

Quaderni giuridici

I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario

Quadro di sintesi e problemi aperti

G. Gasparri



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

12

settembre 2017

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario

Quadro di sintesi e problemi aperti

G. Gasparri*

Abstract

Il lavoro, muovendo dalla constatazione che, nel contesto dell'Unione europea, si è dato vita a un quadro giuridico progressivamente stratificatosi in molteplici fonti di produzione, affronta, innanzitutto, gli aspetti principali della recente evoluzione della regolazione finanziaria europea, illustrando, dapprima, la struttura regolativa "quadrilivello" tracciata dalla procedura "Lamfalussy" e, successivamente, i tratti fondamentali del *design* istituzionale che, sulla scorta delle raccomandazioni del Rapporto del Gruppo "de Larosière", ha preso le forme del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

Vengono, inoltre, analizzate le novità dell'attuale sistema di *rule-making* multilivello, usualmente definito "*single rulebook*", dedicando alcuni cenni ai problemi aperti e alle possibili linee di tendenza per il futuro, che sembrano muovere verso obiettivi di snellimento e semplificazione del quadro normativo di riferimento.

Si prendono, poi, in esame le forme di raccordo tra l'ordinamento italiano e i processi normativi dell'UE, sia negli aspetti concernenti la partecipazione delle autorità nazionali alla formazione delle politiche e delle decisioni unionali, sia nei profili connessi all'attuazione della normativa europea sul piano interno.

JEL Classification: G20, G21, G23, G28

Parole chiave: *financial regulation, Single Supervisory Mechanism, Capital Markets Union, financial services, asset management*

* CONSOB, *Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici*. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici. L'autore desidera ringraziare il Prof. Marco Lamandini e il Prof. Filippo Annunziata per le osservazioni e gli utili commenti forniti all'esito del referaggio.

Il lavoro si sofferma, quindi, sulla ricostruzione del contesto ordinamentale, europeo e nazionale, conseguente alla realizzazione dell'Unione Bancaria europea (UBE), con particolare riferimento alla componente della vigilanza unica (*Single Supervisory Mechanism - SSM*).

Particolare attenzione viene dedicata ai nodi problematici discendenti dal complesso sistema di interazione tra i differenti livelli di supervisione, ponendo in evidenza le difficoltà di coordinamento che interessano le funzioni demandate alle numerose autorità coinvolte, in vista del consolidamento di un regime di vigilanza finanziaria pienamente armonizzato.

Si dà, poi, sinteticamente conto dell'ulteriore tappa del processo di integrazione economica e finanziaria europea, rappresentata dalla creazione di una *Capital Markets Union*, prefigurando possibili sviluppi del *setting* istituzionale vigente.

In conclusione, vengono dedicate alcune riflessioni alla coerenza sistematica di alcuni settori degli assetti domestici della vigilanza sul mercato finanziario, alla luce dell'evoluzione del contesto istituzionale europeo, fornendo, in particolare, alcune indicazioni potenzialmente in grado di contribuire a una maggiore organicità e sistematicità della disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio.

Indice

1 L'architettura europea della regolazione finanziaria	7
1.1 L'affermazione del modello "Lamfalussy"	7
1.2 Dal Rapporto del Gruppo "de Larosière" all'istituzione del SEVIF	10
1.3 L'approccio multilivello del cosiddetto " <i>single rulebook</i> "	14
1.4 Problemi aperti e linee di tendenza	20
2 Il ruolo delle <i>National Competent Authorities</i> nella regolazione europea di settore	23
3 Il primo pilastro dell'Unione Bancaria europea: il <i>Single Supervisory Mechanism (SSM)</i>	26
3.1 Profili problematici	36
4 La creazione nell'UE di una <i>Capital Markets Union</i> e i possibili sviluppi del <i>setting</i> istituzionale vigente	47
5 Possibili implicazioni per gli assetti domestici della vigilanza sul mercato finanziario	56
6 Considerazioni conclusive	72
Riferimenti bibliografici	75

1 L'architettura europea della regolazione finanziaria

1.1 L'affermazione del modello "Lamfalussy"

I mercati finanziari mondiali, in ragione del carattere transnazionale e tendenzialmente globalizzato delle attività che vi si svolgono, nonché del loro elevato tecnicismo, sono stati interessati, negli ultimi venti anni, da una regolazione estremamente complessa e articolata.

Nell'ambito dell'Unione europea, in particolare, nella prospettiva di rafforzare l'integrazione dei mercati dei Paesi membri e di innalzare il livello di armonizzazione della regolazione del settore, si è dato vita a un quadro giuridico progressivamente stratificatosi in una molteplicità di livelli di produzione. Il difficile cammino di costruzione del mosaico regolatorio che attualmente governa i mercati finanziari è stato reso ancora più impervio dal complicato intreccio di esigenze e interessi che esso si fa carico di perseguire: da un lato, obiettivi di integrità ed efficienza del sistema bancario e finanziario e, dall'altro lato, istanze dirette a incrementare i livelli di protezione del pubblico dei risparmiatori e degli investitori.

Prescindendo da un'analitica ricostruzione storica della regolazione finanziaria europea e limitando l'indagine agli aspetti essenziali della sua recente evoluzione, può ricordarsi che, nel 1999, la Commissione UE, titolare del diritto di iniziativa del processo legislativo a livello europeo, dopo un'approfondita analisi della situazione del mercato finanziario europeo, varò un piano di iniziative conosciuto sotto il nome di "*Piano d'azione per i servizi finanziari*" (di seguito *FSAP*, dall'inglese "*Financial Services Action Plan*"), nel quale vennero indicate oltre quaranta misure, da adottarsi entro il 2005, al fine di raggiungere l'obiettivo di creare un mercato interno dei servizi finanziari pienamente integrato. In tale occasione, la Commissione UE si pose altresì il problema di adottare modalità e forme di regolazione che consentissero di pervenire a una sufficiente armonizzazione e fossero altresì in grado di adattarsi e modificarsi a seconda delle innovazioni finanziarie che via via si fossero presentate sul mercato.

Gli obiettivi avuti di mira dal *FSAP* – contenente riferimenti anche a disposizioni in materia bancaria e assicurativa – riguardavano la creazione di un mercato nel quale: gli intermediari potessero liberamente prestare i propri servizi, in via transfrontaliera o attraverso succursali, sulla base della disciplina e della vigilanza del paese d'origine, assicurando, così, piena operatività al principio del passaporto unico¹; gli emittenti potessero raccogliere capitali sull'intero territorio comunitario, utilizzando il prospetto di offerta approvato dall'autorità di vigilanza del Paese di origine; gli investitori, inclusi i gestori di fondi, potessero scegliere l'allocazione più conveniente delle proprie risorse, senza trovarsi di fronte a particolari barriere o restrizioni.

Secondo la Commissione UE, al fine di raggiungere i predetti obiettivi, era necessario eliminare, attraverso l'adozione di apposite misure di ravvicinamento delle legislazioni, gli ostacoli legati alla possibilità che le autorità del Paese ospitante, per

1 Principio già introdotto dal "Libro Bianco" della Commissione UE del 14 giugno 1985, sul «*completamento del mercato interno*» (COM (85) 310 def.).

effetto dell'applicazione di norme speciali e/o di dettaglio, imponessero costi ulteriori agli operatori, in assenza di un apprezzabile incremento delle tutele destinate agli investitori.

Al *FSAP* si accompagnò, poi, nel 2003, l'adozione di un altro Piano d'azione², le cui linee-guida risultavano, peraltro, in sostanziale sintonia con il complessivo quadro normativo già allora applicato nel nostro Paese, per effetto della riforma del diritto societario che in quegli anni entrava in vigore, delle disposizioni del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), e dei relativi regolamenti attuativi emanati dalla CONSOB, nonché in considerazione del crescente rilievo del codice di autodisciplina delle società quotate.

La progressiva applicazione del *FSAP* determinò notevoli passi avanti nella realizzazione degli obiettivi di unificazione del mercato europeo dei servizi finanziari. Le diverse autorità nazionali competenti parteciparono attivamente a tale processo, portando il loro contributo di esperienza tecnica e di diretta conoscenza del mercato nelle varie fasi in cui si andava articolando l'attività di *policy-making*.

Un aspetto particolarmente rilevante della realizzazione del *FSAP* riguardò il ricorso a una nuova procedura istituzionale per l'attività normativa a livello comunitario: la cosiddetta procedura "Lamfalussy", dal nome dell'economista e banchiere belga Alexandre Lamfalussy, Presidente del Comitato di saggi che la ideò tra il 2000³ e il 2001⁴. Tale procedura venne introdotta con una risoluzione del Consiglio UE di Stoccolma del 23 marzo 2001, allo scopo di consentire una maggiore velocità ed efficienza dell'*iter* legislativo europeo in materia finanziaria e una maggiore flessibilità in rapporto alle mutevoli condizioni del mercato, nella prospettiva di ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo.

L'obiettivo di rendere il processo legislativo europeo più snello ed efficace venne, in particolare, perseguito attraverso l'introduzione di una distinzione tra normativa di primo livello (contenente principi generali, da approvare secondo la tradizionale procedura di codecisione prevista dall'allora vigente art. 251 del Trattato istitutivo della Comunità europea - TCE) e misure applicative di secondo livello (adottate con un percorso semplificato da parte della Commissione UE, assistita da apposite strutture tecniche).

La principale innovazione ebbe riguardo al contenuto delle direttive, che dovevano limitarsi a dettare i principi generali della disciplina, mentre gli aspetti di maggior dettaglio erano rimessi alla Commissione UE, secondo la procedura prevista dalla Decisione del Consiglio n. 1999/468/CE ("Nuova decisione di comitatologia"), che prevedeva, con riferimento ai mercati finanziari, la partecipazione dell'allora

2 Questa volta inteso a "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea" [COM (2003) 284 def.].

3 Cfr. "Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 9 November 2000.

4 Cfr. "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15 February 2001.

Committee of European Securities Regulators (CESR) e dell'*European Securities Committee (ESC)*.

Volendo sintetizzare gli elementi principali del *design* istituzionale tracciato dall'approccio "Lamfalussy", può ricordarsi che a livello apicale si poneva la regolazione di matrice europea. Si è visto sopra che le istituzioni dell'UE erano viepiù determinate nell'adottare misure di armonizzazione per la creazione del mercato unico dei servizi finanziari, nella consapevolezza che la dimensione europea di tale mercato costituisse oramai il contesto naturale nel quale le attività degli operatori e le stesse strategie di vigilanza delle autorità di controllo erano destinate a realizzarsi.

Al di là dell'ovvio rilievo del diritto "primario", rappresentato dai trattati istitutivi dell'UE, un ruolo fondamentale era rivestito, in tale contesto, dal diritto "derivato", essenzialmente costituito da regolamenti e, soprattutto, da direttive-quadro. Con le disposizioni di "livello 1" il Consiglio dell'UE e il Parlamento europeo erano, dunque, chiamati a definire, su proposta della Commissione UE, i *framework principles* della materia (art. 251, TCE).

Il "livello 2" stabiliva, invece, le misure tecniche necessarie per implementare, sul piano operativo, quanto deciso al "livello 1". Tali misure erano redatte dalla Commissione UE sulla base di un parere del *CESR* e successivamente adottate dalla Commissione stessa, dopo l'approvazione dell'*ESC* (di cui facevano parte i componenti dei Ministeri delle Finanze dei Paesi membri) e un parere del Parlamento europeo⁵. Su esplicito mandato della Commissione UE, il *CESR* poteva, inoltre, essere chiamato a esprimere pareri o ad approfondire aspetti tecnici connessi all'implementazione dei principi generali.

Il "livello 3" implicava, invece, l'intervento diretto del *CESR*, il quale, al fine di agevolare un'applicazione coerente e uniforme della legislazione europea a livello nazionale, poteva dettare linee-guida non vincolanti o adottare *standards* coerenti con gli orientamenti espressi dalla legislazione di "livello 1" e di "livello 2". Tale livello consisteva, pertanto, nel coordinamento delle attività di implementazione da parte delle autorità nazionali. Il *CESR* aveva sostanzialmente il compito di definire linee direttrici comuni per l'adozione di norme regolamentari a livello nazionale, adottare raccomandazioni interpretative, comparare e riesaminare le prassi regolamentari nazionali, onde garantire l'applicazione effettiva delle norme comunitarie e individuare le migliori prassi⁶.

Il "livello 4" era, infine, dedicato all'attività di *enforcement*, cioè al monitoraggio da parte della Commissione UE del corretto recepimento della legislazione europea negli ordinamenti degli Stati membri. In caso di non conformità, la Commis-

5 Cfr. l'art. 202, ult. punto, TCE, e la Dec. Cons. 1999/468/CE ("Nuova decisione di comitatologia").

6 I risultati dell'attività del *CESR* – chiamato ad assicurare l'armonizzazione di *standard* e prassi di vigilanza e una rafforzata cooperazione tra le autorità – sono stati, tuttavia, fortemente limitati dalla previsione statutaria della cosiddetta regola del *consensus*, in base alla quale le misure avrebbero dovuto essere approvate alla quasi-unanimità (raggiungibile con il voto concorde di tutti i membri, tranne uno o due); solo a fine 2008 venne introdotto il principio del *qualified majority voting (QMV)*, seppur temperato dalla possibilità per le autorità che non intendessero dare attuazione alle decisioni del *CESR* di motivare pubblicamente le loro posizioni.

sione UE poteva avviare la procedura di infrazione presso la Corte di giustizia, ai sensi dell'art. 226, TCE.

Era, infine, lasciato ai singoli Paesi membri il compito di trovare la migliore "declinazione" nazionale dei principi generali condivisi.

La struttura regolativa "quadrilivello" così delineata, facendo un ampio ricorso a istituti consolidati nell'esperienza costituzionale europea – quali la delega di poteri esecutivi alla Commissione UE e la consultazione di comitati di rappresentanti degli Stati membri o di esperti – intendeva porre rimedio a una serie di fattori critici che avevano determinato un cattivo funzionamento del *previgente institutional setting* e dei connessi processi decisionali comunitari nel settore dei servizi finanziari: in primo luogo, la lentezza del procedimento legislativo, determinata dalla necessità di raggiungere un accordo tra le istituzioni e tra gli Stati in seno al Consiglio dell'UE – organo di natura politica a decisione maggioritaria – anche su aspetti minuti e tecnicamente complessi; in secondo luogo, la rigidità della legislazione, caratterizzata dall'esistenza di disposizioni obsolete in taluni settori e dalla correlativa assenza di meccanismi che ne consentissero l'adattamento all'evoluzione dei mercati; poi, l'ambiguità e la genericità di alcuni testi normativi, determinata, anche in tal caso, dalla ricerca di soluzioni di compromesso; quindi, le specificità degli ordinamenti dei singoli Stati membri e la dipendenza dai sentieri concettuali tradizionali dei vari sistemi giuridici nazionali (*path dependency*); non ultimi i ritardi e le carenze nell'attività di recepimento a livello nazionale, a fronte dei quali, peraltro, le procedure d'infrazione promosse dalla Commissione UE erano state poco numerose, anche in considerazione dell'ambiguità del dettato normativo comunitario; infine, l'insufficienza degli obblighi di cooperazione posti a carico delle autorità di vigilanza dei singoli Stati membri.

1.2 Dal Rapporto del Gruppo "de Larosière" all'istituzione del SEVIF

L'applicazione della metodologia "Lamfalussy", nonostante i meritori propositi, ha, tuttavia, dato risultati solo parziali e l'auspicata razionalizzazione del processo di produzione delle norme europee non sempre si è materializzata. La crisi finanziaria scoppiata sul finire del 2008 ha, in particolare, evidenziato una serie di lacune nel sistema di vigilanza sul settore bancario e sul mercato finanziario. I modelli di vigilanza su base nazionale non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione delle attività finanziarie e con la realtà integrata e interconnessa dei mercati bancari e finanziari europei, nei quali – come detto – numerosi soggetti operano a livello transnazionale. La crisi ha, inoltre, evidenziato lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione coerente del diritto dell'UE e fiducia tra le autorità nazionali competenti, che agiscono secondo il principio dell'*home country control*. In varie risoluzioni pubblicate prima e durante la crisi finanziaria, il Parlamento europeo ha esortato ad adottare un sistema di vigilanza europeo più integrato,

al fine di assicurare reali condizioni di parità per tutti gli attori al livello dell'UE, rispecchiando l'integrazione sempre maggiore dei mercati finanziari nell'UE⁷.

Per imprimere nuova forza al processo di armonizzazione, la Commissione UE ha, quindi, istituito un Gruppo "di alto livello", presieduto da Jacques de Larosière de Champfeu – già direttore del Fondo Monetario Internazionale e Governatore della Banca di Francia – che il 25 febbraio 2009 ha formulato talune importanti proposte di riforma, volte a delineare un percorso evolutivo basato sulla trasformazione dei preesistenti comitati con poteri consultivi – il Comitato di vigilanza bancaria (CEBS), il Comitato di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il già ricordato CESR – in altrettante autorità europee.

La linea tendenziale ipotizzata prevedeva come punto di arrivo un modello fondato su una ripartizione delle responsabilità di vigilanza sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'autorità responsabile per i profili di microstabilità e di vigilanza prudenziale per il settore bancario, di un'autorità competente, sotto gli stessi profili, per il settore assicurativo e di un'autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati finanziari⁸.

Tali proposte, di notevole interesse, suggerivano cambiamenti di grande respiro, pur nell'alveo dell'assetto istituzionale prefigurato dal Trattato istitutivo dell'UE. Peraltro, se vi era convergenza sull'adozione di regole chiare, essenziali e da tutti in egual misura applicate, non vi era altrettanta sintonia sull'ipotesi di riforma strutturale della vigilanza, che la maggioranza dei Paesi intendeva continuare a esercitare attraverso le autorità nazionali, seppure con un forte coordinamento centrale.

Nel settembre 2010, il Parlamento europeo ha, quindi, approvato un pacchetto legislativo che ha modificato sostanzialmente, a decorrere dall'anno 2011, il controllo e la vigilanza su banche, imprese assicurative e mercato finanziario, istituendo, sulla base degli elementi principali contenuti nella relazione "de Larosière", tre autorità europee di vigilanza (*European supervisory authorities - ESAs*) – una di vigilanza sulle banche (*EBA - European Banking Authority*, con sede a Londra⁹), l'altra di vigilanza del settore assicurativo (*EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority*, con sede a Francoforte), la terza di vigilanza sul mercato

7 Si vedano, in particolare, la risoluzione del Parlamento europeo del 9 settembre 2010 su «*Legiferare meglio*» e del 6 luglio 2011 sulla crisi finanziaria, economica e sociale: raccomandazioni sulle misure e le iniziative da adottare. Osserva correttamente GUALANDRI, *Un anno del Single Supervisory Mechanism - SSM: prime valutazioni*, in *Banca impresa soc.*, 1, 2016, 11, che «[S]ono diversi gli effetti negativi di una regolamentazione differenziata: scarsa trasparenza, incertezza legale, distorsione nella concorrenza, possibilità per gli intermediari di utilizzare a loro vantaggio differenze regolamentari, maggior costo di compliance regolamentare per le istituzioni che operano in più stati membri». VALIANTE, *Europe's untapped capital market. Rethinking integration after the great financial crisis*, ECMEG Final Report, Centre for European Policy Studies, 2016, 36, osserva che «*the minimum harmonisation approach to regulation with the extensive use of directives, combined with a weak supervisory mechanism (due in particular to a lack of supervisory coordination among national competent authorities and the absence of a macroprudential framework (...)), has most likely softened the impact of the FSAP on financial markets integration*».

8 Sul punto, si rinvia alle considerazioni che verranno svolte più diffusamente al § 4.

9 S'intende che, una volta che il Regno Unito avrà receduto dall'UE, occorrerà individuare una nuova sede per l'EBA.

finanziario (*ESMA - European Securities and Market Authority*, con sede a Parigi)¹⁰ – in sostituzione dei menzionati comitati di "livello 3". Si tratta di un disegno largamente ispirato al modello cooperativo sperimentato nell'*European Competition Network (ECN)*, in relazione all'implementazione delle regole in tema di concorrenza.

Allo scopo di rafforzare la collaborazione tra le *ESAs*, si è altresì dato vita a un *Joint Committee* delle stesse, chiamato a coordinarne le funzioni, in particolare per quanto concerne i conglomerati finanziari, la contabilità e la revisione dei conti, le analisi microprudenziali degli sviluppi intersettoriali, dei rischi e delle vulnerabilità in termini di stabilità finanziaria, i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products - PRIIPs*) e le misure di contrasto al riciclaggio di denaro, nonché rispetto ad altre *cross-sectoral issues* (ad esempio, regolazione dei *critical benchmarks* di cui all'art. 20, Reg. UE n. 2016/1011, delle *securitisations* e delle agenzie di *rating* del credito). Per garantire la coerenza delle attività delle *ESAs*, il *Joint Committee* ne coordina strettamente l'operato – talora coinvolgendo appositi *Standing Committees* settoriali – al fine, se del caso, di elaborare posizioni comuni (*considerando* n. 57 e artt. 54 ss., Regolamenti istitutivi delle *ESAs*)

Le *ESAs* fanno parte integrante del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), un *network* di supervisione micro e macroprudenziale, privo di personalità giuridica, che comprende altresì il Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board - ESRB*), nonché le singole autorità di vigilanza finanziaria nazionali dell'UE, rappresentate in seno alle *ESAs*.

In particolare, l'*ESRB* – nel cui contesto un ruolo decisivo è svolto dalla BCE¹¹ – ha essenzialmente il compito di prevenire e monitorare i rischi macroprudenziali, potenzialmente capaci di compromettere la stabilità del sistema finanziario europeo nel suo complesso.

Il modello tradizionale delle agenzie europee con compiti di coordinamento e assistenza ai regolatori nazionali risulta, quindi, superato, per effetto dei sopravvenuti regolamenti europei, mediante l'attribuzione ad autorità sovranazionali, decentrate rispetto alle tradizionali istituzioni europee, di più incisivi strumenti di intervento per regolare e controllare lo svolgimento delle attività rilevanti. Il nuovo sistema di «centralizzazione degli apparati e dei poteri»¹² è diretto a garantire la coerenza dei sistemi di vigilanza nazionali e a ridurre i rischi di crisi nell'ordinamento dell'UE; al contempo, le nuove regole hanno l'obiettivo di rafforzare il mercato interno dei servizi finanziari e di garantire maggiore protezione per gli investitori.

10 Si vedano i Regolamenti UE nn. 1093/2010 (*EBA*), 1094/2010 (*EIOPA*) e 1095/2010 (*ESMA*), nonché la Direttiva n. 2010/78/UE (Direttiva *Omnibus I*).

11 L'*ESRB* è presieduto dal presidente della BCE e il primo vicepresidente è eletto da e tra i membri del *General Council* della BCE per un mandato di 5 anni. La BCE, inoltre, come espressamente previsto nella decisione del Consiglio UE (COM/2009/500), assunta ai sensi dell'art.127, par. 6, TFUE, fornisce all'*ESRB* il Segretariato, assicurando a quest'ultimo la necessaria assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa.

12 Cfr. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, 378.

I regolamenti istitutivi delle *ESAs* delineano la struttura, le funzioni e i poteri di tali autorità in maniera simmetrica. Essi qualificano le *ESAs* come organismi dell'UE, chiamati a svolgere compiti di regolazione e, in taluni casi, di supervisione sui settori di rispettiva competenza, al fine di garantirne la stabilità e l'efficienza, nella prospettiva della tutela degli utenti finali dei servizi finanziari. È loro riconosciuta la personalità giuridica di diritto europeo e ciascuno di essi è composto da cinque organi: il *Board of Supervisors (BoS)*, il *Management Board*, il *Chairperson*, l'*Executive Director* e il *Board of Appeal*¹³.

Successivamente, tra il 2013 e il 2014 – come sarà meglio illustrato nel prosieguo – rispondendo all'esigenza di dar vita a un sistema di vigilanza europeo centralizzato sulle banche e al fine di prevenirne e gestirne le crisi, salvaguardando le finanze pubbliche rispetto al rischio di *bail-out*, il legislatore europeo ha approvato una serie di disposizioni rivolte, per un verso, ad ampliare le funzioni della BCE, attribuendole compiti di vigilanza microprudenziale sulle banche di maggiori dimensioni e con operatività transfrontaliera (Regolamento UE n. 1024/2013 – Regolamento *SSM*), nonché a dar vita a un Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism - SRM*), affidato al Comitato Unico di Risoluzione (*Single Resolution Board - SRB*), per la gestione delle crisi bancarie (Direttiva n. 2014/59/UE – *BRRD*).

Con l'istituzione delle *ESAs* si è, quindi, completato a livello europeo il modello di regolazione indipendente permeato da tempo negli ordinamenti nazionali degli Stati membri dell'UE. A sancire la peculiare neutralità delle *ESAs* si pongono le norme che stabiliscono che nessun loro organo può chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell'UE, dai governi degli Stati membri o da altri soggetti pubblici o privati. Il carattere dell'indipendenza viene, dunque, sancito a un duplice livello: sia nei confronti di soggetti pubblici¹⁴, sia nei confronti dell'industria di riferimento; esso riguarda, inoltre, sia l'*ESA* intesa come persona giuridica, sia i singoli organi.

L'art. 8 di ciascuno dei tre regolamenti istitutivi individua in dettaglio i compiti attribuiti alle *ESAs*, per l'assolvimento dei quali il legislatore europeo ha munito le *ESAs* di una complessa trama di incisivi poteri. Le principali attribuzioni

13 Il *BoS* – composto dal presidente di ciascuna autorità nazionale competente (*national competent authority - NCA*) e da altri cinque componenti privi di diritto di voto (oltre al *Chairperson*, si tratta di un rappresentante della Commissione UE, di un rappresentante dell'*ESRB* e di un rappresentante per ognuna delle altre due *ESAs*) – ha il compito di adottare le decisioni di competenza dell'*ESA*, nonché il *work programme* annuale e pluriennale e la relazione annuale sulle attività. Il *BoS* può istituire comitati o *panels* di esperti interni per compiti specifici e può prevedere la delega di alcuni compiti e decisioni ben definiti a tali comitati e *panels*, al *Management Board* o al *Chairperson*. Il *Management Board* è composto dal *Chairperson* e da sei membri eletti dal *BoS* tra i suoi membri con diritto di voto e ha il compito di proporre al *Management Board* l'adozione del *work programme* annuale e pluriennale ed esercita le competenze di bilancio. Il *Chairperson*, che, pur privo di diritto di voto in seno al *BoS*, ha la rappresentanza dell'*ESA*, è designato dallo stesso *BoS*, salvo opposizione del Parlamento europeo, e ha la funzione di preparare e di presiedere i lavori del *BoS* e del *Management Board*. L'*Executive Director* – nominato dal *Management Board*, previa conferma del Parlamento europeo – è responsabile dell'esecuzione del *work programme* annuale dell'*ESA*, sotto la guida del *BoS* e sotto il controllo del *Management Board*, ed è altresì responsabile del funzionamento dell'*ESA* e dell'elaborazione del *work programme* pluriennale.

14 In tale novero sono comprese le *NCA*s, i cui rappresentanti in seno all'*ESAs* devono agire «in piena indipendenza e obiettività nell'esclusivo interesse dell'Unione nel suo insieme».

riconosciute alle ESAs consistono nell'elaborazione di proposte normative e di regolazione delegata; nell'emanazione di atti di *soft law* (raccomandazioni e pareri); nell'esercizio di poteri di indirizzo, di intervento d'urgenza, di coordinamento e risoluzione delle controversie tra le autorità nazionali competenti (*national competent authorities - NCAs*) in situazioni transfrontaliere, nonché di sostituzione delle NCAs nel controllo dei soggetti da esse vigilati.

1.3 L'approccio multilivello del cosiddetto "single rulebook"

In linea preliminare, si può osservare che l'attuale regolazione del mercato bancario e finanziario europeo – inquadrabile in quel sistema multilivello originariamente risalente alla procedura "Lamfalussy" e che oramai si suole definire "single rulebook"¹⁵ – risulta caratterizzata, in primo luogo, dal "livello 1", nel quale si trova il diritto "derivato" dell'UE, rappresentato dai regolamenti e dalle direttive (cosiddetti "atti di base").

La base legale di tali atti legislativi – originariamente caratterizzati da principi generali, concetti indeterminati e ampi margini di "manovra" e oggi denotati da norme di minuto dettaglio, definizioni assai particolareggiate e forme stringenti di massima armonizzazione – riposa essenzialmente sul disposto dell'art. 114, TFUE, il quale – come noto – demanda al Parlamento europeo e al Consiglio dell'UE l'adozione delle misure rivolte al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri dell'UE, in vista dell'instaurazione e del funzionamento del mercato unico.

In tale contesto, la stabilità e l'integrità finanziaria dell'UE rappresenta un obiettivo strumentale per i sistemi di supervisione nazionali, necessario al fine di migliorare le condizioni per l'instaurazione e il funzionamento del mercato (bancario e finanziario) interno, nella prospettiva di assicurare la circolazione transfrontaliera dei capitali e dei servizi finanziari a condizioni concorrenziali paritarie. L'obiettivo finale della liberalizzazione europea dei servizi bancari e della piena integrazione dei sistemi finanziari nazionali ha, pertanto, legittimato l'instaurazione di un particolare regime, in grado di garantire l'armonizzazione delle norme applicabili in tutta l'UE,

15 L'espressione, risalente a PADOA-SCHIOPPA (*How to deal with emerging pan-European financial institutions?*, Discorso alla conferenza sulla *Supervisory Convergence* organizzata dal Ministero delle finanze olandese, L'Aia, 3 Novembre 2004), non è stata utilizzata nel Rapporto del Gruppo "de Larosière", ma è confluita nella documentazione europea ufficiale solo a partire dalla Comunicazione della Commissione UE sulla "Vigilanza finanziaria europea" (COM(2009) 252 def.), per poi trovare molteplici punti di emersione nei testi normative dell'UE. Cfr., a titolo esemplificativo, il considerando n. 22 del Regolamento UE n. 1093/2010, secondo cui «*There is a need to introduce an effective instrument to establish harmonised regulatory technical standards in financial services to ensure, also through a single rulebook, a level playing field and adequate protection of depositors, investors and consumers across the Union*»; il considerando n. 14 del Regolamento UE n. 575/2013 (*Capital Requirements Regulation - CRR*), secondo cui «*The single rulebook ensures a robust and uniform regulatory framework facilitating the functioning of the internal market and prevents regulatory arbitrage opportunities*»; il considerando n. 58 della Direttiva n. 2014/65/UE (*Markets in Financial Instruments Directive II - MiFID II*), secondo cui «*In line with Council conclusions on strengthening European financial supervision of June 2009, and in order to contribute to the establishment of a single rulebook for Union financial markets, to help further develop a level playing field for Member States and market participants, to enhance investor protection and to improve supervision and enforcement, the Union is committed to minimising, where appropriate, discretions available to Member States across Union financial services law*».

senza, peraltro, implicare la totale soppressione di autonomi sistemi di regolazione e supervisione nazionali.

In secondo luogo, viene in questione il "livello 2", che comprende, principalmente, il vasto insieme degli *standards* tecnici vincolanti (*binding technical standards* - *BTS*), elaborati dalle *ESAs* a norma dei regolamenti istitutivi e in attuazione di specifiche deleghe del Parlamento europeo e del Consiglio dell'UE, conferite da atti di "livello 1". A seconda che tali atti siano adottati in ottemperanza dell'art. 290 o dell'art. 291, TFUE, essi assumono la forma, rispettivamente, di *delegated acts* (*DA*)¹⁶ o *implementing acts* (*IA*)¹⁷. Una volta definiti, essi vengono sottoposti alla Commissione UE per l'approvazione finale (cosiddetto *endorsement*) ed entrano in vigore in forma di regolamenti "delegati". Vi è, poi, una categoria residuale (almeno in campo bancario e finanziario) costituita dai *DA* e dagli *IA* "puri", adottati, cioè, sempre dalla Commissione UE in esecuzione di deleghe disposte *case-by-case* da "atti di base" di "livello 1", ma senza fare ricorso all'*input* tecnico delle *ESAs* nella veste di "*quasi-rulemakers*", essendo coinvolte scelte politiche o strategiche¹⁸.

Soffermando l'attenzione sulla prima categoria di fonti di "livello 2", occorre evidenziare che l'esercizio del potere-dovere¹⁹ di predisposizione dei *draft* di *BTS* da

16 Sul punto, cfr. l'importante Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio intitolata "Attuazione dell'articolo 290 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea" [COM (2009) 673 def.].

17 La distinzione tra *DA* ed *IA* non è del tutto perspicua, alla stregua delle disposizioni del TFUE e dei regolamenti istitutivi delle *ESAs*. Può essere utile, a tale riguardo, richiamare le Conclusioni dell'Avvocato Generale Cruz Villalón, presentate il 19 dicembre 2013 in relazione alla Causa C-427/12, secondo cui «la distinzione tra gli atti delegati e gli atti di esecuzione non attiene solo alla differenza tra legislazione (ancorché delegata) ed esecuzione, ma anche al fatto che gli atti delegati sono il risultato dell'esercizio di una competenza normativa propria dell'UE, mentre gli atti di esecuzione conseguono all'esercizio (in via sussidiaria) da parte della Commissione (o del Consiglio) di una competenza che spetta principalmente agli Stati membri. In altre parole, la ragione profonda della separazione tra gli artt. 290 e 291 TFUE risiede non tanto (o non solo) nella necessità di delimitare il confine tra legislazione ed esecuzione, quali fasi successive del procedimento di produzione delle norme dell'UE, quanto, ancor prima, nella volontà di far valere i limiti delle rispettive competenze dell'UE e degli Stati membri» (§§ 57-58). Secondo tali Conclusioni, i *DA* «costituiscono un'opportunità di collaborazione tra il legislatore dell'UE e la Commissione ai fini dell'espletamento della funzione legislativa, nel senso sostanziale del termine, in virtù della quale il legislatore può limitarsi, in linea di principio, a disciplinare gli elementi essenziali di un settore, affidando alla Commissione il resto dell'attività normativa e limitandone strettamente il margine di discrezionalità» (§ 36). Peraltro, giova considerare che la Corte di giustizia dell'UE, nella pronuncia citata, ha fornito indicazioni non pienamente soddisfacenti sul punto, affermando che, «[q]uando il legislatore dell'Unione conferisce alla Commissione, in un atto legislativo, un potere delegato in virtù dell'articolo 290, paragrafo 1, TFUE, quest'ultima è chiamata ad adottare norme che integrano o modificano determinati elementi non essenziali di tale atto. Conformemente al secondo comma di tale disposizione, gli obiettivi, il contenuto, la portata nonché la durata della delega di potere devono essere esplicitamente delimitati dall'atto legislativo che conferisce una tale delega. Detto requisito implica che l'attribuzione di un potere delegato mira all'adozione di norme che si inseriscono nel quadro normativo quale definito dall'atto legislativo di base. Quando invece lo stesso legislatore conferisce un potere di esecuzione alla Commissione sulla base dell'articolo 291, paragrafo 2, TFUE, quest'ultima è chiamata a precisare il contenuto di un atto legislativo, per garantire la sua attuazione a condizioni uniformi in tutti gli Stati membri». La CGUE ha, infine, sostanzialmente "liquidato" la questione, affermando che «il legislatore dell'Unione, quando decide di attribuire alla Commissione un potere delegato ai sensi dell'articolo 290, paragrafo 1, TFUE, o un potere di esecuzione ai sensi dell'articolo 291, paragrafo 2, TFUE, dispone di un potere discrezionale. Di conseguenza, il sindacato giurisdizionale si limita agli errori manifesti di valutazione».

