculiare risalto, quale presupposto per l'ammissione a detta procedura concorsuale, alla materializzazione della condizione obiettiva dello stato di crisi e non anche dello stato di insolvenza. La pregevole trattazione assume una connotazione decisamente comparativa nella sua ultima parte, ove l'autore effettua una approfondita disamina degli istituti connessi alle situazioni di sofferenza aziendale reversibili sul piano patrimoniale, quali gli accordi di ristrutturazione del debito ed i piani di risanamento, ponendone in risalto la natura e le differenze, nonché le misure di incentivazione previste dall'Ordinamento in chiave di preferenza al loro esperimento.

Nel successivo saggio *Deposit Guarantee Schemes and Depositor Preference: Implications in Light of the Upcoming Reforms at an EU Level* gli autori Manuela De Cesare, Francesca Pluchino e Riccardo De Lisa riportano i risultati di un'approfondita indagine comparativa condotta alla fine del 2012 dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, avente ad oggetto la sottoposizione di un questionario agli Stati membri del Forum Europeo ed Internazionale di Assicurazione dei Depositi (EFDI), al fine di verificare la presenza, nelle singole legislazioni statali, di un regime di preferenza per il depositante durante la procedura d'insolvenza. Il contributo prende le mosse proprio dall'individuazione degli eventi concatenati generanti una traslazione degli squilibri finanziari dal polo bancario al polo statale, soffermando quindi l'attenzione sull'analisi della struttura e della diffusione di misure di contenimento delle difficoltà bancarie intraprese a livello internazionale ed europeo anche mediante l'esposizione dei risultati della predetta indagine, specificando infine i risvolti positivi e negativi derivanti dalla vigenza di un regime di preferenza per i depositanti, oltreché della sussistenza di una procedura di risoluzione bancaria come alternativa a quella liquidatoria.

I punti salienti in cui si svolge la trattazione riguardano in primis la necessità di miglioramento dei regimi di risoluzione bancaria, peraltro denunciata nel novembre del 2011 dal *Financial Stability Forum*, nel lavoro *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions o KAS*, allo scopo di garantire un controllo nei fallimenti bancari che eviti l'esposizione dei fondi pubblici. Sulla scorta delle criticità evidenziate in occasione del G20, sono dunque menzionate le azioni di risposta intraprese a livello europeo, condensate essenzialmente nelle Direttive UE n. 2014/49 e n. 2014/59, nonché nei Regolamenti UE n. 1022 e 1024 dell'ottobre 2013, involgenti rispettivamente il sistema di garanzia dei depositi, il meccanismo unico di risoluzione bancaria e il meccanismo unico di vigilanza, attraverso il quale è attribuita alla Banca Centrale Europea la responsabilità

ultima per i compiti di vigilanza connessi alla stabilità finanziaria di tutte le banche dell'area euro.

Più nel dettaglio gli autori si dedicano all'analisi prodotta dall'introduzione dei sistemi di garanzia dei depositi evidenziandone il problema legato alla gerarchia dei creditori nel fallimento di una banca e adottando come *discrimen* delle situazioni, l'operatività o meno di un regime di preferenza per il depositante, la cui previsione ad opera della normativa nazionale concederebbe ai titolari dei depositi un collocamento più elevato nella predetta graduatoria in caso di insolvenza bancaria.

La conclusione del contributo assume le vesti di un profetico richiamo della normativa europea in chiave di convergenza ed armonizzazione delle disposizioni nazionali, che dovrebbero essere finalizzate alla creazione di un sistema di preferenza per il depositante attribuito unicamente ad un sistema di garanzia dei depositi, parimenti fondato su basi non discriminatorie mediante l'esclusione di privilegi legati all'appartenenza nazionale. Un'impostazione di tal genere, in cui risultano inclusi gli stessi principi elaborati in ambito internazionale e stigmatizzati nei predetti KAS, porrebbe il sistema di garanzia dei depositi nella duplice veste di creditore dell'istituzione bancaria, per l'importo pagato ai depositanti coperti, nella procedura di liquidazione, nonché assorbitore di perdite in luogo dei depositanti, in caso di attivazione del meccanismo risolutivo, provocando di fatto una significativa riduzione del rischio di esaurimento delle risorse di un sistema di garanzia dei depositi, che al contempo potrebbe svolgere in pieno le sue principali funzioni quali la tutela dei depositi, il miglioramento della stabilità finanziaria e la prevenzione delle corse agli sportelli da parte dei depositanti al dettaglio.