18 Alle *ESAs*, in tali ipotesi, possono, al più, essere richiesti dei *technical advices*, ai sensi dell'art. 34, par. 1, dei Regolamenti UE istitutivi delle *ESAs*.

19 Cfr., in proposito, CAPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in AA.VV., *Scritti sull'Unione Bancaria*, a cura di D'Ambrosio, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2016, 81, 43, ove si osserva che «[d]i regola il potere dell'EBA di redigere la norma tecnica è configurato nella delega come un obbligo (recitando la delega "EBA shall develop..."), ma è interessante osservare che in tempi più recenti vi sono stati casi di delega il cui esercizio sembrerebbe essere qualificato come discrezionale (la formula di delega essendo "EBA

parte delle *ESAs* si sostanzia in un loro affiancamento di matrice tecnico-consultiva alla Commissione UE nell'esercizio del potere di regolazione delegata (art. 290, TFUE) o di esecuzione (art. 291, TFUE). I *BTS* rappresentano atti implicanti unicamente lo svolgimento di valutazioni tecniche e – come accennato – non possono contenere scelte politiche o decisioni strategiche, pena un'indebita ingerenza in ambiti decisionali sottratti alla discrezionalità, puramente tecnica, delle *ESAs*, organismi che, essendo sprovvisti di legittimazione politico-democratica, non possono compiere scelte libere nei fini, svincolate da obiettivi prefissati e lasciate alla loro determinazione sovrana.

In dettaglio, i *BTS* si suddividono in "*Regulatory Technical Standards*" (*RTS*) e "*Implementing Technical Standards*" (*ITS*).

L'elaborazione dei primi segue le procedure previste dagli artt. 10-14 dei regolamenti istitutivi delle singole *ESAs* ex art. 290, TFUE. Ciascuna *ESA* predispone il *draft* di *RTS* richiesto dagli "atti di base" di "livello 1", previa consultazione dei soggetti interessati e svolgimento di apposite analisi di impatto della regolazione (*AIR*) e di analisi costi-benefici (*CBA*), al fine di garantire all'intervento regolativo elevati *standard* qualitativi in termini di trasparenza e *accountability*.

Per tali «*atti non legislativi di portata generale*», il *BoS* dell'*ESA* interessata delibera a maggioranza qualificata dei membri, come definita all'art. 16, par. 4, TUE²⁰. Il *draft* viene, poi, trasmesso alla Commissione UE, che – entro il termine ordinario di tre mesi – può approvarlo in tutto, in parte o con modifiche ovvero rigettarlo, nei limiti in cui tale intervento si reputi «*necessario per tutelare gli interessi dell'Unione*»²¹.

Nelle ultime tre evenienze, la Commissione UE deve rinviare, con motivazione, il progetto all'*ESA* proponente, la quale, nel termine di sei settimane, può modificare il progetto, ripresentandolo in forma di *formal opinion*.

Qualora l'*ESA* rimanga inerte o presenti un progetto modificato in modo non coerente con le modifiche proposte dalla Commissione UE, quest'ultima potrà

may develop...», cfr. ad esempio *BRRD* articoli 36, co. 15, e 74, co. 4). Il condizionale è d'obbligo, in quanto appare difficile postulare in capo all'EBA la possibilità di esercizio di una simile discrezionalità, che rappresenta una prerogativa esclusiva della Commissione, peraltro in assenza di criteri che ne guidino e circoscrivano l'esercizio. È da notare che nella versione italiana della direttiva non si prevede questa discrezionalità (utilizzandosi sempre, in tutti gli articoli di delega, la medesima formulazione, "L'ABE elabora..."), laddove la versione inglese utilizza nell'articolo sopra citato il modale "may" a differenza dello "shall" impiegato negli altri articoli di delega, così come quella francese negli stessi articoli prevede che l'EBA "peut élaborer", mentre negli altri articoli di delega dispone che l'EBA "élabore...".

20 Per quanto riguarda l'EBA, allo scopo di «*garantire il mercato interno e la coesione dell'Unione*» (cfr. *considerando* n. 10, Reg. UE n. 1022/2013), tale maggioranza deve comprendere, per ragioni di parità di trattamento tra Paesi partecipanti all'Euro e Paesi non-Euro, almeno la maggioranza semplice tanto dei rappresentanti delle *NCA*s degli Stati membri partecipanti all'*SSM* (cosiddetti Stati "in") quanto di quelli "non *SSM*" (cosiddetti Stati "out"): si tratta del cosiddetto "double simple majority voting".

21 Si consideri, al riguardo, quanto espresso, a titolo di esempio, nel *considerando* n. 23 del Regolamento UE n. 1095/2010, nel quale si afferma che i *DA* «*dovrebbero essere modificati soltanto in circostanze molto limitate e straordinarie, dal momento che l'Autorità è l'attore a stretto contatto con i partecipanti ai mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano*» e si aggiunge che i *draft* sono da considerarsi «*soggetti a modifica qualora si rivelassero incompatibili con il diritto dell'Unione, non rispettassero il principio di proporzionalità o violassero i principi fondamentali del mercato interno dei servizi finanziari sanciti nell'acquis dell'Unione in materia di servizi finanziari*».

adottare l'*RTS* con le modifiche che ritiene pertinenti ovvero respingerlo definitivamente.

Nel caso in cui l'*ESA*, spirato il termine eventualmente fissato dall'atto legislativo abilitante, non abbia ancora presentato un *draft*, la Commissione UE potrà sollecitarne la predisposizione all'*ESA* inadempiente. Pertanto, solo nel caso in cui l'*ESA* non osservi tale termine, la Commissione UE è autorizzata ad adottare un *RTS* mediante un atto delegato senza un progetto preliminare predisposto dall'*ESA*. In tale evenienza, il *draft* predisposto dalla Commissione UE andrà comunque trasmesso all'*ESA* competente, che potrà, attraverso una *formal opinion*, chiedere modifiche, all'esito delle quali la Commissione UE potrà adottare definitivamente l'*RTS*.

In sostanza, sebbene sia formalmente la Commissione UE ad adottare gli *RTS*, essa non potrà mai farlo senza aver prima chiesto all'*ESA* interessata di presentare un *draft*, da cui, peraltro, la Commissione UE potrà, poi, bensì discostarsi, ma solo motivatamente²². Inoltre, la Commissione UE è tenuta, in ogni caso, a rinviare il progetto finale all'*ESA* competente, che potrà ancora proporre nuove modifiche, ripresentando il progetto sotto forma di *formal opinion* alla Commissione UE, la quale dovrà tenerne conto e, comunque, coordinarsi con l'*ESA* stessa.

Una volta che la Commissione UE avrà espresso il *final say*, gli *RTS* andranno, poi, trasmessi al Parlamento europeo e al Consiglio UE, i quali, all'esito di un vaglio critico contrassegnato da chiari elementi di politicità – entro tre mesi dalla notifica (termine che può essere ridotto a un mese, qualora l'adozione da parte della Commissione UE sia avvenuta senza modificazioni) – potranno sollevare obiezioni motivate, arrestando, per l'effetto, l'*iter* di entrata in vigore del *technical standard*.

Oltre al potere-dovere di elaborare *drafts* di *RTS*, i regolamenti istitutivi attribuiscono alle *ESAs* il potere di predisporre misure di regolazione meramente esecutiva, disciplinando all'art. 15 la procedura per l'emanazione di *ITS* mediante *IA* ex art. 291, par. 2, TFUE. Anche tali *standards*, al pari degli *RTS*, sono «*di carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche*» e il loro scopo è quello di stabilire le condizioni per un'applicazione uniforme degli atti giuridici vincolanti dell'UE²³.

Gli *ITS*, a differenza degli *RTS*, sono, peraltro, emanati direttamente dalla Commissione UE, senza possibilità per il Parlamento europeo e il Consiglio UE – comunque senza indugio messi a parte dei testi approvati – di impedirne l'entrata in vigore.

22 Si ricordi che la dichiarazione n. 39, allegata all'atto finale della Conferenza intergovernativa che ha adottato il trattato di Lisbona, relativamente all'art. 290, TFUE, stabilisce che per l'elaborazione di *RTS* è richiesta una competenza tecnica in una forma specifica al settore dei servizi finanziari e, pertanto, occorre in ogni caso consentire alle *ESAs* di fornire tale competenza.

23 Nella misura in cui i requisiti richiesti dagli atti legislativi dell'UE non siano pienamente armonizzati, in conformità del principio di precauzione in materia di vigilanza, i *BTS* che sviluppano, specificano o fissano le condizioni di applicazione di tali requisiti non dovrebbero impedire agli Stati membri di imporre agli operatori requisiti più rigorosi. I *BTS* dovrebbero, pertanto, consentire agli Stati membri di procedere in tal senso, in settori specifici, ove gli atti legislativi in questione prevedano detta discrezionalità (cfr. il *considerando* n. 14, Dir. *Omnibus*).

Il potere di elaborazione di progetti di *technical standards* e, in misura ancor maggiore, il potere di regolazione delegata affidato alla Commissione UE costituiscono importanti innovazioni nel procedimento di *rule-making* europeo e non hanno mancato di sollevare dubbi sulla conformità al quadro istituzionale delineato dal TFUE. Il bilanciamento di poteri nell'ordinamento dell'UE, infatti, sembrerebbe ostacolare – secondo un orientamento che si rifà a risalenti precedenti giurisprudenziali²⁴ – una "delega" di responsabilità di "regolazione generale" a enti non previsti nei Trattati come diretti titolari di dette competenze. Tuttavia, per poter realizzare a livello europeo funzioni di supervisione su servizi "reticolari" e gestire la complessità delle discipline nazionali, ad oggi l'attribuzione di un peso fondamentale nello svolgimento delle funzioni regolatorie a *standard setters* indipendenti rappresenta, secondo la maggior parte delle analisi²⁵ e secondo la più recente giurisprudenza europea²⁶, lo strumento giuridico più adeguato.

Nell'individuare i settori in cui le ESAs sono chiamate a elaborare *BTS* occorre raggiungere un adeguato equilibrio, in modo da creare un insieme unico di norme armonizzate – per l'appunto, un *single rulebook* – senza complicare indebitamente la regolazione e l'applicazione della stessa. A tal fine, il "considerando" n. 11 della dir. 2010/78/UE (cosiddetta Direttiva Omnibus) sottolinea che devono essere selezionati unicamente i settori per i quali norme tecniche coerenti possono contribuire in misura significativa ed efficace al raggiungimento degli obiettivi della

24 Cfr. C. Giust. CE, 13 giugno 1958, in cause 9/56 e 10/56, *Meroni Et Co., Industrie Metallurgiche s.p.a. c. Alta Autorità*, in *Racc.*, 1958, 11; 14 maggio 1981, in causa 98/80, *Romano c. Institut national d'assurance maladie-invalidité*, in *Racc.*, 1981, 1241.

25 Cfr. LAMANDINI – RAMOS MUÑOZ, *Eu Financial Law. An introduction*, Assago, 2016, 142 ss., secondo cui «[f]rom a legal perspective, we can conclude that, after the "ESMA short selling" case, European legislation could delegate the direct exercise by a European agency of rule making without necessary intermediation of the Commission (as it occurs now with its endorsement), provided that all policy choices are dictated by such delegating legislation and legislation sets out the limits of delegated rule making. In turn, the "Meroni doctrine" should not prevent delegation of administrative functions and does not stand in the way of the establishment of a fully fledged European supervisory mechanism in the financial sector, provided that delegated functions do not transcend into policy choice». Cfr., in proposito, CAPPIELLO, *op. cit.*, 44, il quale osserva che «le più recenti letture della giurisprudenza Meroni sembrano notevolmente ridimensionare la portata ostensiva all'attribuzione di deleghe, almeno rispetto al tipo di delega (...) circoscritta nel suo ambito di esercizio e pur sempre formalmente subordinata all'attiva adozione della norma tecnica da parte della Commissione». Adde altresì SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in AA.VV., *Parlamenti nazionale e Unione Europea nella governance multilivello. Atti del convegno Roma – Camera dei Deputati 12-13 maggio 2015*, a cura di Lancheester, Milano, 2016, 441 ss., e PELKMANS – SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA can help building the single market*, in *CEPS Commentary*, 18 February 2014. In chiave prospettica, cfr. ORTINO, *The independence of EU agencies from EU political institutions in the field of financial services*, Relazione presentata al Convegno "Constitutionality, powers and legitimacy of EU agencies or agency-like bodies", tenutosi l'11 novembre 2016 presso l'European University Institute, 6, secondo cui le ESAs «should be untrusted with final and independent powers, which should be executed within the clearly-defined confines and guiding criteria established by the legislature as part of the latter's job to decide on the essential aspects of financial regulation. Agencies should be able to autonomously adopt binding technical rules and standards, without the time-consuming and potentially political biased requirement of meeting the approval of the Commission or of representatives of national authorities. Therefore, (...) the current system, whereby ESAs' technical standards must be approved ("endorsed") by the Commission in order for them to be applicable, should be changed». Più in generale, sul processo di agenzificazione europea, si vedano, da ultimo, CHAMON, *EU Agencies – Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford (UK), 2016, nonché TOVO, *Le agenzie decentrate dell'Unione europea*, Napoli, 2016.

26 Cfr. C. Giust. UE, Grande Sez., 22 gennaio 2014, in causa n. C-270/12, *Regno Unito c. Parlamento e Consiglio UE*. Cfr., in dottrina, sul punto, DI NOIA – GARGANTINI, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability After the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2014, 15, 1 ss.

legislazione pertinente, garantendo, al contempo, che le decisioni politiche siano adottate dal Parlamento europeo, dal Consiglio e dalla Commissione UE, secondo le loro procedure abituali. Il successivo "considerando" n. 12 precisa che i settori disciplinati dai *BTS* devono essere squisitamente tecnici, tali da richiedere la competenza di esperti di vigilanza²⁷.

Venendo al "livello 3", esso concerne, a sua volta, gli atti di *soft regulation* (*guidelines* e raccomandazioni) emanati direttamente dalle *ESAs*, anche in tal caso in rigorosa attuazione di atti di "livello 1" e/o di "livello 2". Si tratta, per lo più, di misure dotate di una portata limitata agli aspetti strettamente legati alla ricerca di un livello minimo di *supervisory convergence*²⁸: infatti, il legislatore europeo ha attribuito alle *ESAs* il potere di diramare raccomandazioni e *guidelines* indirizzate alle varie autorità competenti – non solo alle *NCA*s, quindi, ma alla stessa BCE (art. 4, par. 3, Regolamento *SSM*) – e alle istituzioni finanziarie²⁹, al limitato fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci e garantire l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'UE. L'efficacia applicativa di tali atti è garantita dal sistema del "*comply or explain*", in base al quale le autorità competenti e i partecipanti ai mercati finanziari sono tenuti a compiere – si badi – «ogni sforzo per conformarsi» e, ove non si conformino o non intendano conformarsi alla raccomandazione o alla *guideline* espressa dall'*ESA*³⁰, sono tenuti, entro due mesi dall'emanazione, a

27 La dir. *Omnibus* individua una prima serie di sotto-settori nell'ambito dei quali le *ESAs* possono elaborare *standards* tecnici, ferma restando l'inclusione di altri sotto-settori in futuro. Gli obiettivi che la dir. *Omnibus* si pone nell'individuare i sotto-settori regolati da norme tecniche sono i seguenti: migliorare il funzionamento del mercato interno assicurando un livello elevato, efficace e coerente della regolazione e della vigilanza prudenziale; proteggere i depositanti, gli investitori e i beneficiari, e in tal modo le imprese e i consumatori; tutelare l'integrità, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; mantenere la stabilità e la sostenibilità del sistema finanziario; preservare l'economia reale; salvaguardare le finanze pubbliche; rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza.

28 L'ormai vasto insieme delle risposte che rientrano nelle cosiddette *Questions and Answers (Q&A)* delle *ESAs*, pur possedendo alcune caratteristiche delle fonti rientranti nel *single rulebook*, non possono inquadrarsi – a stretto rigore – entro tale cornice regolatoria multilivello, non essendo né vincolanti né soggette al principio "*comply or explain*", ma limitandosi a rappresentare uno strumento nomofilattico informale, utile per promuovere un'interpretazione uniforme delle norme e delle pratiche di supervisione (cfr. l'art. 29, par. 2, dei Regolamenti UE istitutivi delle *ESAs*). In dottrina, sul punto, cfr. LEFEROV, *The Single Rulebook: legal issues and relevance in the SSM context*, in *ECB Legal Working Paper Series*, 15, 2015, 18.

29 Si vedano gli artt. 16 dei Regolamenti UE nn. 1093/2010 (*EBA*), 1094/2010 (*EIOPA*) e 1095/2010 (*ESMA*), che individuano le finalità di tali interventi nell'esigenza di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nell'ambito del SEVIF, nonché di assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'UE. Cfr., con riferimento all'*EBA*, ma con valenza generale, CHITI, *In the Aftermath of the Crisis - The EU Administrative System Between Impediments and Momentum*, in *Cambridge Yearb. Eur. Leg. Stud.*, 2015, 17, 325, il quale osserva che «*the difference between the two measures seems to be irrelevant, as it basically concerns only the way in which the EBA orientation is formulated: as a formalised point of view of the EBA in the case of guidelines; as a more direct invitation to take a certain behaviour in the case of recommendations*». Inoltre – come si illustrerà nel prosieguo – l'*EBA* ha anche il compito di sviluppare e mantenere aggiornato un *single supervisory handbook*, volto a raccogliere le migliori prassi di vigilanza relative alle metodologie e alle procedure di supervisione degli istituti finanziari insediati nell'UE (art. 29, Reg. UE n. 1093/2010).

30 Le modalità di conformazione a tali atti di *soft regulation* da parte delle autorità competenti non risultano affatto omogenee, variando in ogni singolo Stato membro anche a seconda delle caratteristiche e specificità della *guideline* o della raccomandazione interessata. La *compliance* viene, a volte, garantita mediante l'adozione di circolari, istruzioni, atti interni o aggiornamenti dei manuali interni di vigilanza; altre volte, viene assicurata attraverso l'adozione di atti vincolanti, anche di rango legislativo; in taluni casi, le autorità competenti si limitano a operare un rinvio al sito web dell'*ESA* che ha pubblicato la misura.

motivarne le ragioni³¹. È, inoltre, previsto un meccanismo di sanzione reputazionale, sotto forma di "*naming and shaming*", consistente nell'esplicitare, nel contesto della relazione annuale, per ogni raccomandazione o *guideline* adottata, l'*NCA* che non si è conformata alle disposizioni emanate nel corso dell'anno e illustrando il modo in cui l'*ESA* intende garantire che l'*NCA* interessata si conformi in futuro. A tali fini, le *ESAs* richiedono alle *NCA*s, a due mesi dall'emanazione di ciascun atto di *soft regulation*, di comunicare l'avvenuta conformazione del diritto nazionale alle disposizioni.

Come si vede, l'attività regolatoria promossa dalle *ESAs* tende, dunque, ad assumere contorni giuridici ora di maggiore ora di minore vincolatività, contribuendo con differenti gradi di cogenza a strutturare l'assetto disciplinare del mercato di riferimento. La convivenza di *hard* e *soft regulation* genera un modello di *governance* settoriale ibrido e flessibile, in cui le responsabilità nazionali si contemperano con l'esigenza di uniformità normativa e di stabilità finanziaria sovranazionali.

In siffatto contesto multilivello, un ruolo rilevante, anche se viepiù sussidiario e recessivo, continua, peraltro, a essere rivestito dal diritto nazionale, di rango primario e secondario, con cui l'ordinamento interno si adatta alle previsioni del diritto europeo, sia sotto il profilo della trasposizione delle direttive sia per gli aspetti legati all'esercizio delle opzioni nazionali e dei margini di discrezionalità contenuti nei regolamenti UE.

Un ruolo tutt'altro che marginale spetta, infine, a quella parte del diritto nazionale che, non radicandosi in nessuna delle fonti di matrice europea, costituisce esercizio di residuali competenze normative autonome: si pensi, ad esempio, alle sfere non soggette all'armonizzazione europea del diritto societario (in materia, ad esempio, di *governance* delle società di capitali e di gruppi), del diritto fallimentare e del diritto tributario, nonché alla disciplina dei fenomeni innovativi (come il cosiddetto *crowdfunding*).

1.4 Problemi aperti e linee di tendenza

Può essere utile ricordare che, nel febbraio 2014, la Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento Europeo (ECON) ha pubblicato gli esiti di una pubblica consultazione svolta nel corso del 2013, sui modi per migliorare la coerenza della regolazione dell'UE sui servizi finanziari.

Gli obiettivi all'orizzonte rivestono grande rilevanza: dalla razionalizzazione e semplificazione normativa del diritto europeo – che oggi rappresenta indubbiamente

31 Per comprendere la "forza" di tali fonti può essere utile ricordare che il *Joint Board of Appeal* delle *ESAs*, nella decisione del 24 giugno 2013, *SV Capital OÜ v EBA*, (BoA 2013-008), ha osservato che, «even on the basis that the *EBA Guidelines* are not legally binding, they address the matter from a practical perspective, and assist in the interpretation of the scope of the provisions», aggiungendo che «the *Guidelines* set out uniform criteria not only for the mandatory assessment of key function holders by credit institutions, but also for their discretionary assessment by competent authorities». Si aggiunga che, nel settore bancario, il legislatore europeo, in recenti interventi, ha inteso rafforzare l'efficacia di tali *soft tools* ben al di là dell'operatività del meccanismo del "*comply or explain*": si vedano, ad esempio, gli artt. 4, par. 3, Reg. *SSM*, e 5, par. 2, Reg. (UE) n. 806/2014. In giurisprudenza, la vincolatività ermeneutica delle "raccomandazioni" è da tempo riconosciuta: cfr. C. Giust. CE, 13 dicembre 1989, in causa C-322/88, *Grimaldi c. Fonds des maladies professionnelles*.

te un "puzzle" di difficile lettura e di ostacolo al coordinamento dei poteri e delle competenze delle autorità di vigilanza dei diversi Paesi – alla creazione di un quadro regolatorio maggiormente armonizzato, sino alla mitigazione dei fenomeni di sovrapposizione tra le varie regolazioni vigenti, soprattutto se particolarmente complesse³².

Per raggiungere tali risultati viene proposto il ricorso a consultazioni pubbliche, in modo da consentire l'accesso a una più vasta gamma di parti interessate, e lo svolgimento di "revisioni coordinate" tra proposte normative collegate, evidenziando le connessioni e le dissonanze tra le stesse.

Sulla scia del lavoro del Parlamento europeo e di numerosi organismi internazionali – quali il G20, il *Financial Stability Board* e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria – la Commissione UE ha, inoltre, lanciato, nel settembre 2015, una *call for evidence (CfE)*, intitolata "*EU Regulatory Framework for Financial Services*", diretta a valutare la coerenza complessiva del quadro della regolazione finanziaria europea, onde accertarne il funzionamento, senza rischi di *overlapping* tra gli obblighi di *disclosure* e di *reporting* a carico degli *stakeholders* o di incongruenze tra le varie disposizioni. Con tale *CfE* si sono invitati tutti i portatori di interesse esterni a fornire, entro il gennaio 2016, un *feedback* e l'evidenza empirica sui benefici, gli effetti indesiderati, la consistenza e la coerenza della regolazione finanziaria adottata nell'UE in risposta alla recente crisi finanziaria.

Negli ultimi anni si è, in effetti, assistito a un periodo di intensa attività normativa, che ha senz'altro consentito all'UE di contribuire a ripristinare, almeno in parte, la stabilità e la resilienza del sistema finanziario nonché la fiducia del pubblico, ma che, talora, ha presentato più di un difetto sul piano qualitativo, in ragione delle circostanze critiche e delle condizioni di urgenza in cui è stata concepita e realizzata. Se l'intensa attività di regolazione – che ha comportato l'adozione di oltre quaranta nuovi atti legislativi – ha, quindi, prodotto un obiettivo miglioramento delle azioni di vigilanza e di mercato, deve, d'altro canto, riconoscersi che le numerose interazioni e sovrapposizioni tra le misure adottate potrebbero finire per determinare conseguenze indesiderate.

La *CfE* era, pertanto, finalizzata a consentire alla Commissione UE di valutare il quadro normativo globale dell'UE in ordine ai servizi finanziari, in linea con i principi di *better regulation* promossi dall'agenda della Commissione stessa. Attraverso la consultazione, la Commissione UE si proponeva, in definitiva, di individuare eventuali incongruenze, incoerenze e lacune normative, oneri regolamentari inutili e fattori che, incidendo negativamente sugli investimenti a lungo termine, ostacolano la crescita; ciò al fine di intraprendere, in un secondo momento, le iniziative correttive più idonee.

Si aggiunga che la collocazione delle *ESAs* al cuore dell'attività regolativa di rango sublegislativo non ha sinora determinato gli effetti benefici sperati in punto di

32 Si pensi alle Direttive UE nn. 2014/65/UE (*Markets in Financial Instruments Directive II - MiFID II*) e 2014/91/UE (*UCITS V*) e ai Regolamenti UE nn. 1286/2014 (*Regulation on key information documents for Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products - PRIIPs*) e 2014/57/UE (*Market Abuse Directive II - MAD II*).

semplificazione e snellimento del complessivo ambiente normativo di settore, considerata l'estrema articolazione e frammentazione che il nutrito insieme delle disposizioni rilevanti continua a presentare e tenuto conto della perdurante assenza di strumenti operativi in grado di facilitare una lettura quanto più possibile sistematica, unitaria e omogenea di tale stratificato e spesso confuso tessuto regolatorio³³.

La Commissione UE ha ricevuto quasi trecento contributi da parte di gruppi di utenti di servizi finanziari, autorità pubbliche, investitori e operatori del settore. Tali interventi sono stati, per lo più, diretti a esprimere sostegno per le riforme finanziarie intraprese in risposta alla crisi e apprezzamento per l'accresciuta tutela degli investitori e dei consumatori. I portatori di interessi non hanno, tuttavia, mancato di rilevare esempi di possibili frizioni, sovrapposizioni e altre forme di interazione indesiderata tra regole diverse, a dimostrazione dell'importanza di considerare e analizzare l'impatto combinato delle norme di riferimento.

Sulla base di un esame delle risposte pervenute nell'ambito della *CfE* e delle discussioni svoltesi nel corso dell'audizione pubblica tenutasi a Bruxelles nel maggio 2016, la Commissione UE ha, quindi, concluso che, nel complesso, il quadro di regolazione finanziaria necessita di talune, mirate misure di *follow-up*, volte, in particolare, a ridurre i vincoli superflui in materia di finanziamento dell'economia, a migliorare la proporzionalità delle norme senza compromettere il conseguimento dei relativi obiettivi prudenziali, a ridurre i *regulatory burdens* inutili e, infine, a rendere il quadro normativo più coerente e orientato al futuro.

Laddove ritenuto opportuno e possibile, i risultati della *CfE* sono stati integrati nelle *reviews* e nelle iniziative legislative esistenti e le osservazioni dei partecipanti sono state incorporate in future proposte e misure legislative, tra le quali può ricordarsi il riesame del regolamento e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRR/CRD IV), sfociato nel cosiddetto "pacchetto CRR2", proposto dalla Commissione UE il 23 novembre 2016. In tale contesto rilevano altresì lo sviluppo di future azioni contenute nel Piano d'azione per la *Capital Markets Union (CMU)* – sul quale si ritornerà più oltre nel testo – e l'imminente revisione del Reg. UE n. 648/2012 (c.d. *European Market Infrastructure Regulation – EMIR*).

33 Ponendo mente alla piattaforma *web* di accesso al *single rulebook* predisposta dall'EBA sul proprio sito *internet*, sembra si possa registrare qualche significativo passo nella direzione di una maggiore facilità di fruizione e ricostruzione sistematica delle norme. Mediante tale *tool*, infatti, in corrispondenza di ogni norma di "livello 1" viene fornito un *link* che fa rinvio al testo delle fonti di "livello 2" e di "livello 3" che contribuiscono a specificarla e a interpretarla. E', inoltre, presente un indice analitico, in cui alle singole aree tematiche riportate sono associati i vari atti regolativi intervenuti nel corso del tempo. Appare auspicabile che anche le altre *ESAs* implementino strumenti interattivi del genere sui loro siti *web*, onde contribuire in maniera sempre più fattiva all'obiettivo di rendere il *framework* regolatorio europeo pienamente conoscibile, trasparente, chiaro e prevedibile.

2 Il ruolo delle *National Competent Authorities* nella regolazione europea di settore

In ragione del nuovo assetto della *governance* europea, le *NCA*s hanno registrato un'intensificazione della loro partecipazione alle attività di *policy-making* sovranazionale.

Il raccordo tra l'ordinamento italiano e i processi normativi dell'UE concerne, in linea generale, due aspetti distinti e complementari: per un verso, la partecipazione delle istituzioni nazionali alla formazione delle politiche e delle decisioni dell'UE (fase ascendente) e, per altro verso, l'attuazione della normativa europea sul piano interno (fase discendente)³⁴.

In relazione al primo aspetto, concernente, ad esempio, la fase di partecipazione al processo di definizione dei *technical standards*, le *NCA*s contribuiscono – come già accennato – alla stesura sia degli schemi di *BTS*, nella duplice forma di *draft* di *RTS* e di *ITS*, sia degli atti di *soft regulation* (*guidelines* e raccomandazioni). Le *NCA*s partecipano alle fasi di negoziazione e ai gruppi di lavoro incardinati presso le *ESAs*, rappresentando in sede sovranazionale le posizioni maturate, tempo per tempo, a livello nazionale.

Le *ESAs*, invero, come illustrato sopra, fondano le proprie politiche di regolazione su rigorose procedure di *impact assessment* e analisi costi-benefici, al fine di assicurare alle proposte normative un'ampia giustificazione in termini di corretta comprensione dei problemi, identificando gli effetti probabili della regolazione sulla vigilanza e consentendo agli organi decisionali una valutazione complessiva su vantaggi e svantaggi delle opzioni esercitate, quantificando altresì le risorse necessarie per la definizione di ogni progetto. Le misure delle *ESAs* sono, in particolare, realizzate con il supporto di appositi *Standing Committees* permanenti, composti da uno *staff* di esperti funzionari delle *ESAs* stesse, in qualità di *rapporteurs*, generalmente diretti da *senior experts* provenienti dai ruoli delle *NCA*s³⁵, ai quali, inoltre, molte volte, si affiancano *Consultative Working Groups* animati da rappresentanti degli *stakeholders* e, in taluni casi, *task forces* istituite *ad hoc*.

Una volta negoziati e sottoposti ad AIR e consultazione pubblica, i progetti di *BTS* sono presentati dalle *ESAs* alla Commissione UE per l'*endorsement* e – come visto – in assenza di obiezioni da parte del Consiglio dell'UE e del Parlamento europeo (almeno per gli *RTS*), acquistano diretta efficacia negli Stati membri.

Relativamente agli atti di *soft regulation*, il processo preparatorio è generalmente meno strutturato, avendo le *ESAs* una discrezionalità più ampia in ordine alla sottoposizione a consultazione pubblica e ad AIR delle bozze di atti di indirizzo.

34 Peraltro, giova evidenziare che – limitandosi gli artt. 11 e 117, co. 1, Cost. unicamente ad ammettere, più o meno esplicitamente, la prevalenza delle fonti europee su quelle interne – nell'ambito del sistema costituzionale italiano manca, a tutt'oggi, una specifica "*European clause*", che riconosca e disciplini la partecipazione dell'Italia al processo di integrazione europea, definendo eventuali condizioni e limiti dei significativi trasferimenti di sovranità in cui tale partecipazione si sostanzia.

35 Gli *Standing Committee* dell'*ESMA* su *Market Integrity* e *Post-Trading* sono, ad esempio, attualmente diretti dal Presidente della CONSOB.

È, naturalmente, assai rilevante il contributo che le *NCA*s forniscono, più in generale, sempre in fase ascendente, mediante la partecipazione di propri funzionari, a supporto tecnico di quelli delegati dai Governi, nei negoziati volti a definire i contenuti delle Direttive e dei Regolamenti dell'UE. Una sbrigativa, burocratica o tentennante partecipazione a tale fase cruciale di definizione delle regole da parte dei rappresentanti delle autorità degli Stati membri meno influenti finisce per generare effetti nocivi sull'attuazione e sul rispetto di atti normativi eventualmente approvati sotto il peso dominante degli Stati membri più importanti, spesso denotati da peculiari culture giuridiche e da specifici interessi economici.

In un contesto siffatto, in cui le *NCA*s si inseriscono in processi normativi complessi, che hanno il loro fulcro in ambito europeo, l'attività regolatoria di stretta competenza delle *NCA*s ha finito per subire una tendenziale dequotazione, posto che gli ambiti di discrezionalità nazionali sono sistematicamente condizionati da scelte effettuate e da norme poste a livello unionale. Misure regolatorie interne e norme di trasposizione nazionale poco attente al rispetto di tali equilibri potrebbero, in particolare, correre il rischio di sovrapporsi ai numerosi *BTS* in materia, finendo per aumentare i margini di incertezza applicativa e per frustrare l'obiettivo di dar vita a un quadro normativo omogeneo nell'area del mercato unico.

Pertanto, una modalità per garantire, in chiave prospettica, la concreta vitalità del ruolo propositivo delle *NCA*s – senza determinare eccessive complicazioni in forza di interventi nazionali volti unicamente a colmare gli angusti spazi interstiziali rimasti liberi nel già assai policentrico e *multi-layered legal order* europeo – potrebbe, ad esempio, attenersi all'opportunità di ottimizzare il coordinamento tra le diverse sedi, nazionali e sovranazionali, in cui hanno attualmente luogo le fasi costitutive del processo di elaborazione della regolazione finanziaria.

Si tratta di un'esigenza di raccordo che emerge con la massima intensità nella fase ascendente di partecipazione al diritto europeo: la crescente interdipendenza dei mercati e il conseguente consolidamento del sistema di regolazione sovranazionale suggeriscono, infatti, di evitare duplicazioni nelle AIR realizzate e di costruire un patrimonio di dati, di assunzioni e di esperienze comune e armonizzato, in grado di agevolare il corso dei lavori preparatori e dei negoziati, rafforzando, ove necessario, le posizioni sostenute a livello nazionale.

Nella prospettiva di accrescere la capacità della *NCA*s di incidere, in chiave tecnica e neutrale, nei processi negoziali europei, potrebbe rivestire un ruolo non trascurabile l'estensione dell'ambito di applicazione dei principi di *better regulation* alle proposte in discussione nell'ambito del SEVIF. La costruzione di un solido sostrato scientifico a supporto dei processi di formazione delle posizioni delle *NCA*s presso le competenti sedi UE consentirebbe di incrementarne l'ancoraggio alla razionalità deduttiva e la trasparenza, fondandoli sull'impiego di uno strumento – l'AIR, per l'appunto – che, da questo punto di vista, rappresenta oramai un sicuro *standard*, condiviso a livello europeo e internazionale.

Con riguardo, invece, alla fase discendente, le *NCA*s contribuiscono ad attuare, sul piano regolamentare, la normativa europea, fornendo altresì il proprio

apporto tecnico agli apparati governativi competenti³⁶. Le *NCA*s prestano la loro assistenza anche nell'ambito dei lavori di predisposizione degli schemi di atti normativi attuativi di direttive e di adattamento dell'ordinamento interno rispetto alle previsioni di regolamenti UE³⁷, oltre a fornire il proprio parere tecnico in occasione dell'elaborazione di eventuali schemi di regolamenti governativi. Si aprono, in tali fasi, nuovi spazi per i *regulators* nazionali, in termini di esercizio di opzioni alternative e di svolgimento di pubbliche consultazioni, fermo restando il divieto di *goldplating*³⁸.

Nel caso degli atti di *soft law* emanati dalle *ESAs* – come visto – le *NCA*s hanno forti disincentivi all'inottemperanza e, nuovamente, margini molto ridotti di discrezionalità. Nella prospettiva di incentivare la fondamentale esigenza di assicurare una piena *regulatory convergence* e la conformità operativa tra le diverse *NCA*s, le *ESAs* adottano due diversi strumenti: il primo segue il ricordato principio del "*naming and shaming*"; il secondo, invece, sfrutta il confronto tra le *NCA*s attraverso la pratica del *peer review*³⁹.

Un'ulteriore iniziativa per favorire la convergenza normativa è rappresentata dalla pubblicazione di *Questions & Answers (Q&A)*, domande e risposte utili a fornire una prima interpretazione delle disposizioni appena introdotte. Rispetto a tali atti – a cui si è già fatto cenno⁴⁰ – l'attività delle *NCA*s risulta abbastanza marginale, risolvendosi nell'emanazione di raccomandazioni e comunicazioni in funzione meramente recettiva ovvero nella diretta riproduzione sul proprio sito *web*, tradotte nella lingua nazionale, delle stesse *Q&A*.

36 Per quanto attiene al nostro Paese, al centro di tale fase si pone l'elaborazione della legge di delegazione europea e della legge europea, la prima finalizzata al conferimento di deleghe legislative per il recepimento nell'ordinamento italiano delle direttive e degli altri atti dell'UE rilevanti, la seconda intesa a prevedere norme di diretta attuazione, in adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'UE

37 Per quanto concerne i regolamenti UE, in effetti, sebbene di diretta applicazione negli Stati membri, si rende quasi sempre necessario predisporre a livello nazionale le misure atte a creare l'ambiente normativo adeguato a consentire una coerente applicazione, eliminando ovvero modificando le disposizioni preesistenti in vista dell'ingresso delle disposizioni europee; in alcuni casi, poi, il lavoro di trasposizione non richiede solo l'adattamento dell'ordinamento nazionale alle nuove disposizioni, ma anche la predisposizione di articolati regimi transitori (si veda, da ultimo, in tal senso, il d.lgs. 14 novembre 2016, n. 223, recante "*Adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi*").

38 Nel nostro Paese, salvi i casi eccezionali, «*gli atti di recepimento di direttive comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse*». Tale divieto, dapprima previsto dalla l. 28 novembre 2005, n. 246, è stato, poi, ribadito dalla legge di stabilità 2012 e, da ultimo, rimarcato dalla legge 24 dicembre 2012, n. 234.

39 In tal modo, le *ESAs*, anche mediante accessi nelle sedi delle omologhe straniere, verificano la circolazione delle *best practices* e controllano le modalità con cui sono attuati nei singoli Stati membri gli atti normativi di riferimento (cosiddetta *peer pressure*).

40 Cfr. *supra* nt. 28.

3 Il primo pilastro dell'Unione Bancaria europea: il *Single Supervisory Mechanism (SSM)*

La seconda risposta dell'UE alla recente crisi finanziaria – oltre a quella, sopra illustrata, relativa all'istituzione del SEVIF – è rappresentata dall'Unione Bancaria europea (UBE), creata a partire dal 2013 con lo scopo di dar vita a un quadro di supervisione bancaria sempre più integrato, nella prospettiva di garantire una maggiore stabilità finanziaria nella cosiddetta Eurozona.

Nel settore creditizio europeo coesistevano autorità di vigilanza nazionali investite di competenze analoghe, con sfere d'azione circoscritte alle singole giurisdizioni nazionali. Tuttavia, mentre gli ambiti di competenza di tali autorità si fermavano ai confini nazionali, l'operatività delle banche era più ampia. In un sistema siffatto, i costi degli eventuali dissesti bancari finivano per gravare, in ultima istanza, sui contribuenti, generando pericolosi circoli viziosi.

La crisi finanziaria ha, inoltre, mostrato che un'unione monetaria senza un'unione bancaria rischia di determinare o, quanto meno, di agevolare la nascita o la persistenza nel tessuto economico di consistenti elementi di fragilità. Ciò è stato successivamente confermato dall'erompere della crisi dei debiti sovrani, che, nel biennio 2011-2013, ha fatto emergere in tutta la sua virulenza la cosiddetta *bank-sovereign spiral*, cioè il forte nesso tra situazione finanziaria delle imprese bancarie e sostenibilità dei debiti pubblici.

Tale fenomeno ha amplificato la gravità della crisi nell'area dell'Euro, destabilizzando le economie di molti dei Paesi membri e, in ultima analisi, la tenuta della stessa moneta unica⁴¹. In tale contesto, l'UBE si è, dunque, imposta quale tappa obbligata per consolidare i progressi fenomeni aggreganti – dalla creazione dell'Euro all'istituzione della BCE, fino all'adozione di una politica economica comune – e per salvaguardare la stabilità economica e finanziaria nell'Eurozona⁴².

Il progetto di creare un'unione bancaria si pone, inoltre, in linea con gli impegni assunti dall'UE in seno al vertice economico del G20 di Los Cabos del 2012 e

41 Dalla primavera del 2010, la gestione della crisi dei debiti sovrani è stata accompagnata dall'adozione di diverse misure rivolte a conferire stabilità al sistema di *governance* economica europea, imponendo vincoli rafforzati alle politiche di bilancio nazionali: in sintesi, si tratta del "*Six Pack*" e del "*Two Pack*" (pacchetti legislativi di riforma del Patto di stabilità e crescita e di coordinamento delle politiche economiche), dell'"*Euro Plus Pact*", poi rinforzato con il "*Fiscal compact*", seguiti dall'*ESM (European Stability Mechanism)*, volto a creare un meccanismo di finanziamento permanente.

42 Il *rationale* macroeconomico sottostante all'UBE sembra confermato dalla lettura del *considerando* n. 2 del Regolamento UE n. 1024/2013 (Regolamento *SSM*), secondo cui «[l]'*attuale crisi finanziaria ed economica ha mostrato che l'integrità della moneta unica e del mercato interno potrebbe essere minacciata dalla frammentazione del settore finanziario. È quindi essenziale intensificare l'integrazione della vigilanza bancaria al fine di rafforzare l'Unione, ripristinare la stabilità finanziaria e gettare le basi per la ripresa economica*». In senso analogo si veda il *considerando* n. 5 del medesimo Regolamento, alla stregua del quale, «[p]er *preservare la stabilità finanziaria nell'Unione e aumentare gli effetti positivi sulla crescita e il benessere dell'integrazione dei mercati, è opportuno aumentare l'integrazione delle competenze di vigilanza. Ciò è particolarmente importante per garantire un controllo efficace e solido di un intero gruppo bancario e della sua salute complessiva e ridurrebbe il rischio di diverse interpretazioni e decisioni contraddittorie a livello del singolo ente*».

negli Accordi di Basilea III⁴³, nel quadro di un insieme di provvedimenti approvati per la vigilanza bancaria in conseguenza della crisi finanziaria globale, con l'intento di perfezionare la pregressa regolazione del settore bancario, l'efficacia dell'azione di vigilanza e la capacità degli intermediari di gestire i rischi che assumono⁴⁴.

Nel 2010 – come visto – al CEBS è subentrata l'EBA, investita di specifici compiti nella produzione regolatoria. Dal 2012 ha, poi, acquisito sempre più rilevanza l'idea di realizzare una *banking union* all'interno dell'Eurozona, fino a giungere alla decisione di costituire, con Regolamento UE n. 1024/2013, il primo dei tre pilastri dell'UBE: il *Single Supervisory Mechanism (SSM)*.

Gli obiettivi di *policy* concretamente avuti di mira sono rappresentati dall'esigenza di offrire una tutela rafforzata ai depositanti e di avere un "*playing field*" maggiormente livellato nel mercato del credito. Lo stesso "*Rapporto dei quattro Presidenti*", redatto nel 2012 dall'allora Presidente del Consiglio dell'UE Van Rompuy, in stretta cooperazione con i Presidenti della Commissione, dell'Eurogruppo e della BCE⁴⁵, ha ben evidenziato lo scopo di fondo della nuova disciplina: la creazione di un quadro finanziario, di bilancio e di politica economica integrato, teso a promuovere crescita sostenibile, occupazione e competitività.

La *ratio* fondamentale di questo cruciale sviluppo istituzionale dell'UE, incentrato sulla regia unitaria della supervisione e nella risoluzione delle banche dell'eurozona, riposa, ad ogni modo, nell'esigenza "suprema" di salvaguardare il sistema bancario dell'UE e la stessa unione monetaria. In tale orizzonte, il ruolo della BCE – sollecitata a fornire liquidità alle banche in crisi senza essere dotata dei connessi poteri di vigilanza – appariva scarsamente incisivo: posto che i salvataggi bancari erano destinati a essere realizzati a livello europeo, per minimizzare il ricorso a tali interventi, estremamente penalizzanti per le finanze pubbliche, appariva cruciale che anche la vigilanza *ex ante* potesse muoversi "*in tandem*", al medesimo livello istituzionale⁴⁶.

43 Ci si riferisce, naturalmente, allo "*Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*" predisposto nel giugno 2011 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

44 L'istituzione dell'UBE non è stata – a ben considerare – frutto di una decisione rivoluzionaria, rappresentando piuttosto un'evoluzione particolarmente accelerata. La necessità di una maggiore convergenza nella vigilanza bancaria era avvertita anche prima della crisi: la citata riforma "Lamfalussy", avviata nei primi anni 2000, aveva posto le basi per la creazione di un *corpus* unitario di norme in ambito bancario e finanziario. Prima dell'avvento dell'EBA, il CEBS, costituito nel 2004, già puntava a rafforzare la cooperazione nel settore della vigilanza, anche attraverso lo scambio di informazioni tra le NCAs. Ben prima della crisi, quindi, la vigilanza prudenziale europea aveva intrapreso un percorso orientato a una maggiore convergenza. L'armonizzazione della vigilanza bancaria in Europa non è, quindi, emersa "*out of the blue*" e la crisi finanziaria ne è stata certamente un potente elemento catalizzatore.

45 Si tratta del Rapporto del Presidente del Consiglio europeo del 26 giugno 2012 intitolato "*Verso un'autentica Unione economica e monetaria*" (EUCO 120/12), reperibile al seguente link: www.consilium.europa.eu/it/workarea/downloadasset.aspx?id=17220.

46 Cfr. MONTANARO, *The process towards centralisation of the European financial supervisory architecture: the case of the banking union*, in *PSL Quart. Rev.*, 2016, 69, 277, 163, la quale osserva che «[f]ollowing monetary unification, the asymmetry between cross-border and cross-sectors financial integration and national allocation of supervisory powers and crisis management responsibility was a major institutional challenge for the EU single market. In the aftermath of the 2008 financial crisis, the EU financial regulation architecture shifted from decentralisation and mutual recognition of home rules and supervisory practices to a progressive regulatory harmonisation. Strengthening cross-border cooperation between supervisors and central banks, improving convergence in supervisory practices, and

La centralizzazione della vigilanza microprudenziale è sembrata, inoltre, in grado di garantire un sensibile miglioramento della qualità e dell'efficacia dei controlli sui gruppi bancari e sulle attività bancarie a dimensione transfrontaliera, garantendo, al contempo, un rigoroso *enforcement* dei requisiti strutturali e operativi delle banche interessate⁴⁷.

Gli altri due pilastri su cui si basa l'UBE sono costituiti dal *Single Resolution Mechanism (SRM)*, definito con il Regolamento UE n. 806/2014, e dall'*European Deposit Insurance Scheme (EDIS)*, rispetto al quale la Commissione UE, nel novembre 2015, ha adottato solo una proposta di Regolamento⁴⁸. L'SSM e l'SRM sono, quindi, già pienamente funzionanti, mentre l'EDIS è in fase di realizzazione e sono tuttora in corso discussioni politiche per definire i dettagli di un sistema comune di garanzia dei depositi su scala europea⁴⁹.

Giova, in questa sede, soffermare l'attenzione sul primo pilastro dell'UBE, che – come visto – rappresenta un sistema di supervisione centralizzato. La vigilanza rimessa alla BCE riguarda, in senso lato e globale, l'attività di tutte le banche degli Stati membri poste sotto il suo diretto controllo, anche mediante l'esercizio di poteri di indagine e il compimento di ispezioni *in loco*. Alla BCE spettano, in particolare, i poteri in materia di vigilanza prudenziale su talune banche dell'Eurozona (di cui – come noto – fanno parte 18 dei 28 Stati membri dell'UE⁵⁰), mentre i Paesi non

*reducing the room for national discretions, were considered the main instruments to reconcile divergence between the European market dimension and the national and sectorial dimension of financial supervision. The limited supervisory powers given to the new authorities in the European system of financial supervisors clearly showed strong political resistances to centralisation by Member States and their supervisors. The ECB's direct supervision of major banks with headquarters in the euro area and the centralised resolution process and funding structure introduced by the banking union move the European institutional architecture from the previous framework of coordination and regulatory harmonisation to a supervisory centralisation at the euro area level. For these reasons, the banking union project launched in 2012 was a quantum leap in the process of EU financial integration». L'A. soggiunge che «[t]he banking union (...) objective was the 'denationalisation' of supervisory powers aimed at ensuring that banks in the euro area should be considered precisely as euro area banks, and not as banks subjected to one or more national supervisors, more or less reliable, depending on the fiscal strength of the country where they are headquartered». Cfr. altresì, in tema, BAGLIONI, *The European Banking Union. A Critical Assessment*, London, 2016, 7 ss.*

- 47 Cfr. ORTINO, *L'Unione bancaria nel sistema del diritto bancario europeo*, in AA.VV., *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, Pisa, 2016, 82 ss., secondo cui la BCE, a differenza delle NCAs, dovrebbe essere maggiormente refrattaria alle logiche dell'interesse nazionale, alle dinamiche di cattura del regolatore e al rischio di lassismo; CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea*, in *Dir. Pubbl.*, 2013, 3, 976, il quale osserva che, tra gli obiettivi dell'SSM vi è il superamento degli «atteggiamenti troppo tolleranti (forbearance) da parte dei regolatori di ciascun paese soprattutto nei confronti delle banche nazionali vigilate di maggior dimensione»; GRUNDMANN, *Un diritto economico europeo in mutamento. Dall'Unione della concorrenza all'unione finanziaria*, in *Contr. impr. Eur.*, 2016, 1, 17, secondo cui «i poteri di vigilanza furono trasferiti soprattutto alla BCE, sia perché l'azione di vigilanza da parte delle autorità nazionali aveva spesso mostrato delle influenze troppo marcate da parte della politica nazionale (cd. "regulatory capture") sia perché la BCE sembrava meglio posizionata per contrastare il legame finanziario molto stretto tra le banche ed i propri Stati membri di appartenenza, legame che si era dimostrato pericoloso per entrambi». In merito all'indipendenza della BCE, si consideri che i suoi membri, nominati dal Consiglio dell'UE, hanno un mandato – non rinnovabile – di otto anni e, durante *munere*, non possono svolgere alcuna altra attività, né possono sollecitare o accettare istruzioni dai Governi nazionali o da altre istituzioni europee.
- 48 Si tratta della "Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento 806/2014/UE al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, COM(2015) 586 final, del 24 novembre 2015".
- 49 I ritardi – come noto – sono attribuibili alle dispute politiche tra gli Stati membri, dovute alle resistenze a condividere i sistemi di finanziamento delle garanzie.
- 50 L'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'UE, svoltosi il 23 giugno 2016, condurrà presumibilmente alla riduzione a 27 del numero degli Stati membri e, conseguentemente, delle NCAs.

appartenenti all'Eurozona possono aderire al sistema su base volontaria (*opt-in*). La partecipazione degli Stati "non Euro" presuppone, in particolare, l'instaurazione di una "stretta cooperazione" tra le *NCA*s e la BCE, che può cessare per decisione dello Stato membro (*opt-out*) o per volontà della stessa BCE, assumendo, in questo caso, una sorta di valenza sanzionatoria.

Gli obiettivi di fondo dell'*SSM* – come in parte già accennato – sono i seguenti: aumentare la stabilità del sistema finanziario, almeno con riferimento alla zona Euro, agevolando il funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria della BCE; spezzare i perversi *feedback loops* tra rischi bancari e conti pubblici⁵¹, da un lato, e tra aumento del premio al rischio per i crediti al settore privato e *downgrade* del *rating* dei debiti sovrani, dall'altro lato; ridurre la frammentazione del mercato interno dei servizi bancari, aumentando la concorrenza e portando a un più forte consolidamento nel settore bancario europeo; risolvere, in un mercato integrato e unitario, il *mismatch* esistente tra presenza di gruppi bancari *cross-border*, esigenze di stabilità del settore bancario europeo e frammentazione delle architetture di regolazione e di vigilanza su basi strettamente nazionali⁵².

Il passaggio a una definizione più severa, obiettiva, armonizzata, "*risk-based*" e "*forward-looking*" degli assetti regolatori della vigilanza nell'area dell'Euro costituisce certamente l'elemento di maggior rilievo dell'intera riforma⁵³. In concreto, il Regolamento UE n. 1022/2013, che modifica il Regolamento istitutivo dell'*EBA* alla luce della centralizzazione della vigilanza bancaria, e il Regolamento *SSM* contribuiscono ad assegnare alla BCE compiti di ordinaria vigilanza *day-by-day* sugli istituti di credito⁵⁴ "significativi" e di vigilanza ("diretta") da parte delle *NCA*s sugli enti creditizi classificati come "*less significant*", sotto la generale sorveglianza della BCE (cosiddetta vigilanza "indiretta")⁵⁵. Il sistema fa, dunque, perno sul duplice criterio

51 Sul legame tra rischi per le finanze pubbliche e fragilità del settore bancario, si consideri l'affermazione secondo cui «è imperativo spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano», presente nella Dichiarazione del Vertice della Zona Euro, tenuto a Bruxelles il 29 giugno 2012, consultabile al seguente *link*: www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/131369.pdf; nonché il successivo MEMO/14/294 della Commissione europea, consultabile al seguente *link*: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_it.htm. Cfr. altresì DE GRAUWE, *Economics of monetary union*, Oxford (UK), 2016, 113, il quale osserva che «[t]he existence of a 'deadly embrace' between the sovereign and the local banking sector leads to the question of how this link can be broken. The answer is that a banking union can achieve this. A banking union makes it possible to spread the cost of a banking crisis that occurs in one country over the whole union, thereby insulating the local sovereign from the budgetary repercussions of this banking crisis»; ERCE, *Bank and Sovereign Risk Feedback Loops*, in *ESM Work. Pap. Ser.*, 1, 2015.

52 Cfr. SCHOENMAKER, *The financial trilemma*, in *Ec. Lett.*, 2011, 111, 1, 57 ss., il quale ritiene che il rafforzamento del processo federativo europeo sarebbe la sola possibile risposta al problema evidenziato.

53 Cfr. il "*Mission statement of the SSM*" consultabile al seguente *link*: www.bankingsupervision.europa.eu/about/mission-statement/mission-statement-of-the-ssm/html/index.en.html.

54 Per intuibili ragioni di semplicità espositiva, nel testo si è preferito ricorrere a una sineddoche, riferendo il discorso soltanto alle banche, trattandosi, a stretto rigore, di una disciplina che, per alcuni versi, è rivolta a un più vasto novero di soggetti, comprendente enti creditizi (cfr. art. 4, par. 1, punto n. 1, *CRR*), società di partecipazione finanziaria (cfr. art. 4, par. 1, punto n. 20, *CRR*) e società di partecipazione finanziaria mista (cfr. art. 2, punto n. 15, Dir. n. 2002/87/CE, *Financial Conglomerates Directive - FCoD*).

55 Trib. UE, 16 maggio 2017, in causa T-122/15, *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank c. BCE*, ha recentemente precisato che la vigilanza diretta sui soggetti "*less significant*", esercitata dalle *NCA*s nell'ambito dell'*SSM*, non costituisce l'esercizio di una competenza autonoma, bensì l'attuazione decentrata di una competenza esclusiva della BCE.

delle materie trattate – il Regolamento SSM indica, infatti, quelle rientranti nella competenza esclusiva della BCE – e della significatività sistemica degli istituti vigilati⁵⁶.

La BCE è, in ultima analisi, chiamata a vigilare almeno le tre banche "più grandi" dei Paesi partecipanti, mentre la maggior parte degli istituti di credito europei – in quanto "non sistemici" e, come tali, incapaci di generare esternalità negative internazionali – continuano a ricadere sotto la vigilanza diretta delle NCAs.

Più in dettaglio, la BCE opera, attualmente, la supervisione diretta di 125 gruppi bancari⁵⁷ dell'eurozona (di cui 14 italiani⁵⁸), che rappresentano approssimativamente 1.200 *supervised entities* individuali, mentre le NCAs, sotto la supervisione della BCE, vigilano le circa 3.500 *less significant institutions* rimanenti (di cui circa 500 hanno sede in Italia), oltre agli istituti di credito dei Paesi terzi che esercitino la loro attività anche nel territorio dell'UE.

Il confine tra enti *significant* e *less significant* è, peraltro, relativamente mobile, posto che, in qualsiasi momento, la BCE – di propria iniziativa, dopo essersi consultata con le NCAs, o su richiesta di una NCA – al fine di «*garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati*», può discrezionalmente decidere di avocare a sé la vigilanza diretta anche di una o più banche *less significant*, le quali finiranno per essere condizionate, nella loro concreta operatività,

56 Può essere utile ricordare che la "significatività" dell'istituto di credito si determina in base ai criteri stabiliti dall'art. 6 del Regolamento SSM, il quale attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale delle banche, e dagli artt. 39 ss. del Regolamento UE n. 468/2014 della BCE (Regolamento quadro sull'SSM), che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito dell'SSM tra la BCE e le NCAs e con le autorità nazionali designate (AND). I criteri identificativi della "significatività" sono i seguenti: a) il criterio dimensionale; b) il criterio dell'importanza economica, sotto il profilo dell'importanza per l'economia dell'UE o di un qualsiasi Stato membro partecipante; c) il criterio della significatività in riferimento alle attività transfrontaliere; d) il criterio dell'assistenza finanziaria pubblica diretta richiesta o ricevuta da parte dell'*European Stability Mechanism (ESM)*; e) il fatto che il soggetto vigilato sia uno dei tre enti creditizi o gruppi vigilati più significativi in uno Stato membro partecipante, avuto riguardo alle dimensioni del soggetto o del gruppo vigilati. In dettaglio, quanto al criterio *sub a*), per determinare se un soggetto o un gruppo vigilato sia o meno significativo sulla base del criterio delle dimensioni si fa, in linea di massima, riferimento al valore totale delle attività: un soggetto o un gruppo vigilato è classificato come significativo se il valore totale delle attività (*assets*) supera la soglia dimensionale dei 30 miliardi di euro. Quanto al criterio *sub b*), un soggetto vigilato insediato in uno Stato membro partecipante o un gruppo vigilato la cui impresa madre è situata in uno Stato membro partecipante sono classificati come significativi sulla base della loro importanza per l'economia del relativo Stato membro partecipante, se, in particolare, il valore totale delle attività è almeno pari a 1/5 della PIL dello Stato di appartenenza. Quanto al criterio *sub c*), un gruppo vigilato può essere considerato significativo dalla BCE sulla base delle sue attività transfrontaliere solo se il valore totale delle sue attività è superiore a 5 miliardi di euro e il rapporto tra le sue attività transfrontaliere e le sue attività totali è superiore al 20% ovvero il rapporto tra le sue passività transfrontaliere e le sue passività totali è superiore al 20%. Inoltre, la BCE può, di propria iniziativa, considerare un ente di importanza significativa quando questo ha stabilito filiazioni in più di uno Stato membro partecipante e le sue attività o passività transfrontaliere rappresentano una parte significativa delle attività o passività totali. Si noti che, secondo Trib. UE, 16 maggio 2017, in causa T-122/15, *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank c. BCE*, la qualificazione di un soggetto come "*significant*" può essere esclusa soltanto se da circostanze di fatto specifiche emerge che una vigilanza diretta da parte delle NCAs sarebbe *maggiormente in grado* di realizzare gli obiettivi e i principi della normativa pertinente (come, in particolare, la necessità di garantire l'applicazione coerente di *standard* di vigilanza elevati), mentre, a tal fine, non basterebbe limitarsi a dimostrare che la vigilanza da parte delle NCAs potrebbe rivelarsi *sufficiente* alla realizzazione degli obiettivi del Reg. SSM.

57 Con tale locuzione ci si riferisce talora anche a banche o a succursali sottoposte a vigilanza su base individuale.

58 Si tratta, in dettaglio, al 1° aprile 2017, dei seguenti gruppi bancari: Banca Carige S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banco BPM S.p.A., BPER Banca S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.C.p.A., Banca Popolare di Vicenza S.p.A., Barclays Bank plc, Credito Emiliano Holding S.p.A., ICCREA Banca S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A., UniCredit S.p.A., Unione di Banche Italiane S.p.A. e Veneto Banca S.p.A.

dall'eventuale attivazione di tale "call-back clause" (art. 6, par. 5, lett. b, Regolamento SSM)⁵⁹.

Secondo le ordinarie regole di *accountability*, la BCE deve rispondere del suo operato al Parlamento e al Consiglio dell'UE e trasmettere annualmente una relazione sull'esecuzione dei suoi compiti alla Commissione UE, all'Eurogruppo e ai Parlamenti nazionali degli Stati membri⁶⁰.

La scelta di attribuire alla BCE il potere di controllo sulle più importanti banche dell'Eurozona è stata influenzata, anzitutto, da ragioni giuridiche: l'ordinamento giuridico dell'UE, infatti, non avrebbe consentito la creazione di una nuova autorità, dotata di penetranti poteri di vigilanza, senza una modificazione dei Trattati istitutivi. Pertanto, facendo leva sul disposto degli artt. 127, par. 6, TFUE, e 25, par. 2, Statuto del SEBC e della BCE – che, a determinate condizioni, consentono di affidare alla BCE compiti «specifici» in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale delle banche⁶¹ – si sono attribuiti nuovi compiti di vigilanza a tale istituzione. Tale base legale ha consentito, pur presentando talune incognite⁶², di muovere nella direzione di un più profondo accentramento di competenze decisionali nell'ambito di un sistema di stampo sostanzialmente "federale"⁶³.

59 Cfr. TORCHIA, *op. cit.*, 366 ss., la quale osserva, in proposito, che la BCE: «*dispone, quindi, del potere di ridefinire, ampliandolo, l'ambito della propria competenza: un potere tipico della sovraordinazione amministrativa, che rende l'ambito di competenza delle autorità nazionali meno rigido e sottoposto alla valutazione dell'autorità sovraordinata, a seconda delle circostanze nonché, è facile supporre, a seconda del modo in cui la vigilanza nazionale viene esercitata*». L'A. conclude che è, quindi, «*l'autorità centrale che può attrarre a sé compiti ordinariamente attribuiti alle amministrazioni decentrate e questa "attrazione" presenta caratteri più simili a quelli di un potere di avocazione che non i caratteri tipici della sussidiarietà*».

60 Osserva, al riguardo, D'AMBROSIO, *Il Meccanismo di Vigilanza Unico: profili di indipendenza e di accountability*, in AA.VV., *Scritti sull'Unione Bancaria*, a cura di D'Ambrosio, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2016, 81, 89, che «*[l]a relazione annuale sull'attività di vigilanza è un atto della BCE ed è adottata, secondo le relative norme di procedura (art. 13-quindecies delle regole di procedura della BCE), dal Consiglio direttivo su proposta del Consiglio di vigilanza, presentata dal Comitato esecutivo. A illustrare la relazione al Parlamento e all'Eurogruppo è, però, il presidente del Consiglio di vigilanza e non il presidente della BCE. Si assiste, così, all'incongruenza che il presidente del Consiglio di vigilanza illustra al Parlamento europeo una relazione sull'attività di vigilanza deliberata dal Consiglio direttivo e al cui procedimento di approvazione redazione contribuisce anche il Comitato esecutivo. Tale ultima previsione non appare del tutto in linea col principio di separazione tra funzioni di politica monetaria e funzioni di vigilanza, soprattutto ove si consideri che la relazione annuale (...) indica anche le priorità di vigilanza dell'anno in cui essa è presentata al Parlamento*».

61 Secondo TOSATO, *The Legal Basis of the Banking Union*, in AA.VV., *The European Banking Union*, a cura di Barucci e Messori, Bagno a Ripoli, 2014, 44, quelli conferiti alla BCE sono effettivamente *tasks* "specifici", mentre PEREZ, *Il Meccanismo europeo di vigilanza finanziaria e la ripartizione delle competenze*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2015, 5, 591, osserva che «*il trasferimento dei poteri alla Bce, lungi dall'aver riguardato compiti specifici, ha sostanzialmente avuto a oggetto tutti i compiti integranti la vigilanza prudenziale*». Anche PUGLIESE, *L'unione bancaria europea tra esigenze di coerenza interna e risposte alle sfide globali*, in *Dir. Un. Eur.*, 2014, 4, 847 ss., osserva che «*[i]ndubbiamente l'attribuzione alla BCE di compiti altri rispetto alla sua funzione prioritaria (cioè la vigilanza sulla stabilità prezzi), tanto più sulla base dell'art. 127.6 TFUE, che sembra conferirle "specifiche funzioni" (che escluderebbero, quindi, il trasferimento in blocco della sorveglianza prudenziale), può suscitare perplessità*».

62 Invero, giova ricordare che, ai sensi dell'art. 65, par. 1, lett. b), TFUE, tra le restrizioni alla liberalizzazione del settore finanziario, specialmente in punto di movimenti di capitali, che i singoli Stati membri possono legittimamente decidere di applicare unilateralmente all'interno dell'UE figurano, *inter alia* e a certe condizioni, le misure necessarie per impedire le violazioni della legislazione nazionale in materia di vigilanza prudenziale sui servizi finanziari.

63 Secondo MACCHIA, *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Pub.*, 2, 2016, 383, ss., «*il sistema unico di supervisione bancaria sembra essere ispirato ad una base federale*» e «*riprende un modello "tecnocratico"*».

Si è accennato al fatto che l'*SSM* prevede un complesso sistema di riparto di competenze tra BCE e le *NCA*s: a farsi carico di tracciare i confini tra i poteri della BCE e delle *NCA*s, cercando di individuare le procedure di cooperazione tra le stesse autorità in merito alla vigilanza sugli enti partecipanti all'*SSM*, è il Regolamento UE n. 468/2014 della BCE (Regolamento quadro sull'*SSM*).

Se, in linea di principio, alla BCE spetta la vigilanza microprudenziale sulle banche "significative" dell'Eurozona, mentre alle *NCA*s residua la vigilanza sulle banche "*less significant*" e dei Paesi terzi esercenti la loro attività anche nel territorio europeo, il ruolo concretamente svolto dalle *NCA*s nei procedimenti di competenza della BCE continua, peraltro, a essere rilevante. D'altro canto, è bene evidenziare che la BCE detiene importanti poteri di indirizzo anche sull'attività di vigilanza di diretta competenza delle *NCA*s. In sostanza, i criteri di riparto indicati subiscono dei temperamenti, legati al fatto che, nell'ambito di competenza esclusiva della BCE residuano numerosi spazi per le *NCA*s, che sono tenute a collaborare con la BCE al fine di coadiuvarne l'attività di vigilanza, nella prospettiva di assicurare il funzionamento efficace e coerente del nuovo sistema di vigilanza.

In dettaglio, appartiene alla BCE, con riferimento a tutte le banche (significative o meno) il potere decisionale relativo all'ingresso sul mercato e agli assetti proprietari, con riferimento all'autorizzazione e alla revoca all'esercizio dell'attività bancaria, nonché all'acquisto e alla cessione di partecipazioni qualificate in banche (artt. 4, 14 e 15, Reg. *SSM*).

Alle *NCA*s sono comunque riconosciute importanti funzioni istruttorie, dirette ad assistere la BCE nella predisposizione e nell'attuazione dei provvedimenti di vigilanza. Nello svolgimento di siffatta attività ausiliaria e di supporto le *NCA*s sono tenute a scambiare informazioni con la BCE⁶⁴, che mantiene la piena responsabilità dei provvedimenti assunti, e a seguirne le istruzioni. La BCE può, inoltre, adottare nei confronti di qualsiasi banca rientrante nell'*SSM* misure di *early intervention* (dall'applicazione di requisiti patrimoniali più stringenti al divieto di distribuzione degli utili sino alla rimozione di uno o più amministratori), in ipotesi di violazione dei requisiti prudenziali o in presenza, nella situazione finanziaria e organizzativa della banca, di elementi che non ne consentano una gestione solida e la copertura dei rischi.

Si consideri, peraltro, che nel nuovo sistema di supervisione la BCE condivide le responsabilità di vigilanza con le *NCA*s dei Paesi membri dell'*SSM*. Infatti, in ossequio al principio di collegialità, un rappresentante delle *NCA*s per ognuno dei 19 Stati membri partecipanti (solitamente, un membro del vertice esecutivo della *NCA*, incaricato della vigilanza bancaria) siede nell'organo "propulsivo" dell'*SSM*: il

64 Cfr. BARBA NAVARETTI - CALZOLARI - POZZOLO, Sand in the wheels: Implementing the Single Supervisory Mechanism and Multinational Banking in Europe, in Eur. ec., banks, reg., real sect., 2015, 3, 15, i quali, dopo aver osservato, al riguardo, che «[b]y avoiding to collect precise information on the bank that would be transferred and used by the ECB or simply by slowing down the process of information acquisition, national authorities may be still in the position to affect the supervisory process even if this has been advocated by the ECB», concludono affermando che «we may expect that the SSM will continue to rely on locally generated information, thus leaving the door open to significant agency issues».