Una visuale del tutto inedita e oltremodo avvincente è certamente quella offerta dal contributo di Michele Miraglia, *Islamic Finance Regulation Profile*, nel quale trova puntuale definizione l'intero sistema finanziario islamico, del quale vengono dettagliatamente analizzati l'indissolubile ispirazione religiosa, le istituzioni, i prodotti, gli organismi di regolazione e controllo, nonché le organizzazioni internazionali deputate alla regolazione degli scambi.

L'autore pone una prima enfasi sull'intrinseco legame tra il sistema finanziario islamico ed i principi religiosi dettati dal Corano, dal quale deriva la concezione che il denaro non ha valore intrinseco, ma è solo un'unità di conto che produce ricchezza solo quando è utilizzata in un processo produttivo, da cui consegue l'illegittimità di qualsiasi frutto prodotto dalla moneta non impiegata in un'attività economica, giacché non può materializzarsi alcun guadagno senza l'assunzione di un rischio d'impresa.

Le dirette conseguenze del predetto assioma non risiedono solo nella proibizione del prestito ad interesse, anche definito *riba*, risultando proibite anche tutte quelle pratiche finanziarie coinvolgenti un irragionevole margine d'incertezza (*gharar*) od orientate a fini speculativi (*maysir*), in cui rientrano parimenti tutti i casi in cui siano presenti elementi in



contrasto con il dettato coranico (*haram*). Ulteriore elemento peculiare è la presenza presso ogni istituto bancario, di un apposito Consiglio di Sharia, avente la responsabilità di certificare la conformità alla “Legge di Dio” delle attività svolte e dei prodotti offerti, attribuzione incardinata a livello centralizzato nel Consiglio di Sorveglianza della Sharia, che vigila su tutti gli intermediari finanziari del sistema islamico.

Ovviamente le connotazioni di un simile apparato determinano l’insorgenza di alcuni limiti intrinseci, principalmente rinvenuti da Miraglia nell’elevato rischio di conflitti d’interesse, a causa della frequente nomina di medesimi individui in più consigli, nonché nell’eccesso di competenza sovente compiuta da tali entità che, oltre a fornire consulenza sulla legge islamica, esercitano una massiva ingerenza anche nella definizione delle operazioni bancarie.

L’Autore effettua quindi una scrupolosa catalogazione delle diverse tipologie di organismi che contraddistinguono il sistema della finanza islamica, come pure dei diversi prodotti bancari e finanziari disponibili al pubblico, non omettendo di evidenziare gli ulteriori elementi di criticità che derivano proprio dalle caratteristiche insite nella struttura stessa del sistema fondato sulla condivisione dei profitti e delle perdite tra banca e clienti. Ciò potrebbe integrare una situazione di rischio potenziale per la stabilità delle stesse banche, a cui vanno ad aggiungersi ulteriori profili di vulnerabilità riscontrati nello specifico: 1) nella consistente propensione al ritiro dei depositi, dovuta all’assenza di un tasso di remunerazione della somma depositata; 2) nella costante minaccia di una sanzione reputazionale a causa di possibili conflitti di opinione tra i membri del Consiglio di Sharia e del Consiglio di Sorveglianza della Sharia; 3) nell’assenza di un mercato internazionale della moneta conforme ai dogmi coranici, fattore che riduce e in molti casi impedisce agli intermediari islamici l’accesso alla liquidità.

L’esposizione di tali criticità, ammette Miraglia, non consentirebbe tuttavia di determinare l’effettivo grado di stabilità delle banche islamiche, le quali di piccola dimensione, sulla base di un’indagine econometrica condotta dal Fondo Monetario Internazionale, risultano significativamente meno instabili delle omologhe convenzionali, mentre per le grandi realtà bancarie musulmane si palesano margini di rischio sensibilmente più elevati rispetto a quelli legati alle controparti tradizionali. Da ultimo l’attenzione viene focalizzata dall’autore sulla politica monetaria adottata dal sistema finanziario musulmano, che appare certamente afflitto da uno svantaggio competitivo rispetto ai sistemi finanziari tradizionali, a causa del persistente divieto di percepire interessi sui depositi, che oltre a rendere di fatto inutilizzabili le operazioni di mercato aperto come quelle di rifinanziamento, rappresenta un ostacolo difficilmente superabile per l’instaurazione di relazioni commerciali con le banche della vicina zona euro, in quanto l’istituzione dei depositi obbligatori presso la Banca Centrale Europea risulterebbe incompatibile con la summenzionata proibizione di *riba*, né appare attuabile un’esonazione

dal predetto obbligo ai sensi del Regolamento BCE n.2003/9. Gli stessi limiti si pongono relativamente all'accesso delle banche islamiche al sistema dei pagamenti, fatta eccezione per il sistema TARGET 2.