Supervisory Board della BCE (art. 26, Reg. SSM). Tale organo, al fine di scongiurare potenziali conflitti legati alla riunione in un solo soggetto dei compiti di politica monetaria e di vigilanza prudenziale⁶⁵, è chiamato unicamente a pianificare e a svolgere i compiti di supervisione di competenza dell'SSM, sottoponendo, poi, al *Governing Council* della BCE – quale unico organo della BCE a esser dotato, secondo il TFUE, di poteri decisionali – le pertinenti proposte di deliberazione, che si intendono, poi, approvate, mediante un meccanismo di silenzio-assenso, in assenza di obiezioni motivate per iscritto con particolare riferimento a (prevalenti?)⁶⁶ questioni di politica monetaria (cosiddetta "*non-objection procedure*")⁶⁷. Il *Supervisory Board* – attualmente composto da ben 25 membri⁶⁸ – è opportunamente coadiuvato nelle sue attività da un più ristretto e snello *Steering Committee* interno⁶⁹, che ne prepara altresì le riunioni.

I poteri connessi ai compiti di ordinaria supervisione microprudenziale⁷⁰ e quelli correlati all'adozione di misure intese a garantire la stabilità sistemica⁷¹ sono

- 65 Si veda, in proposito, la Decisione BCE/2014/39 (2014/723/UE) sull'attuazione della separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza della BCE. In dottrina, sul punto, cfr. LLEWELLYN, *Institutional structure of financial regulation: the basic issues*, Paper presentato al World Bank seminar intitolato "*Aligning Supervisory Structures with Country Needs*", tenutosi a Washington DC, il 6 e il 7 giugno 2006, 29 ss.
- 66 In ordine al problematico *interplay* tra i due obiettivi perseguiti dalla BCE – stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria – anche alla luce del principio di separazione tra funzioni di politica monetaria e di vigilanza sul sistema creditizio stabilito dall'art. 25, par. 2, Reg. SSM, cfr. LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ, *op. cit.*, 226 ss., già in LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ - SOLANA ÁLVAREZ, *Depicting the Limits to the SSM's Supervisory Powers: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights' Protection*, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2015, 79, 40 ss.
- 67 Inoltre, se talune NCAs hanno opinioni divergenti in merito a un'obiezione del *Governing Council* a una *draft decision* del *Supervisory Board*, la questione è rimessa a un *mediation panel*, che, nella prospettiva di garantire la separazione tra compiti di politica monetaria e compiti di vigilanza, esprime un parere, preso in considerazione il quale il *Supervisory Board* può sottoporre una nuova *draft decision* al *Governing Council*. Osserva, al riguardo, MACCHIA, *op. cit.*, 378, che «[d]a un lato, il personale coinvolto nell'assolvimento dei compiti di vigilanza è separato dal punto di vista organizzativo, anche per quanto concerne la struttura gerarchica, dal personale impegnato negli altri compiti. Dall'altro, le spese per l'assolvimento dei compiti di vigilanza sono disgiunte all'interno del bilancio della BCE. È garantito che il consiglio direttivo operi in modo differenziato: per un verso con riguardo alle funzioni di politica monetaria, per l'altro con riferimento ai compiti di vigilanza. È istituito, per giunta, un gruppo di esperti di mediazione per risolvere le eventuali divergenze in ordine alla separazione delle due funzioni».
- 68 Si tratta del Presidente (nominato con mandato quinquennale non rinnovabile), da un Vicepresidente (scelto fra i membri dell'*Executive Board* della BCE), da quattro rappresentanti della BCE e dai rappresentanti delle NCAs dei Paesi aderenti.
- 69 Tale organo è composto dal Presidente e dal Vicepresidente del *Supervisory Board*, da un rappresentante della BCE e da cinque rappresentanti delle NCAs.
- 70 Si tratta della verifica del rispetto della disciplina prudenziale nelle componenti qualitative (organizzazione, *governance*, remunerazioni), in quelle quantitative (requisiti patrimoniali, concentrazione dei rischi, liquidità, *leverage*) e di informativa al pubblico. Si aggiunga la conduzione del processo di revisione e valutazione prudenziale (*SREP*) e degli *stress test*, la vigilanza su base consolidata e quella supplementare sui conglomerati finanziari, nonché i piani di risanamento e le misure di intervento precoce.
- 71 Ai sensi del combinato disposto degli artt. 5, Regolamento SSM, e 104-105, Regolamento quadro sull'SSM, il potere di imporre agli enti creditizi di costituire riserve supplementari di capitale in aggiunta ai fondi propri ordinari, in modo da assicurare l'accumulo di una base di capitale sufficiente a coprire le perdite nelle fasi di crisi economica (cosiddetto *countercyclical capital buffer - CCyB*), spetta alle NCAs, le quali, con almeno dieci giorni di anticipo, sono tenute a notificare alla BCE l'intenzione di utilizzare tali misure. Tuttavia, la BCE, entro cinque giorni, può opporsi alla misura prevista, esponendo alla NCA interessata i motivi della sua opposizione. Prima di procedere all'adozione della decisione, se del caso, la NCA deve prendere debitamente in esame le ragioni della BCE. La BCE può, peraltro, fare direttamente uso di tali strumenti macroprudenziali: essa può, ad esempio, richiedere alle banche di rispettare requisiti più elevati relativamente a riserve di capitale anticicliche, riserve per il rischio sistemico (ove vigenti in base alle legislazioni nazionali), requisiti patrimoniali aggiuntivi per gli istituti di rilevanza sistemica, ponderazioni di rischio per le esposizioni nei confronti del settore immobiliare o verso altre società finanziarie, limiti alle grandi

ripartiti – come accennato – in funzione della "significatività" del soggetto vigilato. Per le banche significative tali compiti vengono svolti dalla BCE, nel rispetto di un criterio generale di decentramento operativo, sussidiarietà e multinazionalità, avvalendosi di unità di *staff* – i *Joint Supervisory Teams (JSTs)* – che comprendono personale proveniente dalla BCE e dalle *NCA*s, le quali ultime, pertanto, conservano un ruolo fondamentale, ai fini istruttori, anche con riferimento alle banche significative⁷². I *JSTs*, quali responsabili della *day-by-day supervision* di ciascun ente significativo, rappresentano, infatti, il principale strumento di cooperazione strutturale tra *NCA*s e BCE e la "prima linea" nei rapporti con il personale degli enti creditizi vigilati⁷³.

Per quanto attiene alle banche meno significative, i medesimi compiti saranno svolti dalle *NCA*s, le quali, quindi, sono chiamate a svolgere una capillare attività di verifica del rispetto del complesso di regole armonizzate a livello europeo, in costante sintonia con le modalità unitariamente definite a livello europeo dall'*EBA*.

Si tenga conto del fatto che la responsabilità attinente all'implementazione di tali *standard* spetta alla BCE, che esercita tale funzione di garante del funzionamento efficace e coerente dell'*SSM* tramite una specifica articolazione organizzativa

esposizioni e obblighi di informativa addizionali. Resta, peraltro, fermo l'obbligo di dare un preavviso di almeno dieci giorni alla *NCA* dello Stato membro interessato, la quale potrà, a sua volta, sollevare, entro cinque giorni, un'obiezione che la BCE dovrà considerare prima di procedere. Nel *Macroprudential Bulletin* della BCE, 2016, 1, 8 ss., è dato leggere, al riguardo, che: «*the SSM Regulation assigns macroprudential responsibilities to both the national authorities and the ECB, who are thus jointly responsible for macroprudential policy. In particular, the Regulation gives national authorities the power to implement macroprudential measures and gives the ECB the power to tighten the measures set out in EU legislation. The asymmetric nature of the powers assigned to the ECB reflects both the role the ECB is required to play should national authorities not take adequate action to implement macroprudential measures, and the expectation that NCA and NDA will be pro-active in reacting to the specific conditions being experienced in their country at any particular time. The ECB can also lead the analysis of cross-border effects, and can support action being taken to promote reciprocation of national macroprudential policies. The ECB and the national authorities engage in broad discussions on the use of macroprudential instruments in the SSM, both at technical and policy level. In this context, the ECB and the national authorities are in 'symmetric' roles, and the discussions serve to assess the adequacy of the macroprudential stance across the SSM and not only in any one individual Member State. The ultimate decision-making body in the SSM is the Governing Council, which is also in the lead for macroprudential policy. The Governing Council works closely with the Supervisory Board on macroprudential matters and benefits from the Supervisory Board's detailed knowledge of the banking system. The SSM Regulation outlines the basis on which macroprudential tasks have been assigned to the ECB, and sets out how the independence of monetary policy is to be preserved. The Macroprudential Forum, composed of the members of the Governing Council and the Supervisory Board, operates as a platform for regular discussion at the highest level, bringing together the micro- and the macro-prudential perspectives across the SSM.*

72 Ai sensi degli artt. 3 ss., Regolamento quadro sull'*SSM*, le *NCA*s designano una o più persone del proprio organico quali membri di un *JST*. Un membro del personale di una *NCA* può essere designato a far parte di più *JSTs*. Ciascun *JST* opera sotto il coordinamento di un membro del personale della BCE all'uopo designato per un periodo compreso tra tre e cinque anni (*JST coordinator*) e di uno o più sub-coordinatori espressi dalle *NCA*s (*national sub-coordinators*), in genere provenienti da Paesi diversi da quelli in cui è ubicato lo specifico ente vigilato dal *JST*. La BCE è responsabile dell'istituzione e della composizione dei *JSTs*, al punto da poter richiedere alle *NCA*s di modificare le designazioni effettuate, ove ciò risulti «opportuno» ai fini della composizione di un *JST* pienamente funzionante. In dottrina, cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, 130 ss., secondo cui, «[a] ben considerare, la ratio posta a fondamento della composizione degli *JST* è quella di garantire l'omogeneizzazione delle prassi di vigilanza, attraverso l'apporto congiunto di soggetti in grado di contribuire ciascuno con la propria esperienza (acquisita in ambito nazionale) allo svolgimento della supervisione sulle banche di altri Stati membri; riportando nel contempo nel proprio paese le conoscenze delle sperimentazioni effettuate all'interno del contesto regionale europeo».

73 Giova considerare che, ai sensi degli artt. 20 e 21, Regolamento quadro sull'*SSM*, la BCE e le *NCA*s sono tenute a cooperare in buona fede e a scambiarsi informazioni in modo tempestivo e accurato.

– il *Directorate General Micro-Prudential Supervision III (DG MS III)* – applicando in modo proporzionale gli approcci di vigilanza elaborati per gli enti creditizi significativi da un'altra unità organizzativa – il *Directorate General Micro-Prudential Supervision IV (DG MS IV)* della BCE – nella prospettiva di garantire la massima qualità delle attività di vigilanza condotte dalle *NCA*s e la coerenza dei requisiti di vigilanza di tutti gli enti creditizi contemplati dall'*SSM*⁷⁴.

Le *NCA*s, al fine di consentire alla BCE di esercitare una sorveglianza sul funzionamento del sistema, devono fornire ad essa informazioni, comunicando eventuali progetti di decisioni di vigilanza relativi a procedure che abbiano un impatto rilevante sull'ente (si pensi alla procedura di *removal* degli esponenti aziendali).

Si aggiunga l'eventualità che la BCE attivi la ricordata "*call-back clause*", con conseguente ulteriore spinta all'allineamento delle prassi di vigilanza nell'Eurozona, senza, tuttavia, poter escludere possibili tensioni connesse alla problematica compatibilità di tale potere di avocazione con il principio di sussidiarietà.

Inoltre, qualora, in relazione alla vigilanza su soggetti vigilati meno significativi, la BCE ritenga opportuno coinvolgere membri del personale di una o più altre *NCA*s nel *JST* di una *NCA*, la BCE può richiedere a quest'ultima di coinvolgere membri del personale di tali altre *NCA*s⁷⁵.

Infine, le *NCA*s sono tenute a presentare annualmente una relazione alla BCE sull'attività di vigilanza da esse svolta e ad informarla su ogni eventuale deterioramento della situazione finanziaria di un soggetto vigilato meno significativo, specialmente quando tale deterioramento potrebbe condurre a una richiesta di assistenza finanziaria da parte del cosiddetto "Fondo salva Stati" (*European Stability Mechanism - ESM*).

Obblighi di cooperazione tra le *NCA*s e la BCE sono previsti anche con riferimento all'attività ispettiva⁷⁶.

74 In particolare, il *DG MS III* comprende la *Supervisory Oversight & NCAs Relations Division*, il vero punto di riferimento delle *NCA*s presso la BCE quale autorità di vigilanza bancaria. Tale unità è responsabile della cooperazione con le *NCA*s e supervisiona i loro approcci di vigilanza nei confronti degli enti meno significativi, allo scopo di assicurare elevati *standard* di vigilanza e l'applicazione coerente dei processi e delle procedure di vigilanza da parte delle *NCA*s. La divisione, assieme al *DG MS IV* si occupa anche di assicurare la qualità dei processi di vigilanza nelle *NCA*s.

75 Si veda l'art. 7, Regolamento quadro sull'*SSM*. Osserva, in proposito, MACCHIA, *op. cit.*, 382, che, in tal modo, «sono possibili scambi orizzontali di personale tra i regolatori statali, presupposto per la diffusione nello spazio europeo di una cultura amministrativa comune».

76 Le ispezioni *on-site* sono condotte da *team* composti da funzionari della BCE e da persone dalla stessa autorizzate. La BCE è tenuta, da un lato, almeno cinque giorni lavorativi prima dell'inizio delle attività, a notificare all'ente ispezionato, l'identità dei membri del *team*, e, dall'altro lato, almeno una settimana prima di effettuare tale notifica, a notificare l'ispezione anche alla *NCA* dello Stato membro in cui l'ispezione deve avere luogo. Ove necessario ai fini di un'ispezione corretta ed efficace, la BCE può, peraltro, svolgere l'ispezione *in loco* senza previa notifica al soggetto vigilato, dandone, in ogni caso, comunicazione alla *NCA* prima dell'inizio dell'ispezione stessa. Si noti che, qualora i funzionari della BCE e le altre persone da essa autorizzate constatino che un soggetto si oppone a un'ispezione, la *NCA* dello Stato membro partecipante interessato è tenuta a prestare loro l'assistenza necessaria, in conformità del diritto nazionale.

L'effettività dei poteri attribuiti alla BCE è, in conclusione, garantita dalla previsione di un articolato sistema di *enforcement*, a garanzia del rispetto delle norme previste dal diritto dell'UE da parte degli enti vigilati⁷⁷.

3.1 Profili problematici

La creazione dell'UBE – in particolare, del suo elemento originario, l'SSM – non ha mancato di destare alcune perplessità, per via della forte incidenza sui rapporti tra UE e Stati membri e sulla sovranità stessa di questi ultimi, facendo venir meno la primazia del legislatore nazionale nell'individuazione e nella definizione delle linee-guida dell'azione di vigilanza pubblica sulle banche più rilevanti. A ciò si è aggiunta l'attuale tendenza, non priva anch'essa di profili problematici, alla "frantumazione" della funzione di vigilanza⁷⁸, che oggi si articola nelle quattro componenti della regolazione (per lo più, affidata al "binomio" EBA-Commissione UE, ma con margini di intervento per la BCE), della supervisione vera e propria (suddivisa tra BCE, con un ruolo egemonico, e NCAs), dell'*enforcement* (affidato alla stessa BCE⁷⁹,

77 In particolare, la BCE può irrogare sanzioni amministrative pecuniarie fino al doppio dell'importo dei profitti ricavati o delle perdite evitate grazie alla violazione, ove determinabili, ovvero fino al 10 per cento del fatturato complessivo annuo nell'esercizio finanziario precedente. Anche in merito a siffatto potere sanzionatorio sussiste una peculiare forma di esercizio condiviso e congiunto: in particolare, la BCE è tenuta a intervenire solo sulle banche significative, comminando sanzioni amministrative pecuniarie per violazioni (dolose o colpose) degli obblighi previsti da disposizioni europee direttamente applicabili (ad es., Regolamenti UE); negli altri casi (violazione del diritto nazionale di recepimento di direttive, sanzioni agli esponenti aziendali e sanzioni non pecuniarie), la BCE, laddove necessario all'assolvimento dei propri compiti, potrà esercitare una funzione di "impulso", richiedendo alla NCA interessata, nell'ambito di un rapporto di diretto coordinamento, di avviare procedimenti volti a intervenire per assicurare che siano imposte ai responsabili sanzioni amministrative appropriate (cioè efficaci, proporzionate e dissuasive).

78 Di «visione frammentaria delle funzioni e dei poteri che compongono la vigilanza bancaria» parla MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2013, 73, 44.

79 L'art. 4, par. 3, del Reg. SSM, stabilisce che, ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti alla BCE dallo stesso Reg. SSM e allo scopo di assicurare *standards* elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'UE e – in modo del tutto inedito – ove tale diritto sia composto da direttive, anche la stessa *legislazione nazionale di recepimento* di tali direttive, mentre, laddove il pertinente diritto dell'UE sia costituito da regolamenti e, al momento, tali regolamenti concedano esplicitamente opzioni per gli Stati membri, la BCE applica anche la legislazione nazionale di esercizio di tali opzioni. Osserva, al riguardo, TORCHIA, *op. cit.*, 368, che «[i]l cambiamento è evidente: ci sarà un unico soggetto che applica regole nazionali (almeno parzialmente) diverse, mentre usualmente nel diritto europeo si hanno tante amministrazioni nazionali diverse che applicano la medesima regola europea». STOLFI, *Tempi (post-)moderni: nuovi impulsi normativi europei alla prova delle sovrapposizioni*, in *LUISS SOG Working Paper Series*, 32, 2016, 16, afferma che «indubbiamente permane forte la singolarità di un ente pubblico sovranazionale che esercita alcuni dei suoi poteri (attribuitigli da un atto normativo sovranazionale) applicando previsioni di un singolo ordinamento nazionale», aggiungendo che «[i]l primo problema che si creerà sarà dovuto alla permanente diversità fra le diverse normative nazionali. Le Autorità centralizzate dovranno applicare, per ogni Stato membro nel quale opereranno, norme che – pur derivando, il più delle volte, da un unico originario impulso sovranazionale – sono state calate nell'ordinamento con modalità nient'affatto omogenee. Si pensi, innanzitutto, ai casi – non infrequenti – di esercizio o mancato esercizio di discrezionalità nazionali». LEHMANN, *Single Supervisory Mechanism Without Regulatory Harmonisation? Introducing a European Banking Act and a 'CRR Light' for Smaller Institutions*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2017, 3, 7, osserva quanto segue: «[t]he situation that the ECB, as an EU institution, has to follow national law has been called 'highly exotic'. Indeed, the SSM deviates from the received wisdom that, in a multi-level system of governance, the higher level of government is only charged with the implementation of legislation that it has set itself, but not with the enforcement of rules set on the lower level. The peculiar structure of the SSM is not only contrary to the US model, but also breaks with the practice of European law in general. EU bodies, such as the Commission, exclusively apply EU law. They have never been tasked to implement rules of national law, which is considered the natural function of the Member States' authorities. The SSM thus turn things on their head. The ECB's task to apply national rules leads to very practical problems. Just think about the number of different Member State laws that have to be applied by the staff in Frankfurt. One can only imagine how the JST coordinator juggles with the national rules applying to that bank. Since by convention such a coordinator must not be a national of the state in

oltreché, naturalmente, agli Stati membri) e della risoluzione delle crisi bancarie (la cui gestione è variamente ripartita, di nuovo, tra numerose autorità e istituzioni soprattutto europee: la BCE, le *National Resolution Authorities - NRAs*, con il coordinamento del *Single Resolution Board - SRB*, la Commissione UE e il Consiglio dell'UE, queste ultime autorità di carattere "politico")⁸⁰.

Un'architettura di ispirazione federale così stratificata e procedure di cooperazione amministrativa così composite possono senz'altro ingenerare conflitti fra le molte autorità coinvolte, dispersione di funzioni, confusione tra responsabilità reciproche e, in ultima analisi, pericolosi rallentamenti negli interventi di volta in volta necessari⁸¹, in special modo con riferimento alle vischiosità operative connesse al non sempre efficiente canale decisionale che vede coinvolti il *Supervisory Board* e il *Governing Council* della BCE⁸².

Non sembrano, del resto, mitigare le possibili tensioni e i rischi di disallineamento, da un lato, l'asimmetria geografica legata alla non perfetta coincidenza tra Paesi membri dell'UE (quindi soggetti alla piena *regulatory harmonisation* del SEVIF), Paesi membri dell'UE altresì appartenenti all'Eurozona (interessati, pertanto, anche dalla *supervisory centralisation* dell'SSM⁸³) e Paesi rientranti nella sfera di azione dell'SRM⁸⁴ e, dall'altro lato, le numerose incognite legate al recesso dall'UE di un importante Paese "out" come il Regno Unito e allo *status* che le imprese di investimento stabilite in tale cruciale *hub* finanziario ricopriranno nel prossimo futuro⁸⁵.

Alla luce della serietà di tali questioni, che possono compromettere l'efficienza del complessivo apparato regolatorio e di vigilanza europeo – divenuto un

which the supervised bank is established, it is not excluded that he or she misinterprets the provision. This creates not only huge inefficiencies but also uncertainties in situations where decisions have to be taken rapidly. Moreover, the mixture between national law and European enforcement leads to uncertainty with regard to access to justice. Where a measure has been taken by the ECB on the basis of national rules, it is unclear whether the supervised entity will have to sue the ECB, the national supervisor, or both, and in which court. Although it seems that the measure can be attacked before the Court of Justice of the European Union (CJEU), doubts have been voiced over this possibility».

80 Cfr. BARBA NAVARETTI - CALZOLARI - POZZOLO, *Bail-in, up to a point*, in *Eur. ec., banks, reg., real sect.*, 2016, 2, 23 ss., in ordine al fatto che l'architettura istituzionale del *resolution framework* presenti numerosi problemi giuridici e procedurali, in special modo per i Paesi dell'Eurozona.

81 Cfr. CIRAIOLO, *Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in *Amm. in Camm.*, 5 maggio 2014, 36; MACCHIA, *op. cit.*, 400, il quale ritiene, in proposito, che si dovrà operare in modo che «la complessità non vada a scapito della tempestività ed efficacia del processo decisionale, il che richiederà forti capacità di indirizzo da parte delle autorità europee».

82 Cfr. LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 1, 449, definisce «alquanto bizantina» la «architettura di governance» della BCE.

83 Cfr. FERRARINI, *Single Supervision and the Governance of Banking Markets: Will the SSM Deliver the Expected Benefits?*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2015, 16, 3, 513 ss. Si rammenta che i Paesi appartenenti all'UE ma non aderenti all'eurozona (i cosiddetti Stati "outs") sono i seguenti: Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Romania, Danimarca, Svezia e Regno Unito.

84 Si tratta di 26 dei 28 Stati membri dell'UE: i due Paesi non aderenti sono la Svezia e il Regno Unito.

85 Cfr., in chiave ottimistica, RINGE, *The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market*, in *Oxford Leg. Stud. Res. Paper*, 3, 2017, 35, secondo cui «[l]egal creativity will engineer a solution that both formally satisfies the referendum outcome but protects vital economic interests of business». Non sussistono, invece, perplessità per le banche insediate nel Regno Unito, che, non partecipando all'SSM, sono e resteranno soggette alla vigilanza della *Prudential Regulation Authority (PRA)*, quale organo interno alla *Bank of England*.

framework «a geometria variabile»⁸⁶ e "a differenti velocità"⁸⁷, «un ordine giuridico "a cascata"»⁸⁸ caratterizzato da intermediari bancari in parte soggetti all'SSM e in parte vigilati dalle NCAs nel contesto del SEVIF – appare chiaro che soltanto un intenso sforzo comune, sul piano politico, istituzionale, organizzativo e culturale, può garantire il buon esito del progetto della piena "europeizzazione" della supervisione finanziaria e bancaria.

L'SSM va, peraltro, a incidere sul SEVIF: l'assolvimento dei compiti di vigilanza bancaria da parte della BCE avviene, infatti, nel contesto del SEVIF e in stretta cooperazione con le NCAs e con l'EBA. Alcuni profili critici, a tale riguardo, meritano una seppur fugace menzione.

Anzitutto, viene in questione il raccordo tra il potere di vigilanza della BCE e quello esercitato da altri organismi istituiti a livello dell'UE. Si è visto che l'architettura istituzionale della vigilanza finanziaria europea ha subito, nel 2010, un profondo cambiamento, che ha condotto alla nascita di un organismo con compiti macroprudenziali – l'ESRB – e di tre ESAs con finalità microprudenziali e competenze settoriali. Nella logica della leale cooperazione e del proficuo scambio di informazioni, inoltre, le ESAs e le NCAs partecipano al *network* denominato SEVIF, il cui scopo principale è «*garantire che le norme applicabili al settore finanziario siano attuate in modo adeguato per preservare la stabilità finanziaria, creare fiducia nell'intero sistema finanziario e assicurare una sufficiente protezione dei consumatori di servizi finanziari*»⁸⁹. Un rilievo cruciale assume, dunque, il necessario coordinamento delle attività dell'ESRB, della BCE, delle NCAs e dell'EBA⁹⁰, atteso, infatti, che l'avvio dell'SSM non pregiudica i compiti e le responsabilità di quest'ultima autorità, che rimangono invariati⁹¹.

Soffermandosi sull'EBA, particolare importanza assume la delega – ad essa conferita dall'art. 29, par. 2, Regolamento (UE) n. 1093/2010, come modificato nel 2013 – a elaborare e mantenere aggiornato uno «*European supervisory handbook on*

86 Si consideri, ad es., che, ai sensi dell'art. 6, par. 2, lett. b, del Reg. SSM, allorché necessario per garantire l'applicazione coerente di *standard* di vigilanza elevati, la BCE può decidere in qualsiasi momento, di propria iniziativa, dopo essersi consultata con le NCAs o su richiesta di una di esse, di esercitare direttamente tutti i pertinenti poteri per una o più delle banche partecipanti all'SSM. In merito a tale potere "sostitutivo", cfr. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *BBTC*, 2016, 4, 391 ss.

87 Cfr., in tal senso, DE BELLIS, *European Financial Supervision after the Crisis: Multi-Speed Models within a Two-Track Framework*, in AA.VV., *The administrative architecture of financial integration. Institutional design, legal issues, perspectives*, a cura di Chiti - Vesperini, Bologna, 2015, 89.

88 Cfr. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2014, 1, 79 ss.

89 Cfr. l'art. 2, Reg. UE n. 1095/2010.

90 Si consideri che la BCE, il 27 gennaio 2016, ha sottoscritto un *Memorandum of Understanding (MoU)* con l'ESMA, tanto con riferimento alle sue funzioni di vigilanza quanto al suo ruolo di banca centrale. Per i compiti di vigilanza bancaria il protocollo disciplina, tra l'altro, il modo in cui le autorità collaboreranno nello svolgimento dei rispettivi compiti, ai sensi delle norme dell'UE, anche in relazione ai mercati e agli enti finanziari. Inoltre, entrambe le autorità riconoscono l'importanza dei legami esistenti tra la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e la stabilità e l'efficacia del sistema finanziario. Nel 2015 la BCE si è altresì adoperata, assieme all'ESMA, per completare un modello di *MoU* che potrebbe concludere su base volontaria con le autorità di mercato nazionali per assicurare l'adeguata vigilanza sugli enti finanziari di cui al Reg. SSM e alla normativa sui mercati finanziari. Il modello di *MoU* disciplina, tra gli altri, gli ambiti dello scambio di informazioni e della cooperazione in materia di ispezioni *in loco*.

91 Cfr. gli artt. 3 e 4 del Reg. SSM.

the supervision of financial institutions for the Union as a whole»: un testo privo di carattere vincolante, destinato a costruire una cultura comune della vigilanza bancaria mediante la raccolta delle *best practices* in fatto di metodologie e processi rilevanti.

Si consideri, a tale riguardo, la possibile emersione di un ulteriore ambito di potenziale sovrapposizione metodologica: anche l'*SSM* ha, invero, elaborato, sulla scorta delle migliori prassi di vigilanza degli Stati membri partecipanti, un "*supervisory manual*". Tale documento, peraltro, essendo destinato unicamente al personale della BCE addetto a mansioni di vigilanza, è ad uso interno. Ciò nondimeno, descrivendo i processi, le procedure e le metodologie per la vigilanza degli enti creditizi (significativi e meno significativi), oltre a esporre le procedure che disciplinano la cooperazione con le *NCA*s degli Stati membri partecipanti e con quelle dei Paesi terzi, l'*SSM supervisory manual* riveste un peso determinante nella pianificazione delle attività di vigilanza della BCE nel contesto dell'*SSM*, fornendo indicazioni dettagliate sulla metodologia per l'annuale *supervisory review and evaluation process (SREP)*, per i controlli a distanza e le verifiche ispettive, per le valutazioni del rischio e la validazione dei modelli interni delle banche. È, pertanto, fondamentale che la BCE e l'*EBA* collaborino anche in tale campo, onde evitare rilevanti divergenze valutative.

Sul piano del *rule-making*, l'aspirazione a intensificare il coordinamento tra l'*EBA* e la BCE mediante la partecipazione di esperti della BCE ai lavori per l'elaborazione dei *drafts* di *BTS* di competenza dell'*EBA*⁹² sembra, poi, sostanzialmente frustrata dalla circostanza che l'intervento in chiave propulsiva di un rappresentante della BCE alle riunioni del *BoS* dell'*EBA* non può mai tradursi nell'esercizio di un voto (cosiddetta *membership without voting rights*), mentre, d'altro canto, la reciproca presenza di un delegato dell'*EBA* in occasione delle adunanze del *Supervisory Board* della BCE è accennata nel Reg. *SSM* in chiave meramente ipotetica, probabilmente poiché una partecipazione sistematica avrebbe potuto pregiudicare la posizione di neutralità dell'*EBA* rispetto alle *NCA*s degli Stati membri non partecipanti all'*SSM*⁹³.

Al di là di tali aspetti, non vi è dubbio che i rapporti tra BCE ed *EBA* rappresentino tuttora un punto problematico. In linea di principio, la BCE coopera strettamente con le *NCA*s e con l'*EBA* e quest'ultima – come detto – conserva le sue competenze e le sue funzioni, consistenti nell'elaborazione dei *BTS* e nell'assicurare la coerenza e la convergenza delle pratiche microprudenziali. La BCE, quindi, non si appropria, a stretto rigore, di nessuna missione dell'*EBA*, esercitando le sue funzioni senza pregiudizio per le competenze e le attribuzioni di quell'autorità. La BCE, in effetti, esercita poteri di monitoraggio e intervento riconducibili a una funzione di *adjudication*, nel contesto di una supervisione, per lo più, di tipo microprudenziale, in

92 Su cui v. *infra* nel testo.

93 Cfr. il *considerando* n. 70 del Reg. *SSM*, secondo il quale, per assicurare il pieno coordinamento con le attività dell'*EBA* e con le politiche prudenziali dell'UE, il *Supervisory Board* della BCE dovrebbe poter invitare l'*EBA* e la Commissione UE in veste di "osservatori" (cosiddetta *observership*). Giova, peraltro, considerare che tale previsione si è tradotta in una specifica disposizione unicamente con riferimento all'invito di un rappresentante della Commissione UE (art. 26, par. 11, Reg. *SSM*).

una prospettiva di tutela della sana e prudente gestione delle banche e, solo in prospettiva, di garanzia della stabilità del complessivo sistema finanziario. L'EBA, dal canto suo, è competente nell'ambito di una funzione, per lo più, concentrata sul *rule-making*.

E tuttavia, i punti di possibile frizione non mancano: mentre l'EBA, infatti, è chiamata ad avviare e coordinare, in collaborazione con l'ESRB, gli *stress test* su scala unionale per valutare la resilienza degli istituti finanziari rispetto a evoluzioni negative dei mercati, assicurando che, a livello nazionale, sia applicata la metodologia più uniforme possibile per tali *test* (art. 21, par. 2, lett. b, Regolamento UE n. 1093/2010)⁹⁴, la BCE – eventualmente coordinandosi con l'EBA – può effettuare *stress test* e *quality checks* nei confronti di tutte le banche stabilite negli Stati membri partecipanti, onde accertare, a fini di vigilanza prudenziale, se i dispositivi, le strategie, i processi e meccanismi dalle stesse instaurati e i fondi propri da esse detenuti permettano una gestione solida e la copertura dei rischi anche in condizioni economiche peggiori di quelle attese (art. 4, par. 1, lett. f, Regolamento SSM). Anche in tal caso, sembra indispensabile una stretta collaborazione fra EBA⁹⁵, BCE e NCAs per definire un comune *supervisory stress testing framework*, utile tanto per le banche quanto per le stesse autorità in relazione allo svolgimento degli *stress test exercises*⁹⁶.

Inoltre, sempre con riferimento alla funzione regolatoria o, quanto meno, di indirizzo, da un lato, l'art. 6, par. 5, Regolamento SSM, stabilisce, con riguardo agli enti creditizi significativi, che la BCE possa emanare regolamenti, orientamenti e istruzioni generali rivolti alle NCAs, senza indicare i limiti di tali interventi e senza accennare a profili di coordinamento con le norme di "livello 2" e con gli orientamenti e le raccomandazioni dell'EBA; dall'altro lato, l'art. 4, par. 3, Regolamento SSM, prevede che, ove necessario, la BCE – come accennato poc'anzi – contribuisca, svolgendo qualsiasi ruolo partecipativo, all'elaborazione di *draft* di *BTS* dell'EBA, eventualmente richiamando l'attenzione di quest'ultima sulla potenziale necessità di presentare alla Commissione UE *drafts* diretti a modificare gli attuali *technical standards*⁹⁷.

94 In forza di tale previsione – come noto – l'EBA ha recentemente evidenziato *shortfall* di capitale sotto i requisiti minimi di capitalizzazione in relazione a talune banche europee, basandosi sulla valutazione *mark to market* dei titoli di Stato detenuti in portafoglio. L'EBA può altresì, ove necessario, formulare raccomandazioni alle NCAs per risolvere i problemi rilevati negli *stress tests*.

95 L'EBA il 18 dicembre 2015 ha pubblicato un *Consultation paper* riguardante le linee guida da emanare in materia di *stress test* ("*Draft Guidelines on stress testing and supervisory stress testing*", EBA/CP/2015/28).

96 Come noto, la questione attinente alla verifica, mediante *stress test*, della capacità delle banche significative italiane di assorbire *shock* macroeconomici avversi si è recentemente posta in termini particolarmente spinosi con riferimento alla Banca Monte dei Paschi di Siena, soprattutto in relazione alle assunzioni metodologiche sottese alla quantificazione del fabbisogno di capitale necessario al risanamento di quella banca, tanto nella fase in cui si era ipotizzato un piano di ricapitalizzazione privato, tanto in quella – successiva all'avvenuta constatazione dell'insuccesso di tale piano – in cui l'istituto stesso ha richiesto al Governo di avvalersi dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale, allo scopo di fare ricorso alle misure di sostegno pubblico introdotte con il d.l. n. 237/16, convertito nella l. n. 15/17.

97 Dalla lettura del *Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza* svolte nel 2015, risalente al marzo 2016, si apprende che i rappresentanti della vigilanza bancaria della BCE hanno partecipato a circa 50 gruppi di lavoro dell'EBA e alle riunioni del *BoS* dell'EBA, nel quale – come ricordato – un rappresentante della BCE siede come membro *senza diritto di voto*.

L'ultima disposizione richiamata, peraltro, dopo aver premesso che la BCE è competente ad adottare regolamenti solo nella misura in cui ciò sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento («*arrangements*») dei compiti ad essa («*on it*») attribuiti dallo stesso Regolamento SSM⁹⁸, afferma la generale sottoposizione della BCE – e, s'intende, la subordinazione degli atti dalla stessa emanati – ai *BTS* elaborati dall'EBA⁹⁹ e alle disposizioni del ricordato *supervisory handbook* predisposto dalla stessa EBA¹⁰⁰.

Si tratta, all'evidenza, di un *pattern* istituzionale non del tutto perspicuo e foriero di antinomie e rischiosi conflitti, con il pericolo, volta a volta, di marginalizzare l'una o l'altra istituzione¹⁰¹ o di creare un divario significativo tra l'*habitat*

98 L'esercizio di tale potere regolativo – che, secondo la lettera della disposizione, ha finalità essenzialmente auto-organizzative e procedurali – dev'essere preceduto da apposite consultazioni pubbliche e dall'analisi dei potenziali costi e benefici, a meno che tali modalità di verifica appaiano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto del regolamento oppure in relazione a una particolare urgenza della questione; in tal caso, la BCE sarà tenuta a motivare l'urgenza. MANCINI, *op. cit.*, 33, ritiene che «*la funzione garantistica*» che la previsione di consultazioni aperte e dell'utilizzo dell'analisi di impatto della regolazione (AIR) è chiamata ad assolvere nei confronti dei potenziali destinatari della disposizione regolamentare consentirebbe di affermare la sussistenza di «*un potere lato sensu "normativo" della BCE*», non limitato alla mera definizione degli «*arrangements for the carrying out of the tasks conferred on it*». Anche LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ, *op. cit.*, 200, in base a un articolato ordine di ragioni, propendono per un'interpretazione estensiva del riferimento normativo ai soli «*arrangements*», osservando, con particolare riferimento al potere della BCE, quale autorità competente, di esercitare le opzioni e le facoltà previste dal diritto dell'UE, che «*the reasonable thing would be to read this reference as limiting ECB regulatory powers in those issues where Commission and EBA acts have resulted in a complete body of Union law, which only needs to be supervised and enforced, in which case the ECB's regulatory role would be limited to organizational matters. The conclusion would be the same when options and discretions are conferred not to competent authorities, but to Member States, and these Member States exercise those options. On the contrary, pursuant to Articles 132 TFEU and 34 Statute ESCB, ECB regulatory powers would be subject only to the limits of the tasks conferred on it (a functional limit) where the law is incomplete and needed of concretion by competent authorities. Indeed, the fifth period of recital (34), when establishing the duty of the ECB to apply national laws in exercise of national options and discretions under CRD/CRR, also states that such options "should be construed as excluding options available only to competent or designated authorities". The reason for this can only be that the ECB itself is the competent authority in such cases. Thus, while subject to national rules when options and discretions are conferred to Member States via legislative action, it should pass the rules in exercise of such options and discretions when they are granted to the competent authority*». Per ulteriori ragguagli sul punto, cfr. *infra* nel testo, *sub* nt. 115.

99 Cfr. altresì il *considerando* n. 32, Regolamento SSM, secondo cui, non essendo opportuno che la BCE subentri all'EBA nell'assolvimento dei compiti ad essa affidati, la BCE potrà esercitare il potere di adottare regolamenti (previsti dall'art. 132, TFUE per l'assolvimento dei compiti ad essa conferiti dallo statuto del SEBC e della BCE) in conformità degli atti delegati e di attuazione adottati dalla Commissione UE sulla base di schemi elaborati dall'EBA e fatto salvo l'art. 16 del Reg. UE n. 1093/2010, in tema di *guidelines* e raccomandazioni dell'EBA. In dottrina, cfr. DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Banca Centrale Europea e l'Autorità Bancaria Europea*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2015, 4, 1221 ss.

100 Si vedano altresì, a tale riguardo, i *considerando* nn. 32 del Reg. SSM e 10 della CRD, dai quali traspare la sollecitudine del legislatore europeo verso l'esigenza che l'attribuzione di compiti di vigilanza alla BCE, in relazione agli Stati membri appartenenti all'Eurozona, si iscriva coerentemente nel quadro del SEVIF, con conseguente suo assoggettamento, nell'assolvimento dei relativi compiti, al rispetto del pertinente diritto (primario e derivato) dell'UE, alle decisioni della Commissione UE in materia di aiuti di Stato, alle regole di concorrenza e sul controllo delle concentrazioni, nonché al *single rulebook* applicabile a tutti gli Stati membri. Cfr. FERRARINI - RECINE, *Verso un Testo unico bancario europeo*, in *Bancaria, Special Issue*, 2015, 7, 12 ss., secondo cui «*[t]ale situazione sembra paradossale sul piano istituzionale se si considera la qualificazione della Bce, in base al Trattato, come istituzione europea, al pari quindi di Commissione, Consiglio e Parlamento europeo*», aggiungendo che «*[c]iò contrasta con la situazione emergente negli ultimi anni a livello nazionale ove le autorità di vigilanza, quali autorità indipendenti, hanno spesso ottenuto con il tempo estesi poteri di regolamentazione per lo svolgimento dei compiti loro affidati*». IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, 201, osserva che «*questa sfasatura (...) rischia di portare allo scoperto tutti i nodi lasciati irrisolti nella definizione della nuova architettura sovranazionale di governo del credito, soprattutto qualora i rapporti fra BCE ed EBA non siano sostenuti da un alto livello di collaborazione e coordinamento*».

101 Cfr. MANCINI, *op. cit.*, 22 ss.

regolatorio dell'eurozona, più compatto e omogeneo, e quello dei restanti Paesi membri, nel quale può non essere raggiunta la stessa unità di intenti sulla granularità e la consistenza degli *standard* applicabili.

Occorre, pertanto, chiedersi se, in materia di vigilanza bancaria, la creazione di una rete profondamente integrata come l'*SSM* richieda o, quanto meno, suggerisca una revisione dei compiti e del mandato dell'*EBA*¹⁰². L'*SSM* ha, invero, indubbiamente alterato lo schema di vigilanza soggiacente al SEVIF e ha dato vita a un inedito modello di cooperazione operante secondo un ordine poliarchico e multilivello privo di una rigida scala gerarchica, in cui vi è costante tensione, da un lato, tra forme di indirizzo che si risolvono in posizioni di supremazia¹⁰³ e prospettive di integrazione, cooperazione e stretto coordinamento fra ruoli istituzionali complementari e, dall'altro lato – e conseguentemente – tra processi decisionali accentrati e strategie di sussidiarietà operativa imperniate su meccanismi di delega di funzioni endoprocedimentali ad autorità periferiche, articolate su base nazionale¹⁰⁴. Ciò ha determinato un'evidente asimmetria fra gli organismi a vario titolo coinvolti nel complesso *patchwork* di modelli di intervento – unico nel suo genere – che si è sin qui sinteticamente abbozzato¹⁰⁵.

Si tenga conto, inoltre, del fatto che la BCE e le *ESAs* adottano differenti norme e differenti intervalli temporali, ad esempio, in ordine alla reportistica di vigilanza, con la conseguenza che, in assenza di un'adeguata cooperazione delle *NCA*s con la BCE e con le *ESAs*, potrebbe insorgere il grave rischio di duplicazioni nei connessi adempimenti.

Si aggiunga che, oltre ai controlli sulle banche di paesi terzi che intendono operare nell'UE (attraverso succursali o in regime di libera prestazione di servizi), tuttora sussistono materie che, in quanto estranee alla vigilanza prudenziale, sono

102 Cfr. FERRAN, *The Existential Search of the European Banking Authority*, in *ECGI Law Work. Pap.*, 2015, 297, 4, il quale ipotizza un ruolo "unificante" per l'*EBA* "post-*SSM*", osservando che: «[t]he niche for the *EBA* to target now is that of being the Single Market "glue" between the Member States that are participating in the *SSM* and those that are not. The need for an institution to manage co-existence in order to maintain the integrity of the Single Market stems from the fact that whilst the *SSM* has the capacity to extend to EU Member States that do not use the euro (and some non-euro Member States (Romania, Bulgaria and Denmark) are exploring the possibility), the chances of some other noneuro Member States, in particular the UK and Sweden, deciding to forgo national control of oversight of their banks are small».

103 Si consideri, ad es., l'art. 9, par. 1, terza frase, Regolamento *SSM*, secondo cui la BCE, nella misura necessaria ad assolvere i compiti attribuiti dal regolamento, può impartire istruzioni alle *NCA*s, invitandole a utilizzare i loro poteri, in virtù e in conformità delle condizioni stabilite dal loro diritto nazionale, se il regolamento non attribuisce tali poteri direttamente alla stessa BCE. Secondo CLARICH, *op. cit.*, 1001, lo strumento giuridico così configurato – l'istruzione della BCE alle *NCA*s per l'esercizio di poteri in materia prudenziale loro spettanti – ha un grado di cogenza tale da assimilarlo, secondo il diritto amministrativo classico, all'ordine gerarchico.

104 Sul piano interno, mette conto evidenziare che, al fine di regolare dettagliatamente le intersezioni tra l'azione di vigilanza nazionale e quella curata dalla BCE, è entrato in vigore il d.lgs. 14 novembre 2016, n. 223, recante norme di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento *SSM*. Tale provvedimento, in attuazione della delega contenuta nell'art. 4 della legge di delegazione europea 2014, mira ad apportare numerose modifiche al d.lgs. n. 385/1993 (TUB), allo scopo di adeguare la normativa primaria al nuovo riparto di competenze tra BCE e *NCA*s, con particolare riferimento ad aspetti essenziali della disciplina dell'attività bancaria, tra cui l'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia, l'esercizio della vigilanza, gli assetti proprietari e l'irrogazione di sanzioni.

105 Mette conto evidenziare, a tale proposito, che la Commissione UE, nella "*Comunicazione sull'Unione dei mercati dei capitali - Accelerare le riforme*", pubblicata nel settembre 2016, ha manifestato l'intenzione di pubblicare un *Libro bianco* in materia di *governance* e di finanziamento delle *NCA*s.

rimaste di competenza esclusiva delle *NCA*s: i servizi di pagamento e la *compliance* rispetto della normativa in materia di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela e di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

Ulteriore aspetto meritevole di attenzione ha riguardo alla verifica in concreto, specialmente nei momenti di tensione e di crisi, degli effetti della continua e reciproca interazione tra i differenti livelli d'azione – nazionale ed europeo – in relazione, per un verso, al mantenimento dell'unitarietà e dell'omogeneità nell'azione di vigilanza e, per altro verso, all'effettivo riscontro dell'assenza di distorsioni della concorrenza e di fenomeni di riallocazione della raccolta bancaria (circostanze che l'instaurazione di un regime di netta separazione di competenze tra ambito nazionale e ambito sovranazionale avrebbe, invece, sicuramente comportato)¹⁰⁶.

Si ponga mente, ad esempio, ai controlli trasversali della BCE sull'azione di vigilanza nazionale sulle banche meno significative: essi sono svolti – come ricordato – dalla DG *Micro-Prudential Supervision III* della BCE, allo scopo di contemperare le esigenze di flessibilità operativa con quelle di univocità di indirizzo; tuttavia, laddove eccessivamente intrusivi, tali verifiche possono determinare duplicazioni con l'attività di supervisione effettuata a livello locale dalle *NCA*s; duplicazioni di compiti che possono essere esacerbate dal fatto che anche alla DG *Micro-Prudential Supervision IV* della BCE competono funzioni di *quality assurance*¹⁰⁷.

Un ultimo aspetto, tanto più delicato e problematico in quanto legato alla definizione di una precisa linea di demarcazione tra compiti della BCE e dei supervisor nazionali, riguarda la responsabilità della BCE e delle *NCA*s nel contesto dell'*SSM*¹⁰⁸.

Nella stessa ottica si iscrive altresì il tema delle modalità di ripartizione fra la BCE e le *NCA*s dei poteri sanzionatori nei confronti dei soggetti vigilati, il cui regime – delineato dagli artt. 18 del Regolamento *SSM* e 120 ss. del Regolamento quadro sull'*SSM* – sembra informato a un modello di competenza concorrente¹⁰⁹.

106 Cfr. CIRIOLO, *La lunga strada verso l'Unione Bancaria Europea. Una sfida ancora aperta*, in *Rev. Est. Ec. Emp.*, 2013, 25, 275.

107 Tale DG, infatti, occupandosi, *inter alia*, di modelli interni, metodologie *standard*, gestione delle crisi, politiche di vigilanza e analisi dei rischi, provvede a fornire servizi orizzontali rispetto alle altre DG.

108 In argomento, il Regolamento *SSM* ha, infatti, cura di precisare, nel "*considerando*" n. 61, che, a norma dell'art. 340, TFUE, la BCE dovrebbe risarcire, conformemente ai principi generali comuni al diritto degli Stati membri, i danni cagionati da essa stessa o dai suoi agenti nell'esercizio delle loro funzioni e dovrebbe restare impregiudicata la responsabilità delle *NCA*s di risarcire i danni cagionati da esse stesse o dai loro agenti nell'esercizio delle loro funzioni, conformemente alla legislazione nazionale. A fronte dell'apparente univocità di tali previsioni normative, il processo applicativo sembra reso meno agevole per via delle non poche incertezze interpretative suscitate dalla controversa ricostruzione dei rapporti intercorrenti tra BCE e *NCA*s. Nemmeno il Regolamento quadro sull'*SSM* – che pure si fa carico di stabilire le modalità pratiche di cooperazione riguardanti i compiti e gli strumenti macroprudenziali di cui all'art. 5, Reg. *SSM*, e di scambio di informazioni tra la BCE e le *NCA*s – sembra fornire un apporto chiarificatore definitivo in ordine alla sussistenza e alla misura delle responsabilità discendenti dall'adozione dei provvedimenti di vigilanza nel quadro dell'*SSM*.

109 Si consideri che le norme del Regolamento *SSM* non specificano chiaramente che il potere sanzionatorio diretto della BCE – comunque limitato alle violazioni concernenti le norme europee direttamente applicabili, commesse dalle persone giuridiche e implicanti sanzioni pecuniarie – è esercitabile solo nei confronti dei soggetti significativi, cosicché tale principio va desunto dall'*incipit* della stessa disposizione, che lega il potere sanzionatorio diretto «all'assolvimento dei compiti attribuiti [alla BCE] dal presente regolamento», riferendolo, quindi, all'esercizio della

Concludendo la rapida disamina, di certo non esaustiva, sulle possibili sovrapposizioni di compiti e funzioni – tanto in senso verticale (con riferimento alle *NCA*s) quanto in direzione orizzontale (tra le singole autorità europee) – merita considerazione quella riguardante l'esercizio della vigilanza macroprudenziale, avuto riguardo alle competenze che il Regolamento *SSM* riconosce alla BCE in tale materia. Si tratta di poteri non esclusivi, da esercitare congiuntamente alle *NCA*s: la BCE può, infatti, utilizzare i poteri macroprudenziali a seguito di una specifica richiesta avanzata dalle *NCA*s ovvero decidere di adottare misure più stringenti di quelle attuate a livello nazionale¹¹⁰.

Allo scopo di evitare duplicazioni d'intervento e dispersioni di risorse, anche in questo campo, appare auspicabile un sistematico coordinamento tra l'attività macroprudenziale svolta dalla BCE nell'ambito dell'*SSM*, cui compete l'adozione di misure sul sistema bancario, e quella svolta dall'*ESRB*, che è, invece, responsabile del monitoraggio dei rischi macroprudenziali su tutto il sistema finanziario (comprensivo, quindi, anche di compagnie di assicurazioni, imprese di investimento, gestori del risparmio e di fondi pensione e intermediari finanziari non bancari) e può, pertanto, emanare raccomandazioni *cross-sectoral*.

In particolare, per garantire un certo coordinamento delle *macroprudential policies* mediante opportune sinergie operative, la BCE dovrà tener conto delle raccomandazioni provenienti dall'*ESRB* e alimentare un'adeguata circolarità dei flussi informativi. Solo in tal modo l'*ESRB* potrà utilmente individuare, analizzare e monitorare i rischi sistemici a livello dell'UE, mentre la BCE potrà sfruttare le competenze dell'*ESRB*, che, comprendendo una gamma di operatori, di mercati e di prodotti più vasta di quella strettamente bancaria, è in grado di coprire l'intero sistema finanziario¹¹¹.

vigilanza diretta. Ciò è poi confermato dall'art. 124 del Regolamento quadro sull'*SSM*, che esplicitamente riferisce l'art. 18, par. 1, Regolamento *SSM* ai soli soggetti vigilati significativi. Si aggiunga comunque che l'atto di impulso della BCE ex art. 18, par. 5, prima parte, Regolamento *SSM*, rappresenta una condizione di procedibilità dell'azione sanzionatoria nazionale per le sanzioni irrogabili dalla Banca d'Italia concernenti le banche significative.

110 In dettaglio, ai sensi dell'art. 5, Reg. *SSM*, la BCE, in materia di riserve di capitale – qualora lo ritenga necessario o se una *NCA* glielo propone per far fronte alla situazione specifica del sistema finanziario e dell'economia del suo Stato membro – può applicare, in luogo delle *NCA*s, requisiti prudenziali più elevati rispetto a quelli, applicati dalle *NCA*s, che le banche devono detenere in aggiunta ai requisiti in materia di fondi propri, tra cui la fissazione di quote della riserva di capitale anticiclica, e applicare misure più rigorose miranti ad affrontare i rischi sistemici o macroprudenziali al livello degli enti creditizi, fatte salve le procedure stabilite dalla *Capital Requirements Directive IV (CRD IV)* e dalla *Capital Requirements Regulation (CRR)*. In tal caso, la BCE dovrà comunque cooperare strettamente con le *NCA*s degli Stati membri interessati, tenendo conto della situazione specifica del sistema finanziario, della situazione economica e del ciclo economico nei singoli Stati membri o in parti di essi.

111 Si tenga conto che la Commissione UE, onde raccogliere opinioni al fine di individuare ed eliminare potenziali incongruenze, ha promosso, nell'agosto 2016, una consultazione pubblica avente a oggetto un riesame del quadro macroprudenziale dell'UE, al fine di assicurare previsioni normative quanto più efficaci e garantire la stabilità del sistema finanziario dell'UE nel suo complesso: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/macprudential-framework/docs/consultation-document_en.pdf. Sulla base dei risultati della consultazione, la Commissione UE adotterà una proposta legislativa in materia nel corso del 2017. Si consideri, in merito a possibili semplificazioni del quadro istituzionale, che – come illustrato nel testo – la *enabling clause* contenuta nell'art. 127, par. 6, TFUE, dispone che il Consiglio dell'UE, osservando una procedura aggravata, può affidare alla BCE «compiti specifici» in merito alle politiche di vigilanza prudenziale delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, escluse, tuttavia, le imprese di assicurazione. Tale circostanza, considerata la presenza di numerosi gruppi di imprese attivi in maniera significativa a livello dell'UE nei settori assicurativo, bancario e dei servizi di investimento (cosiddetti conglomerati finanziari),

Molte sfide, dunque, sono ancora all'orizzonte, soprattutto per il conseguimento dell'obiettivo principale dell'*SSM*: assicurare un regime di vigilanza prudenziale pienamente armonizzato in relazione a un *banking market* perfettamente integrato, finanziariamente stabile, resiliente e sostenibile, tanto sotto il profilo "micro" quanto sotto quello "macro"¹¹².

Con la realizzazione di un *corpus* tendenzialmente unitario di norme è stato compiuto un importante passo avanti verso l'armonizzazione del sistema di regolazione prudenziale; il traguardo, tuttavia, è ancora lontano. Le norme, infatti, appaiono talora ordinate secondo un equilibrio così precario e un'articolazione in concreto tanto confusa e a formazione progressiva da rendere particolarmente ardui i tentativi di definire un chiaro riparto di competenze tra le autorità coinvolte, specialmente per gli Stati membri aderenti all'Eurosistema. In particolare, l'attribuzione di compiti in parte comuni e in parte distinti e l'adozione di un modello organizzativo di *checks and balances* talora ispirato alla separazione e talaltra alla cogestione di funzioni sembrano sottendere una visione forse più pragmatica che sistematica, tesa, in chiave compromissoria, ad affidare a una *governance* sostanzialmente condivisa, caratterizzata da un *design* istituzionale ibrido, taluni compiti particolarmente complessi¹¹³.

Si pensi alla molteplicità di interpretazioni a cui sta dando luogo l'attuazione nelle legislazioni nazionali della IV direttiva sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Directive IV - CRD IV*)¹¹⁴. Senza contare, che, in alcuni casi, la *CRD IV*, il regolamento europeo sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Regulation - CRR*) o i relativi *Delegated Acts* conferiscono esplicitamente agli Stati membri partecipanti e, talora, alle «*competent authorities*»¹¹⁵ la libertà di decidere le

potrebbe determinare – "a Trattati costanti" – talune difficoltà nell'efficace sorveglianza macroprudenziale dei profili assicurativi *cross-border* nel territorio dell'UE.

112 Si è già accennato sopra alle importanti lacune concernenti la mancanza del terzo pilastro dell'UBE, consistente nell'istituzione di un sistema centralizzato di assicurazione dei depositi bancari, e di un sistema di condivisione dei rischi di insolvenza delle banche.

113 Osserva, al riguardo, MACCHIA, *op. cit.*, 373, che «*l'uniformazione non è raggiunta mediante una semplificazione delle architetture istituzionali e dei processi, bensì passando per una evidente complicazione delle procedure, in un sistema di controlli frastagliato, il cui buon funzionamento è legato a numerose variabili e che ha l'ambizione di conciliare il rispetto delle diversità con la necessità di far osservare un corpo di regole uniformi*». Sul piano ricostruttivo, cfr. AMOROSINO, *op. cit.*, 405 ss., il quale rileva che «*la complicazione è dovuta essenzialmente al fatto che alcune funzioni, ed i correlati poteri, erano stati attribuiti all'EBA in un contesto politico-istituzionale (2010) anteriore e diverso rispetto a quello in cui è stato avviato il processo di Banking Union, che per la supervisione ha il suo epicentro nella BCE. Se non si ha presente tale fattore diacronico si rischia di raffrontare staticamente le rispettive competenze (riscontrando contraddizioni), ignorando il successivo mutamento di scenario e di regole primarie europee*». Si veda altresì IBRIDO, *op. cit.*, 300, secondo cui «*l'esperienza dei meccanismi decisionali nel quadro della Banking Union sembra porre in rilievo non tanto la crisi del criterio gerarchico – che forse, quanto meno nella sua assolutezza, può considerarsi tramontato già da tempo – ma piuttosto l'arretramento dello stesso criterio di competenza. In altri termini, la fattispecie astratta sembra cedere il passo al problema nella sua concretezza, sicché criteri accomunati dalla idea di fissità nell'allocazione delle responsabilità o delle potestà normative tendono a lasciare spazio a moduli collaborativi di tipo dinamico nei quali lo schema di riparto non necessariamente è definibile a priori*».

114 Tale circostanza ha determinato l'insorgere di numerose problematiche nell'esercizio della vigilanza unica, basandosi essa, per l'appunto, sull'implementazione delle direttive europee negli ordinamenti nazionali. Diverse interpretazioni fornite a livello nazionale alle disposizioni della *CRD IV*, come pure trasposizioni che vanno oltre quanto richiesto dalla normativa, stanno determinando condizioni di disparità all'interno dell'UE e sono, pertanto, contrarie a uno dei principali obiettivi dell'UE stessa.

115 Cfr. LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ, *op. cit.*, 202, per l'affermazione secondo cui «*the ECB is the competent authority for purposes of the exercise of options and discretions under CRD/CRR based on a functional, systematic and teleological interpretation of the rules*»; nello stesso senso, cfr. BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the*

forme di applicazione di uno specifico requisito, in ragione di effettive diversità nei *business models*: si tratta delle note "opzioni e facoltà" (*Options and Discretions - O&D*), che, nel "pacchetto" *CRR/CRD IV*, sono circa 150¹¹⁶.

Non sono, poi, soltanto gli spazi lasciati al *regulatory arbitrage* dall'adozione di *O&D* a creare condizioni di disparità di trattamento tra banche e tra giurisdizioni, influenzando negativamente la possibilità della BCE di vigilare in maniera efficiente le banche, secondo una prospettiva autenticamente europea, e generando costi addizionali per gli enti operanti in più Paesi.

In taluni casi, a ben considerare, la robustezza del *single rulebook* potrebbe essere pregiudicata o, quanto meno, la sua "*singleness*" potrebbe risultare "diluata", per via delle differenti modalità con le quali la legislazione europea di rango primario viene interpretata o attuata negli ordinamenti nazionali, faticandosi, talora, non poco a comprendere con esattezza se disposizioni di diritto interno differiscano da Stato a Stato in quanto recepiscono, in forme tra loro disomogenee solo sul piano linguistico, regolazioni comuni oppure – valorizzando, ad esempio, *path dependencies* o fattori legali, contabili o fiscali del tutto *country-specific* – rivestano, al contrario, un ruolo complementare e integrativo-additivo rispetto al *regulatory framework* europeo. Tale circostanza risulta potenzialmente in grado di determinare rischiose distorsioni, frammentazioni e complicate questioni applicative (stante l'*enforceability* da parte della BCE, ai sensi dell'art. 4, par. 3, Reg. *SSM*, del solo diritto nazionale propriamente recettivo). Si tratta di fenomeni che l'*SSM* ha, per l'appunto, l'obiettivo di rimuovere.

In un regime europeo di vigilanza bancaria prudenziale credibile, unificato e armonizzato non dovrebbe, ad esempio, ammettersi che i requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali, ai fini del cosiddetto "*fit and proper assessment*", differiscano, anche significativamente, tra Stati membri partecipanti all'*SSM*. Lo stesso vale per il trattamento normativo delle operazioni di maggior rilievo, di quelle atipiche, inusuali o con parti correlate: solo in alcuni Stati membri, infatti,

Banking Union. The role of the ECB and the EBA, in *St. integraz. eur.*, 3, 2014, 478. Per una prima applicazione concreta, si veda il Regolamento UE n. 2016/445 della BCE, sull'esercizio da parte della BCE delle *O&D* previste dal diritto dell'UE (BCE/2016/4).

116 Alcune di tali *O&D* possono essere esercitate dai legislatori nazionali, mentre, in altri casi, tale compito è delegato, in via amministrativa, alle «*competent authorities*». In particolare, se è data un'*option*, alle «*competent authorities*» viene lasciata la scelta tra diverse alternative, mentre se è lasciata una *discretion*, alle «*competent authorities*» viene lasciata la scelta se applicare o meno la disposizione interessata. Le *O&D* coprono un'ampia gamma di aspetti, quali i limiti alle esposizioni infragruppo o i sistemi di tutela istituzionale (*Institutional Protection Schemes - IPS*), istituiti sulla base di un accordo contrattuale mediante il quale le banche aderenti, allo scopo di prevenire o evitare la crisi di ciascuna di esse, si proteggono reciprocamente contro i rischi di illiquidità e di insolvenza, fatta salva l'autonomia gestionale degli organi aziendali (si pensi al Fondo di Garanzia Istituzionale - FGI - del Credito Cooperativo). Allo scopo di adottare un approccio comune, nell'ambito dell'*SSM*, in merito a tali *O&D*, è stato istituito un gruppo di alto livello, che ha individuato circa 120 *O&D* da trattare durante la prima fase del progetto di armonizzazione e ha elaborato proposte sulle modalità con cui affrontarle. Le proposte per il trattamento di queste *O&D* sono, poi, confluite, nel 2016, in un Regolamento (BCE/2016/445) e in una "Guida" della BCE (seguita da un *addendum*), contenenti indicazioni sugli approcci e sui criteri che la BCE seguirà in materia di requisiti prudenziali per gli enti creditizi significativi (ad es., in materia di fondi propri, requisiti patrimoniali, modelli interni, grandi esposizioni, liquidità). L'attuazione del *Regolamento* rappresenta un miglioramento sostanziale, ma, al tempo stesso, non è che un primo passo: sono state, infatti, individuate altre *O&D*, per le quali si valuterà l'adozione di un approccio comune nel prossimo futuro.

questo genere di operazioni sono oggetto di specifica autorizzazione da parte delle NCAs.

In sintesi, l'*enforcement* della BCE può ancora soffrire più di una limitazione per effetto di approcci di vigilanza divergenti – *light-touch* ovvero *hard-touch* – presenti nelle prassi nazionali, con conseguenze indesiderabili in termini di concentrazione dei rischi in taluni Stati membri e connessi pericoli di contagio. Il legislatore europeo e quelli nazionali potrebbero, pertanto, farsi carico di promuovere un reale miglioramento del livello di armonizzazione dei regimi di supervisione, garantendo, per l'effetto, *benchmarks* di vigilanza realmente comuni.

4 La creazione nell'UE di una *Capital Markets Union* e i possibili sviluppi del *setting* istituzionale vigente

Un'ulteriore sfida recentemente lanciata dall'UE, nell'ambito dell'intensificazione dei processi di integrazione economica e finanziaria, è costituita dalla creazione di un mercato unico dei capitali, in vista dell'auspicata trasformazione dell'economia europea da un sistema essenzialmente bancocentrico a un sistema nel quale maggiori risorse di imprese e famiglie transitino attraverso gli intermediari non bancari e i mercati regolamentati¹¹⁷.

Nel febbraio 2015, con un *Green Paper* intitolato "*Building a Capital Markets Union*" (CMU)¹¹⁸, la Commissione UE ha ufficialmente avviato tale progetto, volto a favorire lo sviluppo di un mercato finanziario ampio e integrato, ben regolato e pienamente funzionante, più diversificato rispetto a quello attuale, che si riveli in grado, per un verso, di fornire a investitori *retail* e professionali più scelte di investimento e, per altro verso, di offrire alle imprese una maggiore capacità di finanziare i loro progetti, a costi inferiori rispetto a quelli accordati dal sistema bancario.

L'unione dei mercati dei capitali, destinata a realizzarsi entro il 2019, dovrebbe, in sostanza, consentire a individui e famiglie di investire le loro disponibilità patrimoniali senza scontare barriere all'accesso e alle imprese di raccogliere i fondi loro occorrenti da una vasta gamma di fonti, a costi inferiori e a prescindere dalla loro ubicazione geografica.

117 Cfr, in tal senso, VEGAS, *Dall'Unione Bancaria all'Unione Finanziaria*, in *Bancaria, Special Issue*, 2015, 7, 7, il quale osserva che: «[n]on possiamo pensare che il ponte verso lo sviluppo si regga su un pilastro solo. Ce ne vogliono almeno due: il sistema bancario e il sistema finanziario. Se si vuole ottenere un tasso di sviluppo più sostenuto, è d'obbligo procedere in direzione di una maggiore finanziarizzazione, con un più forte collegamento diretto tra i risparmiatori e l'economia reale». In dottrina, sul punto, cfr. VALIANTE, *op. cit.*, 236, il quale osserva quanto segue: «[t]here are multiple barriers to cross-border market-based financial contracting and to a better quality of financial integration in Europe. Data comparability issues for price discovery processes, discriminatory actions in market entry or exit and legal uncertainty in the enforcement of financial claims and in the application of rules defining the financial environment are key sources of both artificial and structural barriers against the deepening of Europe's capital markets. The objective of an action plan should be the gradual removal of these barriers and the creation of better conditions for the diversification of the financial ecosystem and in order to favour cross-sectional (cross-country) risk sharing via capital markets».

118 La pubblicazione del *Green paper* è stata accompagnata da un *Commission Staff Working Document* su "*Initial reflections on the obstacles to the development deep and integrated Eu capital markets*", contenente riflessioni e analisi dei fattori che hanno ostacolato lo sviluppo dei mercati dei capitali integrati ed efficienti nell'UE.

La creazione di un vero e proprio mercato unico dei capitali nell'UE rappresenta un pilastro fondamentale dell'*Investment Plan for Europe* (noto anche come "Piano Juncker", dal nome del presidente della Commissione europea che lo ha promosso) e si propone di affrontare, unitamente alla *Single Market Strategy* e alla *Digital Single Market Strategy* la cronica carenza di investimenti nell'UE, aumentando e diversificando le fonti di finanziamento per le imprese e per i progetti infrastrutturali a lungo termine, sbloccando gli investimenti e rendendo il sistema finanziario maggiormente stabile, nella prospettiva di contribuire a sostenere una condivisione transfrontaliera del rischio e creare mercati più liquidi e maggiormente in grado di recepire gli stimoli trasmessi dalle politiche monetarie¹¹⁹.

Il *Green Paper* indica talune priorità, di breve periodo¹²⁰ e medio-lungo termine¹²¹.

Alla fine di settembre 2015, al termine di una consultazione avviata con la pubblicazione del *Green Paper* e conclusasi il successivo giugno 2016, la Commissione UE ha, quindi, pubblicato l'*Action Plan* sulla *CMU*¹²².

Tale documento, prendendo le mosse dalla constatazione che, negli ultimi anni, i mercati europei sono stati radicalmente trasformati dall'innovazione finanziaria, dalla crisi economica, dalla globalizzazione, dall'introduzione della moneta unica e dalle connesse reazioni normative e di mercato, rileva che alcuni mercati sono stati fortemente indeboliti dall'impatto combinato di tali fattori e hanno contribuito alla propagazione degli *shocks* e alla formazione di rischi sistemici. L'*Action Plan*, preso atto di tale situazione, tenta di farvi fronte mediante un progetto a lungo termine, destinato a svilupparsi per diversi anni, tramite una serie di interventi *capital market-based* attuabili già nell'immediato¹²³.

119 La necessità di garantire alle PMI un accesso completo ai mercati del credito e dei capitali in Europa era già stata confermata come uno dei principali obiettivi della "Strategia Europa 2020" fissata nel marzo 2010 dalla Commissione UE.