In conclusione Miraglia ritrova nell'accrescimento della rilevanza dei vincoli coranici un limite invalicabile allo sviluppo di percorsi comuni e coordinati tra istituzioni finanziarie musulmane e occidentali, laddove armonizzazione e standardizzazione dei regimi giuridici e contabili, assicurerebbero la crescita della posizione della finanza islamica nell'assetto macroeconomico generale, con indubbie positive ripercussioni sui mercati finanziari globali, la cui credibilità troverebbe nuova linfa vitale proprio grazie alla capacità dei mercati islamici di attrarre anche clienti ed investitori non musulmani.

Il volume in commento si chiude con il saggio di Flavio Notari, *Private Equity Instruments to Foster the Italian Entrepreneurial Ecosystem*, con il quale viene dato notevole risalto ai meccanismi di finanziamento istituzionale in capitale di rischio, attualmente disponibili in ambito europeo e statunitense, di cui vengono peraltro approfondite alcune specifiche normative chiave nella disciplina dell'investimento alle imprese.

L'apertura del contributo si articola in un'attenta disamina delle tipologie di finanziamento aziendale che vengono correlate alle diverse fasi del ciclo produttivo in cui Notari non esula dal descrivere il contesto italiano con particolare riferimento ai soggetti protagonisti delle operazioni di investimento istituzionale in capitale di rischio, ritenuto elemento cruciale per la proliferazione di imprese innovative e lo sviluppo del sistema economico.

Nel prosieguo, viene analizzata la struttura ed il regime dei finanziamenti istituzionali in capitale di rischio nell'ordinamento statunitense, del quale l'autore mette in risalto l'approccio nell'incentivazione alla crescita ed all'innovazione delle imprese caratterizzato dall'utilizzazione del mercato finanziario sia come canale per attrarre investimenti, sia come strategia finale di disimpegno dell'investitore; differenziandosi così dal modello europeo fondato in prevalenza sugli aiuti statali. Invero, rileva Notari, la realtà imprenditoriale degli Stati Uniti d'America considera l'investimento di capitale come un bene aziendale e non una responsabilità, convincimento che trova conferma nel regime della non essenzialità delle garanzie reali in materia di prestiti bancari, che le aziende più giovani spesso non sono in grado di offrire.

L'autore muove quindi nella descrizione degli elementi che sorreggono il sistema creditizio statunitense, strutturato sull'impianto giuridico dello *United States Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934, regolanti rispettivamente l'offerta pubblica dei titoli da parte delle aziende e la loro quotazione; soffermando quindi l'attenzione sull'esame dell'esenzione, al ricorrere di situazioni particolari, dalla procedura di registrazione dell'offerta pubblica, imposto tanto dalla normativa statale che federale.

Decisamente illuminanti appaiono le riflessioni con le quali Notari prende congedo dalla trattazione, il cui nucleo essenziale si incentra sulla constatazione dell'importanza nevralgica dell'investimento istituzionale in capitale di rischio, essendo il suo profitto fortemente determinato dall'esperienza e dalla competenza personale dell'operatore, che rappresenta uno strumento indispensabile per favorire lo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale di un paese attraverso un meccanismo di distribuzione intelligente delle risorse, in grado di divenire canale privilegiato di trasmissione dei flussi finanziari, per l'irroramento di settori del sistema economico che tradizionalmente ne restano esclusi. Al fine di assurgere al rango di efficiente veicolo di investimento privato nel contesto economico italiano, rammenta l'autore, questo innovativo strumento dovrebbe essere dotato di un insieme di norme di chiara applicazione, capaci di diminuirne l'aleatorietà nei profitti, definendone al contempo una strategia di disimpegno affidabile, in quanto sovente i mercati d'uscita mancano di una liquidità tale da garantire al finanziatore una soddisfacente remunerazione dall'operazione, rendendo così poco appetibile tale emergente sentiero di investimento.

Emiliano Sciarra