120 Tali priorità hanno, in particolare, riguardo all'esigenza di ampliare la base degli investitori per le PMI attraverso una standardizzazione delle informazioni sul merito di credito di tali imprese, creando un *set* minimo comune di informazioni comparabili per il *reporting* e la valutazione della loro *credit quality*; all'obiettivo di sviluppare i mercati europei del *private placement*, per facilitare l'accesso a strumenti di capitali di rischio e superare le frammentazioni esistenti, anche al fine di ridurre il peso del debito nel finanziamento delle imprese; alla riduzione delle barriere all'accesso ai mercati dei capitali attraverso la revisione della Direttiva UE n. 2003/71/CE (cosiddetta "direttiva prospetto") per i titoli offerti o negoziati sui mercati regolamentati; alla costruzione di un mercato della cartolarizzazione di elevata qualità, "semplice, trasparente e standardizzato" (STS), che possa collegare in maniera più efficace il mercato del credito con quello dei capitali; alla stimolazione degli investimenti a lungo termine, incoraggiando gli investitori a far partire il *venture capital* e i fondi sociali (*EuVECA* e *EuSEF*), oltre agli *ELTIFs* (*European Long-Term Investment Funds*).

121 Le priorità di medio-lungo termine, sempre nella prospettiva di massimizzare i benefici dei mercati dei capitali e delle istituzioni finanziarie non bancarie per l'economia reale, attengono, invece, all'esigenza di rendere la catena degli investimenti più efficace e meno costosa sia a livello nazionale sia *cross-border*, di sviluppare l'offerta di capitale, di aumentare e diversificare le risorse finanziarie da parte degli investitori istituzionali e *retail* nell'UE e in tutto il mondo e di migliorare l'accesso al mercato finanziario per tutte le imprese europee, in particolare per le PMI e per i progetti di investimento.

122 Cfr. la Comunicazione della Commissione UE intitolata "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" [COM(2015) 468 def.].

123 Il documento contiene una lista di oltre trenta interventi volti a favorire un maggiore affidamento sulla finanza di mercato per promuovere la crescita economica. La calendarizzazione di massima, proposta per conseguire la piena realizzazione della *CMU* entro il 2019, individua i seguenti obiettivi fondamentali: creare maggiori opportunità per

La Commissione UE, unitamente all'*Action Plan*, ha altresì pubblicato alcune proposte di regolamento attinenti alla cartolarizzazione e ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, una proposta di regolamento delegato di modifica del Regolamento delegato UE n. 2015/35 (Solvency II), un documento di consultazione pubblica sui regolamenti dei fondi europei di *venture capital* e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (*EuSEF*) e un documento di consultazione sulle obbligazioni garantite.

Per attuare completamente l'*Action Plan* e sfruttarne appieno tutti i vantaggi occorrerà senz'altro uno sforzo coordinato e un impegno costante da parte di tutti gli Stati membri, soprattutto sul fronte della definizione di un'adeguata regolazione armonizzata e di una piena integrazione e funzionalità delle infrastrutture di mercato¹²⁴.

Se le imprese che cercano finanziamenti saranno attratte dalle opportunità disponibili in un mercato dei capitali europeo perfettamente integrato e gli investitori avranno convenienza a includere strumenti finanziari nei propri portafogli, la *CMU* si sarà dimostrata un'iniziativa di successo, aumentando le dimensioni, la liquidità e l'efficienza del mercato e attivando un circolo realmente virtuoso per debitori e investitori.

Il sentiero che porta alla *CMU* sembra, peraltro, assai più complesso e politicamente ambizioso rispetto alla costruzione dell'UBE, avuto riguardo alle differenze esistenti nel quadro legislativo e regolamentare dei Paesi membri relativamente al

gli investitori, aiutando a smobilizzare capitali, dirigendoli verso impieghi produttivi (imprese piccole, medie e grandi) e verso progetti infrastrutturali, con conseguente creazione di nuovi posti di lavoro; ampliare le opportunità per gli investitori istituzionali e i gestori di fondi comuni, favorendo la canalizzazione degli investimenti verso le imprese non quotate e le attività di trasferimento dei capitali transfrontaliere; favorire gli investitori *retail*, aumentando la concorrenza e promuovendo il risparmio pensionistico; finanziare l'innovazione, le *start-up* e le società non quotate, fornendo sostegno al *venture capital* e al finanziamento tramite capitale azionario, superando gli ostacoli informativi agli investimenti nelle PMI e promuovendo forme innovative di finanziamento delle imprese (l'*Action Plan* non contiene, peraltro, misure specifiche al riguardo, ma un impegno a svolgere attività di analisi e approfondimento; in particolare, l'UE realizzerà, entro il 2017, un'indagine su come sviluppare o supportare sistemi informativi su scala paneuropea ed esercizi di mappatura di esperienze nazionali di supporto e/o di servizio di consulenza alle PMI, in collaborazione con l'*Enterprise Europe Network*); collegare i finanziamenti all'economia reale, rimuovendo le barriere e gli ostacoli fiscali *cross-border* all'interno dell'UE e promuovendo relazioni più strette con i principali mercati mondiali; migliorare le infrastrutture di mercato, favorire l'omogeneizzazione delle procedure di insolvenza e rafforzare la *supervisory convergence*; incoraggiare l'affermazione di un sistema finanziario più forte e robusto, mediante l'apertura a una più vasta gamma di fonti di finanziamento e a maggiori investimenti a lungo termine in progetti sostenibili e a basso impatto ambientale, garantendo la coerenza e la fruibilità della regolazione finanziaria europea e assicurando che i cittadini e le imprese dell'UE non siano più vulnerabili agli *shocks* finanziari come durante la recente crisi finanziaria; aumentare la condivisione transfrontaliera dei rischi e rendere più liquidi i mercati, in vista della realizzazione di una migliore integrazione finanziaria, con una generale riduzione dei costi dei servizi e un rafforzamento della competitività dell'UE; sfruttare la capacità delle banche di sostenere l'economia nel suo insieme, rafforzando le reti di finanziamento locali e costruendo un mercato di cartolarizzazioni di qualità nell'UE.

124 Osserva, al riguardo, SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *BBTC*, 2016, 4, 487 ss., che «[a]nche alla luce delle prospettive aperte dal progetto di un'European Capital Markets Union, la semplificazione del quadro regolatorio nazionale diventa un'istanza non più rinviabile: ciò sia con riferimento al più generale sistema amministrativo italiano, che non può più essere una fonte di svantaggio competitivo nei confronti di altri Paesi, sia con riferimento alla specifica regolazione dei mercati finanziari, anche per promuovere gli investimenti esteri. In tale ambito acquistano rilievo le istanze di semplificazione e di razionalizzazione della normativa in materia di informazione societaria, di corporate governance, di riduzione dei costi indiretti di quotazione nei mercati regolamentati connessi con il mantenimento dello status di società quotata nonché di contendibilità degli assetti proprietari».

settore finanziario e considerata altresì la costante riluttanza delle autorità nazionali a subire ulteriori spostamenti di poteri a vantaggio delle autorità europee.

Si aggiunga che il prefigurato ridimensionamento del ruolo delle banche nell'economia, associato a un accresciuto peso degli altri intermediari e del mercato dei capitali privati¹²⁵, espone inevitabilmente i singoli investitori alla volatilità e alla prociclicità che caratterizza tale mercato, senza il "cuscinetto di mitigazione", rispetto agli eventuali *shocks* che dovessero investirlo, tradizionalmente costituito dagli intermediari bancari¹²⁶.

L'asestamento a regime del modello di vigilanza bancaria centralizzata costituirà senz'altro una piattaforma stabile per sostenere lo sviluppo della *CMU* e, d'altro canto, una buona integrazione dei mercati dei capitali fornirà un solido contributo alla resilienza dell'Unione economica e monetaria.

Tuttavia, allo stato, è estremamente difficile cogliere le ricadute sistematiche del complessivo disegno riformatore ipotizzato, mentre incombe il pesante interrogativo in merito alle più adeguate modalità di esercizio della vigilanza su un così pronunciato sviluppo della finanza non bancaria (*market-based finance*).

Giova considerare, a tale proposito, che il "*Rapporto sul completamento dell'Unione economica e monetaria*" (cosiddetto "*Rapporto dei cinque Presidenti*"), presentato il 22 giugno 2015 dal Presidente della Commissione UE in collaborazione con gli altri quattro Presidenti, rispettivamente, del Consiglio europeo, dell'Eurogruppo, della BCE e del Parlamento europeo, ha evidenziato che, per rafforzare il quadro di vigilanza diretto ad assicurare la solidità di tutti gli operatori finanziari dell'UE, occorrerà, in prospettiva futura, dar vita a un'unica autorità di vigilanza europea dei mercati dei capitali.

La concretezza delle prospettive di conseguimento di tale importante risultato, che implica un ripensamento degli attuali assetti europei, è indubbiamente legata al successo delle iniziative volte a ridare slancio al processo politico e istituzionale di integrazione europea.

Senza volersi addentrare nell'ampio confronto attinente alle strategie e alle direzioni che assumeranno le politiche di consolidamento e di evoluzione delle strutture di integrazione europea nel prossimo futuro¹²⁷, può, in questa sede,

125 Sembra evidente che le banche, per adattarsi al nuovo *economic environment*, saranno costrette a procedere a ripensamenti e ad aggiustamenti dei loro *business models*, con sicuri effetti di lungo termine sull'attività di impiego. Se è prevedibile una riduzione della raccolta diretta, è altresì probabile un incremento delle *fee-based revenues* legate allo svolgimento di servizi connessi all'accesso di nuove imprese al mercato dei capitali, quali il *placement* presso terzi di strumenti finanziari, l'*advisory*, la strutturazione di *securitisations* e, in generale, l'*investment banking*.

126 I rischi emergenti dall'attività di finanziamento alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario sono menzionati anche nel *feedback* ricevuto alla "*Call for evidence*" lanciata dalla Commissione UE il 30 settembre 2015 relativamente all'"*EU regulatory framework for financial services*" (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/docs/summary-of-responses_en.pdf).

127 Si tenga conto che la Commissione UE, come annunciato nel *Programma di lavoro per il 2017* (COM (2016) 710), in vista del sessantesimo anniversario della firma dei Trattati di Roma, ha pubblicato il 1° marzo 2017 il "*Libro bianco sul futuro dell'Europa*", nel quale sono delineate sfide e opportunità per l'UE nel prossimo decennio (COM(2017) 2025).

interrogarsi sulla percorribilità, anche con riferimento al mercato finanziario, della strada che porta alla costruzione di un organismo sovranazionale unitario di vigilanza nell'ambito di un sistema integrato al quale facciano capo singole autorità nazionali di controllo.

Come ricordato dalla Commissione UE nella Comunicazione del settembre 2016 intitolata *"Capital Markets Union - Accelerating Reform"*¹²⁸, l'ESMA ha recentemente proceduto a concentrare la sua attività sulla *supervisory convergence*¹²⁹. Appare, peraltro, innegabile che, *«per assicurare una coerenza non solo apparente ma effettiva delle pratiche di vigilanza, le cui disparità continuano purtroppo a generare indesiderati e assai gravi effetti di frammentazione dei mercati dei capitali»*¹³⁰, occorre incrementare tale azione di convergenza, nella prospettiva di raggiungere una piena e totale uniformità nell'applicazione del *single rulebook* e nella vigilanza dei partecipanti al mercato¹³¹.

A tal fine, sembra, pertanto, auspicabile che vengano compiuti ulteriori sforzi per rafforzare la dimensione europea della vigilanza in settori nei quali essa può presentare più significativi vantaggi¹³².

Deve, in effetti, riconoscersi che, mentre *«[r]ealizzare una piena centralizzazione della vigilanza sull'intermediazione finanziaria secondo il modello adottato nel settore bancario non è certamente agevole, perché in alcune aree il processo decisionale richiede la vicinanza agli investitori domestici e il numero degli operatori è elevatissimo»*¹³³, presenta, invece, serie e apprezzabili possibilità di successo l'idea

128 Cfr. la *"Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions"* del 14 settembre 2016, COM(2016) 601 final.

129 I *Supervisory Convergence Work Programmes (SCWPs)* dettagliano annualmente le attività e gli obiettivi di competenza dell'ESMA in vista della promozione di una vigilanza accurata, efficace e coerente in tutta l'UE.

130 Cfr., *in terminis*, LAMANDINI, *op. cit.*, 457 ss.

131 Un riferimento in tal senso è presente nel Discorso annuale al Mercato del Presidente della CONSOB, risalente al 5 maggio 2014, e reperibile sul sito web dell'Autorità, in cui si afferma che *«[l]a carenza di prassi di vigilanza uniforme porta a un terreno di gioco non realmente livellato, aprendo lo spazio per arbitraggi fra sistemi di vigilanza. Per tal via si rischia di favorire i paesi con approcci meno rigorosi, piuttosto che premiare quelli più efficienti»*.

132 Rilevante, sul punto, un altro passaggio del Discorso annuale al Mercato citato nella nota precedente, in cui è dato leggere che *«[l]'esperienza maturata in questi anni indica che la strada più efficace per realizzare un'effettiva armonizzazione e una più efficiente supervisione è quella di centralizzare le competenze di vigilanza a livello europeo»*. Si veda altresì quanto riportato nella *"Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions"* del 30 settembre 2015, COM(2015) 468 final, 26: *«Action Plan on Building a Capital Markets Union ESMA could focus more on identifying, supporting and promoting best practice to ensure the effectiveness of the supervisory techniques of Member States and comparable outcomes throughout the EU. In this context, ESMA should make more systematic and efficient use of the tools it has, in particular thematic and country peer reviews»*.

133 Trattasi di affermazione presente nel Discorso annuale al Mercato del Presidente della CONSOB risalente al 9 maggio 2016, reperibile sul sito web dell'Autorità. Dà segno di analogo cautela il Rapporto del Gruppo "de Larosière", nella parte in cui si osserva quanto segue: *«[c]oncerning one idea, that often appears, suggesting the unification of all supervisory activities for cross-border institutions at the pan-EU level, the Group considers that this matter could only be considered if there were irrefutable arguments in favour of such a proposal. The complexities and costs entailed by such a proposal (which would result in a two-tier supervisory system, one for cross-border institutions and one for domestic institutions), its political implications and the difficulty of resolving cross-border burden-sharing are such that the Group has doubts of it being implemented at this juncture. This scenario could become more viable, of course, should the EU decide to move towards greater political integration»*.

di estendere le competenze di diretta supervisione dell'ESMA in taluni specifici segmenti di mercato, profondamente integrati a livello dell'UE¹³⁴.

Già in un importante studio prodotto per il Parlamento europeo nell'ottobre 2013¹³⁵ si ipotizzava di svolgere un *subsidiarity test* per verificare se l'inclusione del settore del regolamento titoli e dei depositari centrali (*Central Securities Depositories - CSDs*) ovvero dei fornitori di indici di riferimento nell'alveo dei soggetti o delle attività oggetto dei *direct EU-wide supervisory powers* dell'ESMA potesse contribuire a migliorare la «*overall supervision of the Single Market*». Prima ancora, il *Securities and Markets Stakeholder Group* dell'ESMA, in un documento del luglio 2013¹³⁶, osservava che nell'area di potenziale sviluppo delle competenze istituzionali dell'ESMA potessero essere utilmente fatti rientrare «*systemically important financial institutions (SIFIs) where a clear case has been made, market infrastructures such as trading platforms, central securities depositories, or index providers*».

Più di recente, in una risoluzione del Parlamento europeo del marzo 2014, recante raccomandazioni alla Commissione UE in merito al riesame del SEVIF¹³⁷, si raccomanda di introdurre la vigilanza diretta delle ESAs, inclusi gli *stress test*, con riferimento a «*highly integrated pan European entities or activities, giving ESMA (...) the power, the mandate and the resources to perform these activities*»; mentre in un *Report* della Commissione UE risalente all'agosto 2014, dopo aver rilevato che «*[t]here is broad consensus on the effectiveness and efficiency of direct supervision of CRAs by ESMA and on its mandate for supervising trade repositories*», si richiama l'attenzione sull'opportunità di ampliare il campo di intervento diretto dell'ESMA nei confronti delle infrastrutture di mercato critiche più profondamente interconnesse¹³⁸.

134 Nel contesto del Discorso annuale al Mercato citato nella nota precedente è dato leggere che «*[i]l primo passo dovrebbe essere quello di centralizzare la vigilanza sulle attività cross-border, quali le infrastrutture di mercato e il post-trading, come già realizzato in materia di agenzie di rating e trade repositories*». In dottrina, cfr. LAMANDINI, *op. loc. cit.*, secondo cui «*[a]ndranno (o andrebbero) centralizzate presso l'Esma le competenze di vigilanza diretta (di natura non prudenziale) dei soli operatori di mercato transfrontalieri che partecipano a vario titolo dell'ordito infrastrutturale pan-europeo o comunque transfrontaliero dei mercati dei capitali europei: si dovrebbe così sommare alla vigilanza sulle agenzie di rating e sui repertori di dati, anche quella sui Data Monitors previsti da MiFID2, i Benchmark Operators, i proxy advisors, i central securities depositories (ICSDs)*»; DI NOIA - FURLÒ, *The New Structure of Financial Supervision in Europe: What's Next?*, in AA.VV., *Financial Regulation and Supervision. A post-crisis Analysis*, a cura di Wymeersch, Oxford, 2012, 172 ss., secondo cui «*Regarding direct supervisory powers on entities with Community-wide reach or economic activities with Community-wide reach as it was foreseen for all the ESAs in the Commission proposal (Art 6(3)), only ESMA kept this power related to CRAs. It is necessary to enlarge this kind of function on all the ESAs concerning all the sensible cross-border groups and market infrastructures like trading platforms, central clearing counterparties, and central securities depositories*».

135 Cfr. «*Review of the New European System of Financial Supervision (ESFS), Part 1: The Work of the European Supervisory Authorities (EBA, EIOPA and ESMA) – The ESFS's Micro-Prudential Pillar*», IP/A/ECON/ST/2012-23, 7.2.3, punto 43.

136 Cfr. SMSG contribution to the ESFS Consultation. An SMSG review of the ESA's including a self-assessment, SMSG/2013/013, 18 luglio 2013, punto 1.9.

137 Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 26 febbraio 2014 recante raccomandazioni alla Commissione UE concernenti il riesame del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), 2013/2166(INL).

138 Cfr. la Relazione della Commissione UE dell'8 agosto 2014 sull'operato delle autorità europee di vigilanza (AEV) e del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), COM(2014) 509 def., 26, in cui si afferma che «*[p]ossible areas for direct supervision by the ESAs highlighted by stakeholders include market/post-trade infrastructures (e.g. benchmarks, CCPs, CSDs) where the degree of concentration of actors at EU level is considered as possibly justifying a European approach to supervision*». In dottrina, cfr. VALIANTE, *op. cit.*, 219, il quale afferma che «*[f]or what concerns exclusive competences for specific entities, on top of credit rating agencies and trade repositories, the exclusive competence of*

Da ultimo, nell'ambito di una nuova consultazione da poco avviata in merito all'operato delle ESAs¹³⁹, la Commissione UE ha chiesto agli operatori di fornire riscontri utili a consentire di identificare specifiche aree nelle quali una più forte supervisione di matrice europea potrebbe offrire un evidente valore aggiunto rispetto al superamento dell'attuale frammentazione del mercato, suggerendo, in particolare, di avviare la riflessione verso tre possibili nuove frontiere delle attribuzioni, in senso accentrato e diretto, dell'ESMA, considerate in grado di agevolare l'affermazione della CMU.

In primo luogo, vengono presi in considerazione segmenti nei quali è particolarmente avvertita l'esigenza di avere mercati di strumenti finanziari più integrati, efficienti e ben operanti. Viene, a tale riguardo, indicato il settore dei servizi di comunicazione dei dati fondamentali sulle transazioni (cosiddetti *Data providers*), ora dettagliatamente disciplinato dalla direttiva n. 2014/65/UE (cosiddetta *MiFID II*), al fine di consentire alle autorità di vigilanza una visione globale dell'attività di negoziazione su tutti le sedi di negoziazione dell'UE. In particolare, si fa riferimento ai "dispositivi di pubblicazione autorizzati" (*Approved Publication Arrangements - APAs*)¹⁴⁰, ai "fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione" (*Consolidated Tape Providers - CTPs*)¹⁴¹ e ai "meccanismi di segnalazione autorizzati" (*Approved Reporting Mechanisms - ARMs*)¹⁴².

In secondo luogo, si fa riferimento ad aree del diritto del mercato dei capitali in cui soluzioni comuni nell'applicazione delle regole possono determinare incrementi di efficienza, per effetto, ad esempio, dello sviluppo di sinergie, della riduzione di ostacoli transfrontalieri all'integrazione dei mercati o della mitigazione degli incentivi delle imprese a sfruttare opportunisticamente punti deboli dell'apparato normativo oppure dei regolatori a competere tra loro al fine di attrarre attori di mercato entro la loro area di competenza. L'esempio citato è quello dei fondi comuni di investimento su scala europea, la cui maggiore diffusione potrebbe essere utilmente promossa in virtù dell'attribuzione all'ESMA di un ruolo più incisivo nello svolgimento delle attività di supervisione, di monitoraggio delle comunicazioni di *marketing* e di armonizzazione dei requisiti per la commercializzazione *cross-border*.

In terzo luogo, si richiamano talune aree in cui un'elevata integrazione o un'intensa attività transfrontaliera potrebbero determinare l'insorgere di significativi rischi di contagio *cross-border*, a detrimento della stabilità finanziaria o dell'integrità

ESMA should be extended to all the entities that are the backbone of a pan-European market architecture. This list would include data providers (under MiFID II), benchmark providers, auditors (via more binding powers over the committee of national auditing oversight bodies), trading venues, central counterparties (CCPs) and International Central Securities Depositories (ICSDs).

139 Maggiori dettagli sulla consultazione, lanciata il 21 marzo 2017, possono essere reperiti al seguente link: https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations_en.

140 Sono soggetti autorizzati a pubblicare i *reports* delle operazioni concluse per conto di imprese di investimento.

141 Si tratta di soggetti autorizzati a fornire il servizio di raccolta, presso mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, sistemi organizzati di negoziazione e APAs, dei *reports* delle operazioni concluse per taluni strumenti finanziari, consolidandoli, poi, in un flusso elettronico di dati aggiornati in continuo.

142 Sono soggetti autorizzati a segnalare alle NCAs o all'ESMA, per conto delle imprese di investimento, le informazioni di dettaglio sulle operazioni concluse.

del mercato dell'UE. Il richiamo è svolto nei confronti delle infrastrutture di mercato *post-trading*, con segnato riferimento alle controparti centrali (*Central Counterparties - CCPs*) e ai depositari centrali internazionali di titoli (*International Central Securities Depositories - ICSDs*), che, per il ruolo cruciale svolto in relazione all'efficace e trasparente funzionamento del *clearing market*, meritano particolare attenzione in chiave di prevenzione del rischio sistemico.

Esula dalle finalità della presente trattazione valutare la bontà dell'attuale sistema europeo di vigilanza del mercato finanziario, basato – come illustrato – sul concorso di due elementi in reciproca tensione: una vigilanza decentrata a livello nazionale e un'attività di *rule-making* tendenzialmente accentrata a livello europeo. Né, ovviamente, è questa la sede per esaminare l'opportunità di ulteriori e più radicali modifiche strutturali dell'organizzazione delle funzioni di vigilanza in tale contesto, quali, ad esempio, la fusione delle *ESAs* in un unico *regulator* – in cui tutte le competenze di vigilanza sui principali operatori del sistema finanziario in senso lato (banche, compagnie di assicurazione, imprese di investimento e gestori di patrimoni) vengano fatte confluire in un unico soggetto¹⁴³ – o la transizione verso un assetto binario (cosiddetto modello "*twin peaks*") – implicante la separazione delle funzioni di regolazione e supervisione tra due soggetti distinti, l'uno con compiti microprudenziali e l'altro concentrato sulle regole di esercizio delle attività, sulla *disclosure* informativa e sulla tutela degli investitori¹⁴⁴.

Se non sussistono giustificazioni più o meno convincenti per affermare, con un ragionevole grado di certezza, la superiorità qualitativa o la prevalenza, sul piano teorico o empirico, di nessuno di tali (come di altri) modelli organizzativi, deve, peraltro, riconoscersi che – come si è avuto modo di rilevare più sopra – l'assetto attuale della vigilanza finanziaria, nelle sue peculiari interazioni problematiche con il modello centralizzato di supervisione bancaria e con quello, multipolare, relativo all'adozione delle misure di natura macroprudenziale, determina tuttora eccessive eterogeneità negli approcci, non esclude la presenza di fenomeni di *dumping* – generativi di prassi di vigilanza in grado di produrre effetti attrattivi o dissuasivi per lo stabilimento di imprese, per la realizzazione di investimenti finanziari e, in generale, per l'appetibilità dei singoli mercati nazionali – e, infine, non assicura ancora una visione olistica e intersettoriale dei rischi e delle risposte di vigilanza.

L'attenta considerazione dei fattori critici evidenziati suggerisce, pertanto, una rimeditazione e uno sforzo di razionalizzazione del quadro esistente, volti quanto meno a fare tesoro delle indicazioni sinora accumulate nell'analisi del concreto funzionamento dell'*SSM* e del *SEVIF*.

Proprio in tale prospettiva, sembra che eventuali iniziative di rivisitazione organizzativa che – ferma la permanenza dell'*SSM* e dell'*ESRB* – prevedano la

143 Possono essere ricondotte a tale modello, ad esempio, le esperienze tedesche (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin*), polacche (*Komisja Nadzoru Finansowego - KNF*), svedesi (*Finansinspektionen*), finlandesi (*Finanssivalvonta*), danesi (*Finanstilsynet*) e austriache (*Finanzmarktaufsicht*).

144 Ricorrono a tale modello, ad esempio, il Regno Unito (*Prudential Regulation Authority - PRA* e *Financial Conduct Authority - FCA*), i Paesi Bassi (*Autoriteit Financiële Markten - AMF* e *De Nederlandsche Bank*) e il Belgio (*Autorité des services et marchés financiers - FSMA* e *Banque Nationale de Belgique*).

devoluzione a due sole autorità europee della responsabilità, da un lato, per i profili di microstabilità e di vigilanza e regolazione microprudenziale e, dall'altro lato, per il monitoraggio del rispetto di appropriate norme di trasparenza e correttezza comportamentale da parte di tutti gli operatori che compongono il sistema finanziario, senza distinzioni fra settore creditizio, mobiliare e assicurativo¹⁴⁵, potrebbero condurre a un efficace superamento delle disarmonie legate all'accentuata frammentarietà e disorganicità che connotano il frastagliato *landscape* attuale – quanto meno con riferimento alla difficile convivenza tra SSM e SEVIF, in particolare tra BCE ed EBA – contribuendo altresì a creare significative sinergie nell'espletamento di compiti e attività in aree tematiche in cui una logica di piena integrazione può garantire un ottimale impiego delle risorse (dall'AIR all'analisi economica, dall'elaborazione statistica al *data management*).

A tale processo di concentrazione e semplificazione del disegno architettonico europeo, che risulterebbe informato a un criterio di riparto orizzontale dei poteri secondo "macro-obiettivi" di vigilanza¹⁴⁶, potrebbe corrispondere, in ambito finanziario, una distribuzione verticale delle competenze ordinata secondo soglie di significatività sistemica delle attività svolte e della proiezione transnazionale dei fenomeni e dei soggetti vigilati. Verrebbe, quindi, rimessa al livello europeo la supervisione diretta e la regolazione di taluni segmenti e operatori di mercato particolarmente critici in chiave *cross-border*¹⁴⁷ e sarebbero conservate, invece, a livello domestico le sole attribuzioni connesse all'adempimento dei compiti istruttori e all'esercizio dell'*enforcement* su soggetti e su servizi aventi un raggio d'azione esclusivamente nazionale e, come tali, incapaci di esprimere elevati rischi di contagio a rilevanza sistemica¹⁴⁸.

145 Si consideri che il punto n. 216 del Rapporto del Gruppo "de Larosière" si esprime a favore di tale soluzione, osservando che «[t]here may be merit, over time, in evolving towards a system which would rely on only two Authorities. The first would be responsible for banking and insurance issues, as well as any other issue which is relevant for financial stability (e.g. systemically important hedge funds, systemically important financial infrastructures). The second Authority would be responsible for conduct of business and market issues, across the three main financial sectors. Combining banking and insurance supervisory issues in the same Authority could result in more effective supervision of financial conglomerates and contribute to a simplification of the current extremely complex institutional landscape». La Raccomandazione n. 24 del Rapporto conclude suggerendo di promuovere «a system which would rely on only two Authorities: the first Authority would be responsible for banking and insurance prudential issues as well as for any other issue relevant for financial stability; the second Authority would be responsible for conduct of business and market issues». Suggestioni in questa direzione possono rinvenirsi anche in DI GIORGIO - DI NOIA, *Designing a Regulatory and Supervisory Framework for Integrated Financial Markets*, in AA.VV., *The Changing Geography of Banking and Finance*, a cura di Zazzaro - Fratianni - Alessandrini, New York, 2009, 215 ss.; nonché in US DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* [cosiddetto "Paulson Report"], Marzo 2008, 143 ss.

146 Si noti che, anche secondo la IOSCO (*Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010), «three Objectives of securities regulation (...) are: protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; reducing systemic risk». E', inoltre, di estremo interesse rilevare che, nel 2013, il Fondo Monetario Internazionale, nell'ambito del *Country Report 13/353* intitolato "ITALY: Detailed Assessment of Observance of Iosco Objectives and Principles of Securities Regulation", ha affermato che «[t]he current framework could benefit from a streamlining of the chosen twin peak structure, aimed at eliminating possible ambiguities or inconsistencies and strengthening the functional approach».

147 Oltre alle frontiere di sviluppo evocate sopra nel testo con riferimento all'ESMA, LAMANDINI, *op. loc. cit.*, ipotizza una possibile «vigilanza diretta del multiple listing, dell'OPA transfrontaliera, del prospetto per la vendita transfrontaliera di titoli».

148 A favore di tale soluzione sembrano deporre le considerazioni svolte dal Presidente della CONSOB nei Discorsi annuali al Mercato citati *supra* nt. 131, 132, 133 e 134. Nella sua risposta al documento di consultazione sull'operato

Ridefinire in tal senso l'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo consentirebbe – per lo meno con riferimento ad ambiti e fenomeni finanziari che, per caratteristiche e dimensioni, sembrano propiziare una più intensa ed effettiva integrazione di segno europeo – di rimediare agli annosi squilibri relazionali e disciplinari legati alla dissociazione soggettiva fra posizione delle regole in sede europea e applicazione delle stesse, nella quotidiana attività di vigilanza, in modo differenziato fra le singole aree territoriali individuate dai confini nazionali.

5 Possibili implicazioni per gli assetti domestici della vigilanza sul mercato finanziario

Il riconoscimento a favore della BCE di fondamentali competenze di vigilanza sulle banche dell'Eurozona ha determinato – come illustrato – notevoli conseguenze sull'assetto della vigilanza a livello nazionale, implicando il coinvolgimento di un'ulteriore autorità nello svolgimento delle funzioni di supervisione.

Si è altresì accennato al fatto che il d.lgs. 14 novembre 2016, n. 223, si è fatto carico di adeguare al riparto di competenze tra BCE e NCAs definito nel Regolamento SSM il quadro delle attribuzioni assegnate alla Banca d'Italia, rimuovendo le disposizioni non più compatibili con il nuovo contesto europeo¹⁴⁹. Qualche anno addietro, il d.lgs. 30 luglio 2012, n. 130, si era, a sua volta, fatto carico di adeguare il nostro ordinamento bancario e finanziario alla modifica dell'architettura dell'apparato di vigilanza europeo discendente dall'introduzione del SEVIF.

Oltre a garantire tali necessari interventi di coordinamento e integrazione dell'ordito normativo, le descritte evoluzioni del quadro europeo non hanno, tuttavia, inciso sul terreno della vigilanza a livello nazionale sui servizi di investimento e sulla gestione collettiva del risparmio. Le concise considerazioni che seguono intendono, pertanto, proporre alcuni spunti di riflessione al riguardo, in vista di possibili semplificazioni che, superando le attuali problematiche di sovrapposizione e di non chiara ripartizione delle competenze tra autorità¹⁵⁰, conducano, anche in tali aree, a una più netta convergenza verso un modello di vigilanza e regolazione per finalità.

In sintesi, per ciò che riguarda la vigilanza sulle banche "significative" che prestano servizi e attività di investimento, i soggetti di riferimento sono, allo stato, tendenzialmente quattro. In primo luogo, la BCE, per i profili di vigilanza bancaria microprudenziale, nonché per valutazioni concernenti il rilascio e la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia e il controllo dei requisiti patrimoniali (artt. 4 e 14, Reg. SSM). In secondo luogo, l'ESMA, sul piano della

delle ESAs citato *supra* nt. 138, l'ESMA (con nota del 29 maggio 2017, ESMA03-173-194) ha osservato che il rispetto congiunto dei seguenti criteri dovrebbe guidare la decisione relativa all'assegnazione a livello europeo dei poteri autorizzatori e di vigilanza «1. *Strong cross-border angle*; 2. *High risk of regulatory arbitrage*; 3. *Availability of and ability to pool technical expertise at EU level (instead of building up expertise in multiple member states)*; and 4. *Efficiency gains for EU/national public authorities and/or market participants (which would otherwise face fragmented markets and barriers/duplication)*».

149 Cfr. *supra* nt. 104.

150 Sul tema delle frizioni interistituzionali, cfr. STOLFI, *op. cit.*

definizione di *standards* e prassi regolatorie e di vigilanza comuni, in chiave di protezione degli investitori e di buon funzionamento del mercato finanziario (art. 8, Reg. UE n. 1095/2010). In terzo luogo, la Banca d'Italia e la CONSOB per i profili, rispettivamente, di stabilità e di trasparenza e correttezza attinenti allo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento; quando gli stessi servizi e attività sono svolti da SIM e SGR, le autorità competenti sono unicamente CONSOB e Banca d'Italia per gli aspetti appena richiamati (art. 5, TUF).

Al di là dell'accentuata complessità e del potenziale aumento dei costi di *compliance* per i soggetti abilitati, nonché della dilatazione dei tempi e dei costi della connessa produzione regolamentare, l'attuale assetto non ha posto rimedio alle contraddizioni della filosofia di fondo che nel 1998 – in continuità con quanto disposto dalla l. 2 gennaio 1991, n. 1 (cosiddetta "legge SIM") e, ancor prima, dalla l. n. 23 marzo 1983, n. 77 (istitutiva dei fondi comuni di investimento) – aveva condizionato la formazione del TUF: l'idea, cioè, che la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e la gestione collettiva del risparmio imponessero la presenza di una forma di presidio della stabilità e della sana e prudente gestione ulteriore rispetto a quella discendente, in tema di requisiti patrimoniali, dal recepimento degli accordi internazionali di Basilea.

Tale assunto – che rappresenta un vero e proprio *unicum* nel panorama europeo – ha costituito il fondamento delle norme che hanno demandato alla Banca d'Italia un ruolo assai incisivo nella regolazione e nella vigilanza sulla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e nella gestione di patrimoni; nel contempo, ha, però, determinato una certa dissonanza rispetto al rigoroso rispetto di un criterio di vigilanza su basi funzionali, che pure rappresenta un punto fermo nel contesto del TUF e un modello di vigilanza adottato in molti Paesi europei, con il rischio di rendere estremamente complessa la cornice normativa di riferimento, esposta al rischio di duplicazioni e inefficienze.

Le finalità della vigilanza della CONSOB emergono, come noto, dal combinato disposto di talune disposizioni del TUF. In particolare, nell'ambito della disciplina degli intermediari relativa alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio, il TUF prevede che la vigilanza abbia i seguenti obiettivi: «*salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*», «*tutela degli investitori*», «*stabilità*» e «*buon funzionamento del sistema finanziario*», «*competitività del sistema*» stesso e «*osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*». Per il perseguimento di tali obiettivi la CONSOB è competente per quanto attiene alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti, mentre la Banca d'Italia è competente in merito al contenimento del rischio, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente gestione degli intermediari (art. 5, TUF).

La citata formulazione degli obiettivi di vigilanza risulta così ampia e generica da dar luogo a ineludibili ambiguità e incongruenze nel concreto riparto di competenze fra la CONSOB e la Banca d'Italia. Invero, nell'ambito della disciplina concernente gli intermediari, l'art. 5, comma 1, lett. b), TUF, fa riferimento alla «*tutela degli investitori*» come finalità generale che vede coinvolte ambo le autorità, mentre ragioni di coerenza sistematica, ispirate all'esigenza di evitare soluzioni stridenti con

un'ordinata divisione dei compiti di regolazione e vigilanza secondo un modello per finalità, parrebbero suggerirne il perseguimento in via principale da parte della CONSOB.

La lett. c) dello stesso comma cita, invece, genericamente «*la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario*», alludendo verosimilmente alla vigilanza di macrostabilità (o di stabilità sistemica), la quale sarà presto destinata – come subito si vedrà – ad essere condotta da una nuova autorità indipendente, avente lo specifico obiettivo di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario.

I successivi commi 2 e 3 introducono, poi, la ripartizione di competenze fra CONSOB (in punto di trasparenza e correttezza) e Banca d'Italia (in tema di sana e prudente gestione degli intermediari, ossia di microstabilità dei singoli enti¹⁵¹), inquadrandola, però, in chiave strumentale rispetto al perseguimento dei ricordati obiettivi di fondo.

Le ambiguità che nascono da tale impostazione sono molteplici.

In primo luogo, in un modello di vigilanza chiaramente organizzato per finalità, l'obiettivo della «*tutela degli investitori*», con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, dovrebbe essere di esclusiva competenza dell'autorità chiamata per legge a presidiare la trasparenza e il rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari, stante l'estraneità rispetto a profili connessi alla valutazione dei rischi generati dai singoli intermediari.

In secondo luogo, l'obiettivo di stabilità sistemica si pone – a ben considerare – su un piano diverso e più elevato rispetto a quelli di trasparenza e correttezza e di microstabilità, con la conseguenza che la responsabilità ultima rispetto al conseguimento di tale obiettivo dovrebbe gravare su un'autorità diversa rispetto alla CONSOB e alla Banca d'Italia. Si è sopra ricordato che, a livello europeo, la responsabilità di supervisione dei rischi sistemici è stata assegnata all'*ESRB*, il quale, nel dicembre del 2011, ha adottato una specifica Raccomandazione, intitolata "*ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities*" (ESRB/2011/3), con la quale ha suggerito agli Stati membri di designare al proprio interno, mediante disposizioni normative nazionali, un'autorità incaricata della conduzione della politica macroprudenziale nazionale. In ossequio a tale Raccomandazione, il legislatore italiano, per effetto della l. 12 agosto 2016, n. 170 (legge di delegazione europea 2015), ha recepito nel nostro ordinamento tale Raccomandazione, delegando il Governo a istituire, entro il 16 settembre 2017, un'autorità indipendente, priva tuttavia di personalità giuridica, denominata "*Comitato per le politiche macroprudenziali*", alla quale potranno prendere parte la Banca d'Italia (in funzione

151 In dottrina, cfr. AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amoroso, Milano, 2014, 85, secondo cui «l'Autorità di vigilanza è chiamata ad esprimere una valutazione tecnica preventiva sulla adeguatezza della struttura organizzativa e dei mezzi apprestati dall'intermediario rispetto alle attività che intende svolgere, affinché siano assicurate le premesse di una gestione sana (ossia effettuata secondo logiche imprenditoriali non fuorviate da interessi egoistici di soci, esponenti aziendali o altri soggetti portatori di interessi contrastanti con quelli della clientela e talvolta della stessa società) e prudente (ossia effettuata sulla base di criteri volti a preservare il patrimonio dell'intermediario da tutti i possibili rischi - ad esempio, operativi, di controparte o di mercato - derivanti dalla prestazione dei servizi e delle attività di investimento)».

di presidente), la CONSOB, l'IVASS e la COVIP, mentre rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze e dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato potranno assistere alle relative sedute. La creazione di tale importante punto di coordinamento e raccordo tra autorità, posto su un livello sovraordinato o comunque "terzo" rispetto alle stesse, potrà senz'altro servire a disinnescare le criticità evidenziate e ad arginare gli squilibri discendenti dal confuso disegno tracciato, sul punto, dal TUF.

Per migliorare l'organicità e l'ordine interno del sistema potrebbe, allora, prendersi in considerazione l'ipotesi di riformulare l'art. 5, TUF (nonché – a ben vedere – l'art. 5, TUB), al fine di promuovere una più chiara definizione dei ruoli della Banca d'Italia e della CONSOB, nel segno di un più rigoroso rispetto di un modello di vigilanza per finalità generali¹⁵². A tale scopo, potrebbe, anzitutto, procedersi a una più ordinata assegnazione di compiti tra le autorità, ispirata a un'attenta divisione tra questioni connesse alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti degli intermediari e questioni legate, invece, a profili di sana e prudente gestione degli intermediari stessi. Potrebbe, inoltre, escludersi ogni incongruente riferimento alla stabilità sistemica, quale obiettivo trasversale di vertice presto destinato a essere monitorato dall'istituenda autorità per la conduzione delle politiche macroprudenziali.

Si potrebbe, d'altro canto, integrare il tessuto del TUB mediante l'innesto di disposizioni attinenti ad alcune questioni riguardanti temi di vigilanza microprudenziale, affrontati ora nel contesto del TUF: si pensi ai poteri di intervento e ai connessi profili di vigilanza prudenziale sulle SIM, sui conglomerati finanziari e sulla vigilanza consolidata di gruppo.

Rispetto all'ipotesi di convergenza verso un modello di vigilanza per finalità, le più evidenti incongruenze emergono, peraltro, con riferimento all'art. 6, TUF, disposizione che prevede: un parere non vincolante della Banca d'Italia su aspetti di rango regolamentare connessi a profili di trasparenza e correttezza nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento (commi 2 e 2-*quater*); un regolamento congiunto sugli assetti procedurali riguardanti gli stessi profili (comma 2-*bis*); la diretta competenza della Banca d'Italia per l'esercizio della vigilanza su taluni profili specifici (comma 2-*ter*).

In linea generale, non sembra che tali attribuzioni in materia di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento possano giovare all'obiettivo di garantire la capacità della Banca d'Italia di vigilare sulla stabilità patrimoniale e sulla sana e prudente gestione degli intermediari. Si tratta, in effetti, di aspetti già ampiamente presidiati in virtù della nuova legislazione europea in materia di vigilanza prudenziale delle banche e delle SIM introdotta con il Regolamento UE n. 575/2013 (*CRR*) e con la Direttiva 2013/36/UE (*CRD IV*). Ad esempio, i rischi di mercato, di liquidità e operativi che, in relazione alle attività e ai servizi di investimento svolti dalle SIM,

¹⁵² Si consideri, al riguardo, l'invito che l'art. 49, *MiFID* (ora riprodotto nell'art. 68, *MiFID II*), rivolge agli Stati membri, nell'ipotesi in cui vengano designate più autorità competenti per l'applicazione delle disposizioni della direttiva, affinché «i ruoli di tali autorità» siano «definiti con chiarezza».

possono incidere direttamente sul patrimonio degli intermediari trovano già ampio presidio nelle norme sul patrimonio di vigilanza e sulla vigilanza microprudenziale che assegnano alla Banca d'Italia ampi e penetranti poteri ai fini della vigilanza sulla microstabilità e sulla sana e prudente gestione.

Si aggiunga che il quadro regolatorio in tema di controlli interni degli intermediari è reso assai complicato dalle sovrapposizioni che emergono dalla parallela vigenza delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" (emanate dalla Banca d'Italia nel 2008 e riviste e modificate, da ultimo, nel 2014 al fine di dare attuazione alla citata CRD IV) e del Regolamento congiunto Banca d'Italia-CONSOB "in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" (adottato il 29 ottobre 2007 e modificato da ultimo nel gennaio 2015). La regolamentazione secondaria della Banca d'Italia, da un lato, contiene specifiche prescrizioni per gli organi di controllo, gli amministratori non esecutivi e i responsabili delle funzioni di controllo interno delle banche, al fine di tenere in considerazione le peculiarità e la delicatezza dei rispettivi ruoli nelle realtà creditizie; la disciplina congiunta, dall'altro lato, regola aspetti di carattere organizzativo e procedurale nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento¹⁵³, in ragione di una presunta incidenza che tali peculiari profili avrebbero sulle condizioni di stabilità degli intermediari stessi.

Giova, peraltro, rilevare che, nel contesto dell'art. 2 del recente d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, di attuazione della direttiva n. 2014/65/UE ("MiFID II"), è inclusa una disposizione modificativa dell'art. 6, TUF. Tramite la riformulazione del comma 2-bis dell'art. 6, viene, in particolare, riconsiderata la disciplina dell'assetto dei poteri regolamentari attualmente vigente, escludendo l'attribuzione alla potestà regolamentare assegnata congiuntamente alla Banca d'Italia e alla CONSOB della vigilanza in materia di organizzazione amministrativa e contabile e di controlli interni degli intermediari. Tale risultato viene ottenuto mediante la previsione di una distribuzione dei poteri regolamentari in ordine a materie di esclusiva competenza dell'una o dell'altra autorità – fermo restando il dovere, sul piano procedimentale, di consultare previamente l'autorità "non competente", chiamata a rilasciare un parere non vincolante – nonché mediante l'abrogazione del comma 2-ter, che nell'ambiente regolativo attuale rappresenta il tentativo di recuperare il modello per finalità anche nell'ambito di ipotesi di competenza regolamentare congiunta, nella prospettiva (o nella speranza) di ridurre al minimo i casi di sovrapposizione o di contrasto tra le due autorità. Tale rivisitazione – destinata a trovare applicazione dal 3 gennaio 2018 – sembra senz'altro muovere nell'auspicabile direzione di una più netta definizione di ruoli e competenze tra i *regulators* coinvolti.

¹⁵³ L'art. 6, comma 2-bis, TUF, riconosce poteri congiunti di vigilanza regolamentare alla Banca d'Italia e alla CONSOB, in particolare, in materia di «requisiti generali di organizzazione», di «organizzazione amministrativa e contabile», di «audit interno», di «procedure di controllo interno», di «controllo della conformità alle norme» e di «gestione del rischio dell'impresa». L'art. 4, comma 1, Regolamento congiunto Banca d'Italia-CONSOB, ribadisce che «[g]li intermediari (...) si dotano di un sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi».

Non priva di significativi aspetti di criticità rispetto alla coerenza interna del sistema è, poi, la previsione in base alla quale l'autorizzazione delle banche allo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento è rilasciata unicamente dalla Banca d'Italia, salvo il dovere di consultare la CONSOB (solamente) in merito all'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 19, comma 4, TUF)¹⁵⁴. Tale prescrizione, se, da un lato, agevola gli intermediari, individuando la Banca d'Italia quale interfaccia unica ed evita duplicazioni nelle attività di controllo in fase di accesso alle attività¹⁵⁵, pone, dall'altro lato, evidenti incongruenze rispetto al coerente perseguimento di un modello di vigilanza per finalità, posto che l'autorizzazione *de qua* implica solo una valutazione preliminare e prospettica di profili tecnici, organizzativi e procedurali, senza investire, ancora una volta, profili di rilievo microprudenziale ulteriori rispetto a quelli all'origine degli stringenti requisiti prudenziali già previsti dalla normativa di matrice europea.

Il recente passaggio alla BCE del "potere ultimo" di decisione in merito al rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia potrebbe essere l'occasione per riconoscere in via principale alla CONSOB la competenza autorizzatoria relativa alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte di tutti i soggetti abilitati, banche incluse. Diversamente, si avrebbe il risultato paradossale in base al quale la Banca d'Italia, che si limita a cogestire con la BCE il procedimento concernente l'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia¹⁵⁶, ha un monopolio pressoché esclusivo per quanto riguarda l'autorizzazione delle banche allo svolgimento dei servizi e delle attività d'investimento.

L'art. 6, TUF, attribuisce alla competenza prevalente della Banca d'Italia anche aspetti attinenti alla vigilanza microprudenziale sui gestori di OICR (SGR, SICAV e SICAF). In particolare, l'art. 6, comma 1, lett. a), TUF, riconosce alla Banca d'Italia il potere di disciplinare, sentita la CONSOB, gli obblighi delle SGR in materia di

154 Si noti, a tale riguardo, che, sempre nell'ambito del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, l'art. 19, TUF, è destinato a essere modificato, nel senso di prevedere che la fase istruttoria in seno alla Banca d'Italia, finalizzata al rilascio alle banche dell'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento, si realizzi, *in ogni caso*, di concerto con la CONSOB, che dev'essere, all'uopo, previamente sentita.

155 Si consideri, a tale proposito, che il Fondo Monetario Internazionale, nell'ambito del menzionato *Country Report 13/353*, in ordine al rispetto da parte del nostro Paese del primo dei principi-chiave relativi alla vigilanza sulla commercializzazione di strumenti finanziari («*The responsibilities of the Regulator should be clear and objectively stated*»), ha osservato quanto segue: «*[t]here is one area where the current approach of the legislation has the potential to result in a suboptimal outcome, which relates to the consultation process in connection with the licensing function. Under the current framework Consob is required to consult with the BI in the authorization of non-bank IFs, and the BI is required to consult with Consob in the authorization of AMCs. But the BI is not obliged to consult Consob on the authorization of banks that want to provide investment services, except where they involve the operation of an MTF. The assessors acknowledge that Consob and the BI are under a general obligation to cooperate and coordinate with one another and that the BI's regulation establishing the information that banks must submit along with their application was issued in consultation with Consob. However, the absence of a formal requirement for BI to consult with Consob when it assesses such applications means that Consob's expertise in conduct of business issues is not applied in a more direct manner into the authorization process. Thus, the assessors encourage the authorities to implement a consultation process also in connection with banks.*».

156 Cfr. FIGLIOLA, I rapporti con le banche centrali nazionali, in AA.Vv., *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, Pisa, 2016, 227, secondo cui «*[l]a competenza autorizzatoria all'esercizio dell'attività creditizia, pur astrattamente qualificata in termini di esclusività [a favore della BCE, n.d.r.], viene esercitata congiuntamente ai regolatori nazionali secondo il modello della "coamministrazione".*».

adeguatezza patrimoniale, di contenimento del rischio e di partecipazioni detenibili, nonché l'informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie¹⁵⁷.

Analizzando brevemente il tema della gestione collettiva del risparmio dall'angolazione giuseconomica, mette conto rilevare che il modulo organizzativo di tale attività, nel suo funzionamento ordinario, prevede che gli investitori affidino l'amministrazione di una determinata disponibilità finanziaria a un gestore professionale; le somme versate confluiscono indistintamente in un patrimonio autonomo – l'OICR – costituente un vero e proprio *pool* gestito complessivamente per conto dei partecipanti; il patrimonio comune è suddiviso in quote, nelle quali sono incorporate le singole partecipazioni; nei prodotti più tradizionali – tipicamente, i fondi comuni di investimento aperti armonizzati (cosiddetti *UCITS*) – la sottoscrizione delle quote può avvenire in ogni momento, cosicché il numero delle quote in circolazione è variabile; il valore dell'attivo netto dell'OICR (*Net Asset Value - NAV*) è pari al valore corrente, alla data di riferimento della valutazione, degli attivi oggetto di investimento, al netto delle eventuali passività; gli *assets* ammissibili nei portafogli dei fondi devono essere coerenti con la politica d'investimento dei fondi stessi e il loro grado di liquidità deve assicurare il rispetto degli obblighi di rimborso delle quote, secondo quanto previsto dal regolamento di gestione; in virtù del principio della separazione patrimoniale sancito dall'art. 36, comma 4, TUF, ogni OICR è distinto, a tutti gli effetti, dal patrimonio del gestore, da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dallo stesso gestore; infine, negli OICR aperti il rimborso delle quote ha una periodicità almeno quindicinale e avviene, in contropartita diretta con il gestore, per un controvalore corrispondente al quoziente tra il *NAV* e il numero delle quote in circolazione, moltiplicato per le quote di cui si chiede il riscatto.

Alla luce di tali elementi essenziali, si deve osservare che il valore di realizzo delle quote di un OICR, essendo sostanzialmente pari al valore *di mercato* del patrimonio, è generalmente *incerto*, a differenza, ad esempio, dei depositi bancari a vista, che sono prontamente liquidabili o trasferibili a valore *certo*, cioè al loro valore *nominale*. Se, peraltro, i partecipanti al fondo non vantano alcun diritto al rimborso del capitale investito al valore nominale e a semplice richiesta, la perdita potenziale che essi possono essere chiamati a sostenere è comunque limitata all'importo versato all'atto della sottoscrizione: il valore delle quote potrà, pertanto, azzerarsi, ma non potrà mai essere negativo e l'eventuale perdita degli investitori non potrà mai essere superiore all'investimento iniziale¹⁵⁸, né potrà essere chiesto loro di ripianare perdite

157 Si aggiunga che la disciplina congiunta CONSOB-Banca d'Italia, evocata *supra* alla nt. 153, trova applicazione anche con riferimento alla prestazione dei servizi di gestione collettiva del risparmio (art. 30, comma 1, Regolamento congiunto Banca d'Italia-CONSOB). Cfr., in proposito, STELLA RICHTER JR, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2016, 1, 108, il quale osserva che «il Regolamento congiunto nel disciplinare il sistema organizzativo e la governance dei gestori utilizza una tecnica normativa che in parte rinvia alla disciplina del sistema organizzativo degli intermediari finanziari (*Sim*, imprese di investimento extracomunitarie, intermediari iscritti all'albo dell'art. 106 T.U.B., ecc.) e in parte dispone espressamente per i gestori».

158 In tal senso, il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio prevede che i gestori armonizzati investano il proprio patrimonio in attività rispetto alle quali la perdita potenziale massima che l'OICR può sostenere è limitata – a eccezione degli strumenti finanziari derivati – al corrispettivo pagato (Titolo V, Capitolo 3, Sezione II, par. 1).

“ultra azzeranti”¹⁵⁹. In sostanza, non vi è alcuna possibilità che le passività di un fondo aperto (ossia le quote) siano superiori agli elementi attivi¹⁶⁰.

Diversa è la situazione in cui si trovano i fondi che possono fare ricorso all'indebitamento o che, coerentemente con la politica di investimento, utilizzano strumenti finanziari derivati: in tal caso, è ben possibile che il valore delle passività ecceda quello degli attivi. Si tratta, tuttavia, di un rischio che grava interamente in capo ai soggetti che hanno erogato i finanziamenti al fondo¹⁶¹ – banche, intermediari finanziari ex art. 106 TUB o altri soggetti abilitati all'erogazione di crediti – i quali sono, peraltro, tenuti al rispetto delle specifiche regole di microstabilità dettate dalle pertinenti norme sui requisiti patrimoniali in materia di fondi propri, liquidità e rischio di credito. Dal punto di vista dei partecipanti al fondo, invece, non si pone alcuna differenza concettuale rispetto al caso dei fondi che non ricorrono alla leva finanziaria, poiché, fermo restando il più elevato grado di rischiosità dell'investimento, anche in tal caso vale il principio per cui le quote non possono assumere valori negativi¹⁶².

Pertanto, mentre taluni intermediari, tipicamente le banche, hanno – come poc'anzi accennato – un obbligo di *restituzione* delle somme versate, i gestori di patrimoni hanno, generalmente, l'obbligo di perseguire un *rendimento* nell'interesse della loro clientela. Le banche, infatti, assumono, nei confronti dei depositanti, un

159 Cfr., sul punto, ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, 138, secondo cui, «[n]ell'OICR contrattuale, in particolare, non soltanto il patrimonio è autonomo, ma i partecipanti al fondo in nessun caso incorrono in responsabilità personale illimitata per le obbligazioni assunte da o per conto del fondo stesso: il regime legale è, sul punto, chiarissimo e non pare neppure ipotizzabile un regime negoziale che introduca l'obbligo per i partecipanti al fondo di effettuare apporti aggiuntivi in caso di perdite che intacchino il patrimonio, né in via generale, né con riguardo ad alcuni partecipanti soltanto». L'A. soggiunge che «[d]iverso è il caso, ovviamente, di eventuali impegni negoziali assunti direttamente da alcuni partecipanti nell'ambito di accordi esterni al regolamento del fondo. In questo caso, nulla sembra vietare l'assunzione, da parte di uno o più partecipanti, su base volontaria, di impegni a ripianare le perdite del fondo o ad effettuare versamenti aggiuntivi in ipotesi, per l'appunto, di andamento negativo del fondo: impegni che potrebbero costituire, se assunti da soggetti che offrano sufficienti garanzie, elementi utili sul piano "commerciale". Questi impegni, d'altra parte, in quanto disciplinati da accordi che non vincolano tutti i partecipanti e che non trovano la loro sede nel regolamento del fondo, non rilevano sul piano della disciplina del fondo, situandosi, per così dire, a latere della stessa».

160 In tale prospettiva, il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio (Titolo V, Capitolo 3, Sezione II, par. 5) prevede, ad es., che l'esposizione complessiva agli strumenti finanziari derivati di un OICR aperto non possa essere superiore al valore complessivo netto dello stesso organismo.

161 Ai sensi dell'art. 36, comma 4, TUF, «delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo».

162 Analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento ai fondi alternativi (FIA) chiusi che – ai sensi degli artt. 46-bis e 46-ter, TUF, e degli artt. 4, comma 1, lett. e, e 10, decreto MEF n. 30/15 – investono in crediti «a valere sul patrimonio dell'OICR». Nella prospettiva di favorire il finanziamento delle PMI, ai FIA chiusi è stata, infatti, riconosciuta la possibilità di investire mediante concessione diretta di credito a soggetti diversi dai consumatori, così superando la tradizionale riserva in favore di banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB. In considerazione dell'equivalenza funzionale di tale forma di investimento con l'esercizio del credito, i gestori di simili FIA sono, inoltre, tenuti al rispetto delle disposizioni «sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti» previste dalla disciplina dettata dal TUB per le banche, risultando altresì soggetti alle relative sanzioni amministrative (art. 46-quater, TUF). Per le stesse ragioni, i FIA chiusi che investono in crediti «partecipano alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia», nelle forme stabilite dalla Banca d'Italia stessa (art. 8, co. 1-bis, TUF). Secondo i consueti principi segregativi, il rischio di inadempimento rispetto ai crediti erogati a valere sul patrimonio del fondo grava sul patrimonio del fondo stesso, in base alla cui politica di investimento si sono realizzate le operazioni di credito, e pertanto, in ultima istanza, sulle quote dei partecipanti, senza mai portare, peraltro, nemmeno in tal caso, alla possibile maturazione di una perdita ultra azzerante. Sul tema si veda, in dottrina, BIASINI - SCIUTO, *Il fondo di credito diretto ("direct lending fund")*, in *BBTC*, 2016, 5, 536 ss.; GUFFANTI - SANNA, *I fondi di credito*, in *Soc.*, 2016, 7, 860 ss.

obbligo a restituire la liquidità complessivamente versata, eventualmente aumentata dell'interesse pattuito, mentre i gestori assumono un impegno, quasi sempre sostenuto da un mandato esplicito, ad amministrare una determinata somma in vista dell'ottenimento di un risultato utile, per lo più non predeterminato, correlato alle operazioni di investimento realizzate nel contesto di una relazione di tipo "fiduciario" instaurata con gli investitori, nel cui interesse esclusivo essi agiscono. In sintesi – come già ricordato – il rischio delle variazioni di valore delle attività in portafoglio è supportato direttamente dai quotisti¹⁶³.

In ragione di tale circostanza, se il possesso di risorse finanziarie adeguate è, al pari di quanto previsto per tutti gli intermediari, il principale parametro per verificare la capacità delle SGR di avviare e proseguire nel continuo, in modo equilibrato e garantendo una gestione sana e prudente, l'attività che sono autorizzate a svolgere, gli elementi patrimoniali richiesti dalle norme prudenziali non hanno – a ben guardare – la funzione di presidiare *tutti* i rischi tipici degli intermediari (rischi di credito, di mercato, di liquidità e di controparte), ma, in quanto essenzialmente dirette a consentire *la continuità e la regolarità della gestione* da parte della SGR, soddisfano principalmente l'esigenza di assicurare un'adeguata copertura patrimoniale dei rischi *professionali e legali* connessi alla gestione¹⁶⁴.

In effetti, i rischi di natura patrimoniale assunti dai gestori di OICR sono di natura diversa e si strutturano diversamente rispetto a quelli, potenzialmente assai significativi, a fronte dei quali sono richiesti alle banche¹⁶⁵ e alle SIM¹⁶⁶ specifici coefficienti patrimoniali. Il ricordato regime di perfetta separazione patrimoniale che deve connotare l'operatività dei gestori, in punto di distinzione e autonomia sul piano giuridico e amministrativo del loro patrimonio rispetto a quello degli OICR gestiti, fa

163 Cfr. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2016, 43 e 101.

164 FERRARINI - DE CANTELLIS - FRIGERI - LEONARDI, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in AA.VV., *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, in *Quad. doc. ric. Assogestioni*, 2003, 26, 14, ritengono che, «se i rischi principali della gestione attengono alla competenza ed alla onestà del gestore, in presenza di rilevanti asimmetrie informative tra impresa e cliente, la regolazione (sia pubblica che in forma di self-regulation) sarà principalmente diretta ad assicurare livelli minimi di professionalità e onorabilità, nonché meccanismi di prevenzione e repressione delle frodi e delle altre violazioni che il gestore può compiere nella prestazione del servizio».

165 FERRARINI et al., *op. cit.*, 13, ricordano che «[l]'instabilità delle banche deriva dalla trasformazione delle scadenze che esse compiono, raccogliendo a breve ed erogando a medio-lungo termine (...). Ciò espone le banche a richieste di rimborso, che potrebbero imporre una anticipata liquidazione dei loro attivi. Questo rischio non solo genera un'esternalità negativa per la banca interessata, ma può determinare un'esternalità per l'intero sistema finanziario. Infatti, la notizia che una o più banche sono fallite può generare panico a livello di sistema, inducendo i risparmiatori ad una corsa al ritiro dei depositi, che determina il crollo di altre banche, di per sé solvibili, ma illiquide (...). Vari strumenti sono utilizzati per prevenire i rischi sistemici posti dalle banche: da un lato, l'assicurazione dei depositi e le altre forme di indennizzo; dall'altro, la vigilanza sulle imprese bancarie (...). Inoltre, le regole in tema di adeguatezza patrimoniale mirano ad assicurare una maggiore stabilità delle banche, riducendo i costi dell'assicurazione e agevolando il ruolo della vigilanza bancaria».

166 ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015, 252, osserva che «[n]elle SIM, i rischi, a fronte dei quali sono richiesti specifici requisiti patrimoniali, sono comunque riferiti ad attività e servizi prestati che comportano l'assunzione di rischi idonei ad incidere direttamente sul patrimonio dell'intermediario. Servizi quali, ad esempio, la negoziazione in conto proprio, o il collocamento di strumenti finanziari (con forme di "garanzia" o di "assunzione in proprio"), richiedono pertanto la disponibilità, da parte della SIM, di mezzi propri adeguati (sia per importo, sia per "qualità") per fronteggiare rischi che possono essere alquanto significativi. Altri servizi – in specie se sono prestati senza che la SIM detenga denaro o strumenti finanziari per conto della clientela – comportano, invece, rischi decisamente inferiori».

si che il rischio principale dell'attività di *asset management* si concentri sul patrimonio raccolto, con la conseguenza che i requisiti prudenziali sul piano della stabilità (in termini, ad esempio, di mezzi propri del gestore) sono abbastanza contenuti, giacché a presidiare i rischi riferibili all'attività di investimento delegato svolta dai gestori sono tendenzialmente sufficienti le disposizioni, poste a tutela degli investitori, concernenti i limiti di concentrazione e il contenimento e il frazionamento del rischio, l'impiego di talune tecniche di gestione e la segmentazione dei prodotti in funzione delle caratteristiche della clientela di riferimento (si pensi, ad esempio, ai fondi riservati agli investitori professionali)¹⁶⁷.

Il patrimonio costituito dal fondo è, inoltre, protetto, in caso di insolvenza della SGR, dall'operare della regola di separazione patrimoniale. Qualora, in particolare, si sia in presenza di uno stato di crisi che investe direttamente la SGR, in dipendenza di rapporti giuridici instaurati dalla società, come tale, nei confronti dei terzi (per effetto, ad esempio, di finanziamenti bancari assunti dalla SGR per il sostegno finanziario della propria attività di *asset management*), la segregazione patrimoniale – che, *ope legis*, nel suo profilo "orizzontale" investe i rapporti fra società (e i suoi creditori) e il fondo gestito (e i suoi creditori) – rende il patrimonio del fondo immune dagli effetti derivanti da vicende che interessano il patrimonio proprio della SGR. L'art. 36, comma 4, TUF non ammette, infatti, che sul complesso di beni e valori in cui è investito il patrimonio dell'OICR possano incidere azioni dei creditori della SGR (o nel suo interesse)¹⁶⁸.

È, inoltre, difficile ipotizzare che la situazione di crisi che eventualmente interessi un gestore possa portare a situazioni di contagio finanziario all'interno del complessivo settore del risparmio gestito. Considerato, infatti, che le SGR non negoziano strumenti finanziari a valere su posizioni proprie – eccezion fatta per la limitata attività di gestione del proprio patrimonio – né hanno generalmente significativi rapporti di debito o credito con altri soggetti operanti nel settore, non si ravvisano particolari ragioni per assumere che l'insolvenza di un soggetto gestore possa determinare lo stato di crisi di un numero consistente di altri gestori¹⁶⁹.

167 Cfr. ANNUNZIATA, *op. loc. ult. cit.* Per il rilievo che la regolazione dei fondi comuni di investimento e, di conseguenza, delle SGR dovrebbe essere fondata principalmente su profili di correttezza e trasparenza dei comportamenti piuttosto che su preoccupazioni di stabilità, atteso che l'attività delle SGR, consistendo essenzialmente nella prestazione di servizi per conto dei clienti, è equivalente a un'attività professionale, cfr. FERRARINI *et al.*, *op. cit.*, 13 ss. Cfr. altresì ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 439 ss., il quale osserva che «[t]ra gli operatori del mercato finanziario che svolgono attività di *asset management*, le società di gestione del risparmio si distinguono dagli altri intermediari perché i rischi di investimento sono assunti direttamente dai risparmiatori, dal momento che le variazioni dell'attivo del fondo si riflettono immediatamente sul valore della quota». L'A. soggiunge che, «[i]n realtà, il problema della stabilità si pone indirettamente in termini di possibile contagio all'interno di un gruppo bancario quando la banca è costretta a rimborsare investitori di un fondo da essa controllato per perdite causate da mala gestione, il che darebbe luogo ad azioni di risarcimento».

168 Ne deriva, secondo ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento*, cit., 188, che «l'OICR e, per esso, i partecipanti allo stesso sembrano poter godere di una protezione nell'ambito del diritto concorsuale. La separatezza patrimoniale costituisce, infatti, secondo quanto previsto dall'art. 91 TUB (al quale rinvia l'art. 57 TUF in tema di liquidazione coatta amministrativa degli intermediari), regola che consente, nella fase di crisi dell'intermediario, di proteggere i diritti dei clienti dalle pretese restitutorie degli altri clienti e dai diritti dei creditori dell'intermediario».

169 Cfr. FRANKS, MAYER, OXERA, *Risks and Regulation in European Asset Management: Is There a Role for Capital Requirements?*, Report commissioned by the European Asset Management Association, January 2001, 19.

D'altro canto, non sembra, invece, plausibile negare che lo stato di insolvenza di un gestore ovvero anche la semplice notizia che una SGR versi in condizioni di momentanea illiquidità possa avere effetti di natura reputazionale in grado di determinare una sfiducia improvvisa nei sottoscrittori dei fondi dalla stessa gestiti, innescando una "corsa" ai riscatti¹⁷⁰. Ciò, a sua volta, potrebbe esporre gli stessi fondi al rischio che alle ingenti richieste di rimborso delle quote da parte dei sottoscrittori i gestori facciano fronte procedendo a una rapida dismissione degli impieghi illiquidi in assenza di un mercato che sia in grado valorizzarli correttamente (*fire sales*), con conseguente ulteriore depressione del valore di rimborso e grave pregiudizio per i partecipanti.

Si tratta di un pericolo particolarmente rilevante con riferimento ai fondi monetari a NAV costante (FCM di tipo CNAV), prodotti spesso considerati dagli investitori come un'alternativa sicura e più diversificata rispetto ai depositi bancari, proprio per effetto della promessa di accesso istantaneo alla liquidità e di un prezzo di rimborso stabile¹⁷¹.

Non mancano, peraltro, meccanismi di emergenza volti a fronteggiare tensioni di liquidità dei fondi: le misure più diffuse, in special modo tra gli *hedge funds*, sono i cosiddetti *gates* (che consentono al gestore di graduare i rimborsi in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore a determinate soglie) e i *side pockets* (fondi di tipo chiuso, appositamente istituiti per trasferirvi le attività illiquide di un fondo, nel caso in cui la cessione sul mercato dei beni e delle attività di compendio del fondo stesso possa pregiudicare l'interesse dei partecipanti)¹⁷².

In ultima analisi, il ferreo regime di separazione patrimoniale che impedisce la confusione tra beni e attività della SGR e beni e attività di pertinenza del patrimonio collettivo, unitamente al fatto che il valore delle quote, in linea di massima, riflette costantemente le variazioni del valore di mercato del portafoglio investito fa sì che la supervisione sui gestori di patrimoni non possa assimilarsi *sic et simpliciter* alla vigilanza di microstabilità tipica degli altri intermediari, naturalmente esposti al rischio che il valore delle passività ecceda l'importo delle attività. Tale conclusione

170 Cfr. US DEPARTMENT OF TREASURY'S OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, *Asset Management and Financial Stability*, Washington, 2013, 13.

171 Si tratta, peraltro, di fondi di investimento classici, con i rischi inerenti a qualsiasi fondo di investimento, con la conseguenza che, se i prezzi delle attività in cui sono investiti cominciano a scendere – in special modo quando i mercati si trovano sotto la pressione di condizioni di emergenza – non sempre tali fondi monetari sono in grado di mantenere l'impegno al riscatto immediato delle quote al valore nominale. In particolare, a causa di disallineamenti di durata tra la liquidità giornaliera che un fondo monetario del genere offre agli investitori e la liquidità delle attività detenute nel suo portafoglio, un riscatto immediato al valore nominale potrebbe talora divenire impossibile. Sul punto, si veda quanto si dirà *infra* nel testo, *sub* nt. 179 e 180.

172 Secondo le regole vigenti in Italia, dettate dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia, le SGR possono sospendere per un periodo non superiore a un mese il diritto di rimborso delle quote, nel caso in cui vengano presentate richieste il cui ammontare, in relazione all'andamento dei mercati, richieda smobilizzi che potrebbero arrecare grave pregiudizio ai partecipanti. Vi è, inoltre, l'obbligo per i fondi di effettuare *stress test* periodici per valutare il rischio di liquidità e di adottare strategie di investimento idonee a mitigare tale rischio. Infine, è posto un limite alla quota di portafoglio che è possibile investire in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato, tipicamente meno liquidi degli strumenti quotati e, quindi, più esposti all'impatto negativo di ingenti vendite. La stessa AIFMD (art. 16, par. 1) e l'art. 47, par. 1, lett. e), del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 hanno imposto «*procedure che consentono di controllare il rischio di liquidità dei fondi di investimento alternativi*».

vale altresì per i gestori di fondi che possono fare ricorso all'indebitamento, giacché, anche se le passività, in tal caso, ben possono superare il valore dell'attivo, ciò non si riverbererà in senso negativo sui rischi sopportati dai quotisti, i quali non potranno comunque perdere più del capitale investito.

La supervisione sui fondi e sulle società di gestione assume, dunque, pressoché esclusivamente, i connotati del controllo sulle condotte dei gestori, focalizzandosi essenzialmente sul rispetto delle regole di trasparenza, diligenza e correttezza aventi come obiettivo fondamentale la tutela delle ragioni economiche dei quotisti. Anche i potenziali rischi di liquidità ai quali possono essere occasionalmente esposti i fondi sono presidiati da norme che, in ultima analisi, fissano regole di comportamento volte a massimizzare il valore di rimborso delle quote e, pertanto, ad assicurare la massima tutela degli investitori, contribuendo a mitigare i rischi sistemici nel sistema finanziario e a minimizzare i rischi di disordini sui mercati¹⁷³.

Un'attività di vigilanza *stricto sensu* microprudenziale sui gestori di OICR non ha, pertanto, particolare ragion d'essere¹⁷⁴, mentre ben altro rilievo assumono profili di vigilanza sulla trasparenza e sulla correttezza dei loro comportamenti nell'attività di gestione del patrimonio¹⁷⁵, a presidio dei quali dovrebbe – a stretto

173 FERRARINI *et al.*, *op. cit.*, 15, evidenziano che, «[s]e (...) i rischi vengono assunti per conto di terzi (come nel caso delle gestioni di portafoglio), il ruolo della vigilanza prudenziale è minore, in quanto la stabilità dell'intermediario non viene minacciata dal servizio reso: si tratta, soprattutto, di assicurare che, pur nell'ipotesi di insolvenza dell'intermediario (determinata, ad es., da inefficienze operative), l'investitore possa separare i beni di sua spettanza da quelli dell'intermediario e degli altri investitori».

174 Cfr. GIUDICI, voce *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2011, 1106, il quale osserva che «il controllo sul capitale della SGR non ha funzioni di stabilità sistemica, proprio perché il patrimonio della SGR è isolato dal fondo comune: la SGR non ha posizioni debitorie nei confronti dei partecipanti al fondo, a differenza di quanto avviene per le banche con riguardo alla posizione dei depositanti». Sul punto, cfr. anche DI NOIA - MICCOSSI - CARMASSI - PEIRCE, *Keep It Simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, Bruxelles, 2009, 47, secondo cui «[n]on-bank intermediaries were not equally regulated basically because they do not pose an equal threat to financial stability, since their liabilities do not possess the twin features of being redeemable on demand and at par. For example, money market and other investment funds can be withdrawn nearly on demand but the value is uncertain, depending on the value of the assets. Investors giving money to an investment fund receive a number of quotas or shares at the moment of investment and, when they disinvest, they can only claim the money that can be raised from selling their quotas in the fund, which have a price determined daily in the market. That is why, unlike commercial banks, non-bank intermediaries like investment or hedge funds, are not exposed to the risk of a customer run to the extent that their assets and liabilities are market priced. Basically, they do not even need capital from a strictly systemic-stability viewpoint. A capital requirement is needed solely for reputational reasons, to entice investors; since they have capital, they can also leverage it, thus increasing the riskiness of their operations».

175 Cfr. ONADO, *op. cit.*, 441, il quale osserva che «[i]n astratto, il problema di stabilità per una società di gestione del risparmio assume solo due dimensioni. Quello della frode per sottrazione del patrimonio e/o per gravi irregolarità amministrative. Quello della crisi di liquidità in caso di richiesta di rimborso delle quote per volumi superiori alle scorte di liquidità detenute e alla capacità di liquidare i titoli in portafoglio. Per entrambi questi rischi, la regolamentazione prevede peraltro degli stabilizzatori automatici. Nel primo caso, la difesa fondamentale è data dall'autonomia giuridica del fondo e dall'esistenza di una banca depositaria. L'autonomia significa che non sono ammesse azioni nei confronti del fondo da parte di terzi. L'esistenza della banca depositaria è garanzia della conservazione e della custodia dei titoli della clientela. Inoltre la banca depositaria è incaricata di tutta una serie di controlli procedurali e amministrativi. Per quanto riguarda il secondo rischio, la regolamentazione generale prevede che in caso di necessità il fondo possa interrompere i pagamenti. Benché si tratti di una protezione di cui (per fortuna) i fondi non hanno avuto bisogno, è evidente la differenza rispetto al problema di liquidità per una banca e alle conseguenze che ne possono derivare in termini di stabilità». L'A. conclude osservando che «il patrimonio del fondo è investito seguendo il principio di diversificazione, prevalentemente in titoli quotati; le caratteristiche di illiquidità tipiche dell'attivo delle banche sono pertanto meno rilevanti. È ovvio che il mancato rispetto, da parte del gestore, dei limiti d'investimento, configura un caso di mala gestione o di comportamento non conforme e non rappresenta la manifestazione di un rischio finanziario. A motivo di ciò, i sistemi di regolamentazione delle gestioni patrimoniali collettive attribuiscono una vera

rigore – porsi, ancora una volta, anzitutto la CONSOB¹⁷⁶. In effetti, le questioni relative ai controlli all'entrata, all'efficiente governo dei rischi e alla presenza di assetti organizzativi aziendali e contabili adeguati (con riferimento alla trasparenza dell'assetto proprietario dei gestori di fondi, alla solidità della loro *governance*, alla completezza dei loro sistemi informativi, all'efficacia delle procedure di controllo dei rischi e del più generale sistema dei controlli interni), più che attenersi ad ambiti spiccatamente microprudenziali, ben potrebbero esser fatti rientrare nello spettro di specifica vigilanza della CONSOB, inquadrandoli sotto il profilo della diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio di gestione collettiva¹⁷⁷.

e propria centralità alle norme di trasparenza, informativa e corretto comportamento, volte a tutelare i diritti degli investitori, piuttosto che a quelle di stabilità».

176 È significativo rilevare che il Fondo Monetario Internazionale, nell'ambito del ricordato *Country Report 13/353*, in merito al procedimento di approvazione del regolamento dei fondi comuni, ha osservato che *«the assessors encourage the authorities to review the current allocation of responsibilities in connection with the approval of fund rules. The fund rules frame the relationship between investors and the fund manager, in particular in connection with investment objectives, policies and limits. Given that investors bear the risk of such investment, the prevailing objective of the review of fund rules is to ensure that the rules are clear – and in line with the regulations established for CIS – and that adequate disclosure is made to investors. From that perspective, it seems sensible that the approval of fund rules be under Consob, rather than under BI, while the need for a prudential framework for CIS, as appropriate, can be dealt with via regulations»*. Si aggiunga che, in un'audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge C. 1836, recante delega per il recepimento delle direttive europee – Legge di delegazione europea 2013, tenutasi il 14 gennaio 2014 alla VI Commissione (Finanze) della Camera Dei Deputati, il Presidente della CONSOB ha avuto occasione di rilevare che *«nell'ambito dell'asset management il problema fondamentale dal punto di vista della vigilanza è soprattutto, se non esclusivamente, quello della correttezza e trasparenza dei comportamenti, piuttosto che della stabilità del soggetto che presta il servizio di gestione collettiva del risparmio. In questo tipo di attività, infatti, non si realizza un'intermediazione finanziaria in senso stretto, con tutte le conseguenze in termini di rischio di insolvenza, di implicazioni per i creditori dell'intermediario e per l'intero sistema finanziario. La separazione contabile e patrimoniale dei portafogli gestiti fa sì che il rischio dell'investimento venga trasferito direttamente sull'investitore e non sull'intermediario. In siffatto contesto, il profilo di vigilanza che maggiormente viene in rilievo è, pertanto, quello di tutela dell'investitore sul rischio sopportato e della correttezza dei comportamenti del gestore, oltreché sulla trasparenza delle informazioni da quest'ultimo rese. L'attuale impostazione del Tuf per ciò che riguarda il riparto di competenze di vigilanza sul risparmio gestito risente infatti di una dilatazione del concetto di "sana e prudente gestione" che è andato oltre quanto previsto dalla disciplina comunitaria»*.

177 In merito all'attrazione dei criteri di ripartizione e frazionamento del rischio tra le regole di comportamento, si veda quanto osservato dal Presidente della CONSOB nell'audizione di cui alla precedente nota: *«[d]al complesso della disciplina europea si evince in maniera evidente che il principio di ripartizione e frazionamento dei rischi è ivi sancito non nella prospettiva della stabilità e della sana e prudente gestione dell'OICVM, bensì come regola di condotta a tutela della degli investitori. Le regole di ripartizione e frazionamento dei rischi sono infatti da intendere quali regole di condotta del gestore degli OICVM al fine di assicurare che la prestazione del servizio avvenga rispettando regole di correttezza volte ad assicurare la tutela degli investitori prevedendo: a) una classificazione degli OICVM sulla base del livello di rischio che l'investimento in essi comporta; b) l'identificazione del livello di rischio da parte degli investitori e la scelta da parte degli investitori stessi dell'OICR che presenta il livello di rischio meglio conforme ai propri interessi»*. In dottrina, in senso conforme, cfr. FERRARINI et al., *op. cit.*, 16 ss., i quali rilevano che *«i criteri da applicare all'attività di investimento potrebbero rientrare tra le regole di comportamento, mentre i prospetti contabili sono materia di trasparenza. Pertanto, è solo in base ad un'accezione molto estesa della "sana e prudente gestione" che si sono attribuite a Banca d'Italia queste materie, che sarebbero potute più facilmente rientrare nella "trasparenza e correttezza dei comportamenti"». Per questa via, Banca d'Italia si interessa non solo della stabilità dell'intermediario, bensì anche della tutela degli investitori come "consumatori" del servizio di gestione collettiva. A Consob risultano conseguentemente attribuite (...) competenze più limitate di quelle che una regolazione di correttezza e trasparenza implicherebbe»*. Con riferimento al dibattito sull'attribuzione alla CONSOB o alla Banca d'Italia dei poteri di controllo sulla gestione dei fondi comuni, risalente all'epoca dell'approvazione della l. 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliari aperti, cfr. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *BBTC*, 1984, 3, 277, il quale osserva che, essendo i gestori di fondi comuni *«intermediari finanziari (non monetari)»*, *«il relativo controllo non poteva avere come unico contenuto la trasparenza del fondo e dell'operazione, ma avrebbe dovuto estendersi alla liquidità e stabilità dell'intermediario»*, con la conseguenza che *«essendo attribuita alla Consob la tutela della trasparenza del mercato mobiliare e alla Banca d'Italia la cura della liquidità e stabilità del sistema degli intermediari finanziari»* era *«naturale, anche se non necessario, attribuire il relativo potere alla Banca d'Italia»*.

Si tratta di un ragionamento valido – a ben considerare – non solo per le tipologie di OICR rientranti nel perimetro delle direttive *UCITS*, per le quali sussistono limiti particolarmente incisivi in relazione all'uso della leva finanziaria (tramite l'indebitamento o l'investimento in strumenti finanziari derivati), ma anche per i gestori dei fondi di investimento alternativi (GEFIA) – si pensi agli *hedge funds* e ai fondi speculativi – che possono, invece, fare ampio ricorso al debito e ai derivati¹⁷⁸.

Una possibile riprova di quanto precede sembra desumibile dalla lettura delle disposizioni europee che sono destinate a disciplinare, nel prossimo futuro, il delicato tema dei "*Money Market Funds*" (*MMFs*)¹⁷⁹, considerata, per l'appunto, l'afferenza alla sfera della diligenza, della correttezza e della trasparenza dei profili operativi disciplinati per rendere i fondi monetari più resilienti, nella prospettiva di salvaguardare l'integrità e la stabilità del mercato interno¹⁸⁰.

Resta, poi, del tutto impregiudicata la diversa questione attinente all'opportunità – evocata da recenti sviluppi internazionali¹⁸¹ – di ampliare l'attuale quadro regolatorio macroprudenziale di là dal settore bancario, estendendo, in particolare, ai fondi comuni di investimento la disciplina prudenziale prevista per le istituzioni finanziarie dotate di un potenziale impatto sistemico¹⁸².

178 L'adozione della direttiva n. 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD*) ha, peraltro, recentemente portato il legislatore italiano a modificare la disciplina vigente, assegnando alla Banca d'Italia il potere di fissare per i FIA riservati a investitori professionali limiti di leva finanziaria massima, oltre ad altre norme prudenziali, al fine di accrescere la protezione degli investitori e la stabilità e l'integrità del mercato finanziario (art. 6, comma 1, lett. c, TUF). Per i fondi non riservati, invece, la stessa disposizione attribuisce alla Banca d'Italia il compito di emanare norme prudenziali in materia di criteri e divieti all'attività di investimento e di contenimento e frazionamento del rischio. In ordine ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, si veda, in dettaglio, quanto disposto dal Cap. III del Tit. V del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 ("*Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*"), nonché dal D.M. 5 marzo 2015, n. 30, in merito ai criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani.

179 Nel novembre 2016 è stato raggiunto il "*final compromise*" tra la Commissione UE, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE sul testo di un Regolamento europeo disciplinante i fondi monetari (*MMFR*), *agreement* poi confermato dal Consiglio europeo il 7 dicembre 2016. Il 5 aprile 2017, il Parlamento Europeo ha, quindi, approvato (in prima lettura) la proposta di Regolamento europeo, che prevede, in sintesi, tre diverse tipologie di fondi comuni monetari (FCM): con valore patrimoniale netto variabile (FCM di tipo *VNAV*), con valore patrimoniale netto costante (FCM di tipo *CNAV*) e con valore patrimoniale netto poco volatile (FCM di tipo *LVNAV*) e si applicherà a tutti i fondi monetari (OICVM e FIA, cioè *UCITS* e non-*UCITS*) stabiliti, gestiti o commercializzati nell'UE. Da ultimo, il 24 maggio 2017, l'*ESMA* ha pubblicato un *consultation paper* sull'*MMFR*, contenente bozze di proposte di *technical advices*, di *ITS* e di *guidelines*, relative, essenzialmente, alla liquidità delle attività detenibili dai fondi monetari, alla qualità creditizia dei titoli detenuti in portafoglio, al modulo per la trasmissione delle informazioni alle autorità competenti e, infine, all'obbligo di procedere regolarmente a prove di *stress* relative a diversi scenari possibili.

180 Si tratta, in particolare, degli investimenti ammissibili, della composizione del portafoglio, della valutazione interna della qualità del credito, nonché delle regole di valutazione, di trasparenza, di rendicontazione e di gestione del rischio di liquidità.

181 Ci si riferisce ai due *rounds* di pubbliche consultazioni, condotte congiuntamente dal *Financial Stability Board* e dalla *IOSCO* tra il 2014 e il 2015, aventi a oggetto l'adozione di un "*High-Level Framework*" e di "*Specific Assessment Methodologies*" dirette a individuare le cosiddette "*Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions - NBNI G-SIFIs*", «whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity at the global level».

182 In ordine ai rischi per la stabilità finanziaria potenzialmente derivanti dalle attività dell'industria del risparmio gestito, non solo con riferimento agli *hedge funds* che operano a leva («which can incur high leverage and engage in complex strategies with few disclosure requirements») e ai fondi monetari («some of which offer redemptions at a constant nominal value per fund share, making their liabilities similar to deposits and vulnerable to runs»), ma anche ai più semplici fondi comuni di investimento ed *Exchange Traded Funds - ETF*, si veda INTERNATIONAL MONETARY FUND,

Come evidenziato dai *regulators* internazionali e dal dibattito accademico, tutte le forme di gestione collettiva del risparmio pongono problemi di macrostabilità, potendo amplificare la volatilità e i *trends* dei prezzi delle attività finanziarie in cui hanno investito i patrimoni in gestione; ciò, a sua volta, può avere riflessi negativi sui bilanci e l'operatività di altri attori del mercato finanziario. Alla base di tali circostanze si pone il fatto che i gestori possono essere incentivati ad assumere rischi eccessivi (per via dei meccanismi contrattuali asimmetrici legati alle commissioni di *performance*), possono adottare strategie imitative (cosiddetto *herd behavior*) ovvero, in presenza di *shock* negativi, vi può essere una generalizzata corsa ai riscatti delle quote che innesca – come accennato poc'anzi – l'avvio di vendite forzose delle attività di compendio (cosiddette *fire sales*), contribuendo ad amplificare gli andamenti avversi del mercato, soprattutto se i fondi investono in titoli poco liquidi. L'incentivo a essere "il primo della fila" (cosiddetto *first-mover advantage*) nelle richieste di riscatti ai primi segnali di *shock* negativi può creare una "corsa ai riscatti" (cosiddetto *run risk*) in grado di amplificare lo *shock* sistemico¹⁸³.

A stretto rigore, pertanto, i gestori collettivi non sono, di per sé, una fonte di rischio sistemico, ma possono contribuire ad aumentare l'impatto o la velocità di propagazione all'economia nel suo insieme di ipotetici *shock* macrosistemici originatisi in altri comparti del settore finanziario o dell'economia reale¹⁸⁴, tanto più ove facciano ricorso alla leva finanziaria o ai derivati¹⁸⁵.

Particolare rilievo rivestono, a tale riguardo, le "*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*", pubblicate nel gennaio 2017 dal *Financial Stability Board (FSB)*, in cui vengono individuate talune aree di rischio, proprie delle attività di gestione collettiva del risparmio, ritenute in grado di determinare un impatto negativo sulla solidità e sulla resilienza del complessivo sistema finanziario.

Nel novero di tali elementi di "fragilità strutturale" – che, in quanto potenzialmente in grado di determinare effetti negativi sulla stabilità finanziaria, sembrano attenere in prevalenza a profili di vigilanza macroprudenziale – sono inclusi, in primo

Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks, in *Global Financial Stability Report - April 2015*, Washington, 2015, 93 ss., in cui si afferma che «[m]utual fund investments appear to affect asset price dynamics, at least in less liquid markets. Various factors, such as certain fund share pricing rules, create a first-mover advantage, particularly for funds with high liquidity mismatches. Furthermore, incentive problems matter: herding among portfolio managers is prevalent and increasing». Il lavoro conclude nel senso che «[o]versight of the industry should be strengthened, with better microprudential supervision of risks and through the adoption of a macroprudential orientation. Securities regulators should shift to a more hands-on supervisory model, supported by global standards on supervision and better data and risk indicators. The roles and adequacy of existing risk management tools, including liquidity requirements, fees, and fund share pricing rules, should be reexamined, taking into account the industry's role in systemic risk and the diversity of its products». In ordine alle modalità con le quali «asset management firms and the activities in which they engage can introduce vulnerabilities that could pose, amplify, or transmit threats to financial stability», si veda altresì US DEPARTMENT OF TREASURY'S OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, *op. cit.*

183 Cfr., in argomento, INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, cit., 99 ss.

184 Le evidenze più recenti mostrano, peraltro, che l'effettivo peso degli *asset managers* nell'alimentare o propagare i rischi sistemici, durante la recente crisi finanziaria globale, è risultato complessivamente modesto e comunque circoscritto ai mercati con minori condizioni di liquidità. Cfr., sul punto, INTERNATIONAL MONETARY FUND, *op. ult. cit.*, 97 ss.

185 Cfr. US DEPARTMENT OF TREASURY'S OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, cit., 17 ss.

luogo, il disallineamento (*mismatch*) di liquidità tra gli investimenti e i termini di rimborso degli OICR aperti e, in secondo luogo, il ricorso alla leva finanziaria¹⁸⁶.

La prima delle indicate fonti di preoccupazione è legata alla possibilità – già esaminata sopra – che le *performances* negative di un fondo determinino elevate richieste di rimborso delle quote e, rendendo, perciò, necessari rapidi disinvestimenti dei titoli in portafoglio, finiscano per accentuare le perdite a danno dell'OICR. Nel caso in cui un generale andamento negativo dei mercati determini *performances* negative per un numero significativo di fondi, appaiono presumibili episodi di elevata reattività in termini di volumi di disinvestimento, tali da attingere livelli di rilevanza sistemica. Nell'ipotesi, invece, in cui il fenomeno presenti un raggio d'azione limitato a singoli fondi, sembra che le connesse criticità possano essere mitigate – come accennato – vincolando l'attività decisionale del gestore al rispetto di taluni canoni comportamentali¹⁸⁷.

La seconda area giudicata foriera di rischi per la stabilità finanziaria attiene all'uso della leva, il quale, per un verso, amplificando l'esposizione dei fondi all'andamento negativo dei mercati, si ritiene possa aumentare il rischio di *run*, mentre, per altro verso, per via delle ripercussioni dell'andamento negativo dei fondi sull'esigibilità delle obbligazioni contratte nell'interesse dei fondi medesimi, sembra essere una fonte di contagio all'interno del sistema bancario e finanziario. Come pure accennato sopra, ferma la significatività del problema sul piano sistemico e della vigilanza macroprudenziale, si tratta di un aspetto che, per i profili di microstabilità, risulta già presidiato dalle disposizioni di carattere generale aventi a oggetto l'adeguatezza patrimoniale e il contenimento del rischio in capo agli intermediari che, a vario titolo, erogano credito ai fondi operanti a leva.

In conclusione, le recenti iniziative degli *standard-setters* globali, mentre non sembrano infirmare l'assunto – qui proposto – relativo all'assenza di rilevanti profili di microstabilità nel settore del risparmio gestito, mettono, d'altro canto, in luce la centralità dell'esigenza di fornire una risposta ai problemi che tale settore pone sul terreno della macrostabilità. Dal punto di vista degli assetti della vigilanza, si

186 Si consideri, in relazione all'ambito europeo, che le Direttive nn. 2009/65/CE (cosiddetta *UCITS IV*) e 2011/61/UE (cosiddetta *AIFMD*), nonché le connesse misure attuative, contengono, tra l'altro, disposizioni dirette a porre rimedio a tali problematiche. Le ulteriori vulnerabilità segnalate dall'*FSB* attengono al rischio operativo in condizioni di *stress* e alle attività di prestito di titoli per i gestori che forniscono garanzie (*indemnifications*) ai clienti.

187 L'*FSB* ha, peraltro, raccomandato alle autorità di vigilanza l'emanazione di linee-guida, dirette ai gestori, per l'effettuazione di esercizi di *stress testing* sulla liquidità dei fondi aperti da essi gestiti, al fine di contenere i rischi legati a un flusso imprevisto di richieste di rimborso. Tra gli strumenti considerati vi è l'introduzione di vincoli alla quota minima di attività liquide nel portafoglio dei fondi. Si noti che l'*ESMA*, sulla scia di tali previsioni e facendo leva sul *considerando* n. 43 e sugli artt. 23 e 32, par. 2, Regolamento UE n. 1095/2010 – come risulta dal "*Risk Assessment Work Programme 2017*" – sta dando luogo a una serie di affinamenti concettuali finalizzati, per l'appunto, alla realizzazione di un "*EU-wide fund stress testing*". In dottrina, cfr., da ultimo, BRANZOLI - GUAZZAROTTI, *Liquidity transformation and financial stability: evidence from the cash management of open-end Italian mutual funds*, in *Temi di discussione Banca d'Italia*, 1113, 2017, le cui analisi confermano che un adeguato livello di liquidità in portafoglio può costituire un importante presidio allo scopo di mitigare il rischio che i fondi siano costretti ad alienare rapidamente strumenti finanziari per far fronte a significative richieste di riscatto delle quote.

tratta, pertanto, di questioni che rientrano chiaramente nell'ambito di competenza delle autorità macroprudenziali, nazionali ed europee (*in primis*, l'*ESRB*)¹⁸⁸.

Nell'ipotizzato passaggio evolutivo all'adozione di un approccio di vigilanza che enfatizzi la regolazione per finalità, sarebbe, dunque, pienamente coerente l'assegnazione di competenze prioritarie, in materia di risparmio gestito e servizi di investimento, alle autorità, nazionali ed europee, competenti a vigilare sulla correttezza e sulla trasparenza dei comportamenti degli intermediari nei confronti della clientela. Il presidio dei profili macroprudenziali, invece, attenendo all'esigenza di garantire la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, andrebbe rimesso alle autorità, nazionali ed europee, chiamate a monitorare il rischio sistemico.

Sarebbe, a quel punto, prefigurabile un assetto in cui queste ultime autorità – pur ponendosi in condizione di sovraordinazione rispetto alle autorità responsabili, rispettivamente, per i profili di trasparenza e correttezza e di stabilità microprudenziale – potrebbero valorizzarne al massimo il patrimonio di esperienza e di approfondita conoscenza tecnica dei fenomeni, coinvolgendole nella stessa definizione delle politiche macroprudenziali, in un contesto che, naturalmente, lasci impregiudicato il rispetto delle reciproche prerogative di autonomia e indipendenza¹⁸⁹.

6 Considerazioni conclusive

Il presente lavoro, muovendo dalla constatazione che, nel contesto dell'UE, si è dato vita a un quadro giuridico progressivamente stratificatosi in molteplici fonti di produzione, ha inizialmente affrontato gli aspetti principali della recente evoluzione della regolazione finanziaria europea.

A tal fine, è stata dapprima illustrata la struttura regolativa "quadrilivello" tracciata dalla procedura "Lamfalussy" e sono stati delineati i tratti fondamentali del *design* istituzionale che, sulla scorta delle raccomandazioni del Rapporto del Gruppo "de Larosière", ha preso le forme del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

Sono state, inoltre, analizzate le novità dell'attuale sistema di *rule-making* multilivello, usualmente definito "*single rulebook*", dedicando alcuni cenni ai problemi aperti e alle possibili linee di tendenza per il futuro, che sembrano muovere verso obiettivi di razionalizzazione e semplificazione normativa, in una prospettiva di mitigazione dei fenomeni di sovrapposizione tra le varie regolazioni vigenti.

Si è fatto, quindi, riferimento alle forme di raccordo tra l'ordinamento italiano e i processi normativi dell'UE, sia negli aspetti concernenti la partecipazione delle autorità nazionali alla formazione delle politiche e delle decisioni unionali, sia nei profili connessi all'attuazione della normativa europea sul piano interno.

¹⁸⁸ Per l'osservazione secondo cui «un corretto ed efficace approccio alla vigilanza macro-prudenziale implica necessariamente un approccio trasversale e integrato, che abbracci tutto il sistema finanziario (system-wide), senza limitarsi alle banche o alle imprese finanziarie», cfr. ALVARO - SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in *Quad. Giur. CONSOB*, 10, 2016, 52 ss.

¹⁸⁹ Cfr. ALVARO - SICILIANO, *op. cit.*, 51 ss.

Il lavoro si è, poi, soffermato sulla ricostruzione del contesto ordinamentale, europeo e nazionale, conseguente alla realizzazione dell'Unione Bancaria europea (UBE), con particolare riferimento alla componente della vigilanza unica (*Single Supervisory Mechanism*).

Precipua attenzione è stata dedicata ai nodi problematici discendenti dal complesso sistema di interazione tra i differenti livelli di supervisione, ponendo in evidenza le difficoltà di coordinamento che interessano le funzioni demandate alle numerose autorità coinvolte, in vista del consolidamento di un regime di vigilanza finanziaria pienamente armonizzato.

Si è osservato, in particolare, che la sovrapposizione tra il *SSM* e il *SEVIF* – animato, tra gli altri, dall'*EBA*, dall'*ESMA* e dall'*ESRB* – ha determinato un'architettura istituzionale così stratificata e procedure di cooperazione amministrativa così composite, da ingenerare numerosi conflitti potenziali fra le autorità coinvolte, dispersione di funzioni, confusione tra responsabilità reciproche e, in ultima analisi, pericolosi rallentamenti negli interventi di volta in volta necessari.

Si è dato, poi, sinteticamente conto dell'ulteriore tappa del processo di integrazione economica e finanziaria europea, rappresentata dalla creazione di una *Capital Markets Union*, prefigurando possibili sviluppi del *setting* istituzionale vigente in ragione delle conseguenze potenzialmente connesse a un significativo sviluppo della *market-based finance*.

E' stata, in particolare, richiamata la proposta di estendere le competenze di diretta supervisione dell'*ESMA* in taluni specifici segmenti di mercato, profondamente integrati a livello dell'UE, e si è ipotizzata l'opportunità di procedere a una concentrazione e semplificazione del disegno architettonico europeo in materia finanziaria, in vista di un ordinato riparto orizzontale dei compiti "per finalità" e di una distribuzione verticale delle attribuzioni ordinata secondo soglie di significatività sistemica delle attività svolte e della proiezione transnazionale dei fenomeni e dei soggetti vigilati.

In conclusione, sono state dedicate alcune riflessioni alla coerenza interna di alcuni settori degli assetti domestici della vigilanza sul mercato finanziario, alla luce dell'evoluzione del contesto istituzionale europeo, fornendo, in particolare, alcune indicazioni potenzialmente in grado di contribuire a una maggiore organicità e sistematicità della disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio.

Riferimenti bibliografici

- Aa.Vv., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amorosino, Milano, 2014.
- Alvaro - Siciliano, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in in *Quad. Giur. CONSOB*, 10, 2016, 52 ss.
- Amorosino, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *BBTC*, 2016, 4, 391 ss.
- Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.
- , *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.
- Audizione del Presidente della CONSOB nell'ambito dell'esame del disegno di legge C. 1836, recante delega per il recepimento delle direttive europee – Legge di delegazione europea 2013, tenutasi il 14 gennaio 2014 alla VI Commissione (Finanze) della Camera Dei Deputati.
- Baglioni, *The European Banking Union. A Critical Assessment*, London, 2016.
- Barba Navaretti - Calzolari - Pozzolo, *Bail-in, up to a point*, in *Eur. ec., banks, reg., real sect.*, 2016, 2, to "chiuso" alla regulation unica europea, in *BBTC*, 2016, 4, 391 ss.
- , *Sand in the wheels: Implementing the Single Supervisory Mechanism and Multinational Banking in Europe*, in *Eur. ec., banks, reg., real sect.*, 2015, 3, 9 ss.
- BCE, *Macroprudential Bulletin*, 2016, 1.
- Biasin - Sciuto, *Il fondo di credito diretto ("direct lending fund")*, in *BBTC*, 2016, 5, 536 ss.
- Branzoli - Guazzarotti, *Liquidity transformation and financial stability: evidence from the cash management of open-end Italian mutual funds*, in *Temi di discussione Banca d'Italia*, 1113, 2017.
- Cappiello, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in Aa.Vv., *Scritti sull'Unione Bancaria*, a cura di D'Ambrosio, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2016, 81.
- Capriglione, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016.
- Cassese, *La nuova architettura finanziaria europea*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2014, 1, 79 ss.

- Chamon, *EU Agencies - Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford (UK), 2016.
- Chiti, *In the Aftermath of the Crisis - The EU Administrative System Between Impediments and Momentum*, in *Cambridge Yearb. Eur. Leg. Stud.*, 2015, 17, 311 ss.
- Ciraolo, *Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in *Amm. in Camm.*, 5 maggio 2014.
- Ciraolo, *La lunga strada verso l'Unione Bancaria Europea. Una sfida ancora aperta*, in *Rev. Est. Ec. Emp.*, 2013, 25, 245 ss.
- Clarich, *I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea*, in *Dir. Pubbl.*, 2013, 3, 975 ss.
- Commissione UE, *Call for evidence "EU regulatory framework for financial services"*, 30 settembre 2015, consultabile al seguente link:
http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/docs/summary-of-responses_en.pdf.
- Commissione UE, *Green paper "Building a Capital Markets Union"*, COM(2015) 63 final.
- Commissione UE, *Libro bianco sul futuro dell'Europa*, COM(2017) 2025.
- Commissione UE, *Programma di lavoro per il 2017*, COM (2016) 710.
- Commissione UE, *Staff Working Document, "Initial reflections on the obstacles to the development deep and integrated Eu capital markets"*, SWD(2015) 13 def.
- Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *"Attuazione dell'articolo 290 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea"*, COM (2009) 673 def.
- Comunicazione della Commissione UE al Consiglio e al Parlamento Europeo, *"Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire"*, COM (2003) 284 def.
- Comunicazione della Commissione UE al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo, al Comitato delle Regioni, *Unione dei mercati dei capitali - Accellerare le riforme*, COM(2016) 601 def.
- Comunicazione della Commissione UE dell'11 maggio 1999, *"Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione"*, COM(1999) 232 def.
- Comunicazione della Commissione UE, *"Europa 2020 - Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva"*, COM(2010) 2020 def.
- Comunicazione della Commissione UE, *"Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali"* (COM(2015) 468 def.
- Comunicazione della Commissione UE, *"Vigilanza finanziaria europea"*, COM(2009) 252 def.

- Costi, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *BBTC*, 1984, 3, 273 ss.
- D'Ambrosio, *Il Meccanismo di Vigilanza Unico: profili di indipendenza e di accountability*, in Aa.Vv., *Scritti sull'Unione Bancaria*, a cura di D'Ambrosio, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2016, 81.
- De Bellis, *European Financial Supervision after the Crisis: Multi-Speed Models within a Two-Track Framework*, in Aa.Vv., *The administrative architecture of financial integration. Institutional design, legal issues, perspectives*, a cura di Chiti - Vesperini, Bologna, 2015.
- De Grauwe, *Economics of monetary union*, Oxford (UK), 2016.
- Decisione BCE/2014/39 sull'attuazione della separazione tra le funzioni di politica monetaria e le funzioni di vigilanza della BCE, 2014/723/UE.
- Decisione del Consiglio del 28 giugno 1999, n. 1999/468/CE, recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione ("*Nuova decisione di comitatologia*").
- Del Gatto, *Il problema dei rapporti tra la Banca Centrale Europea e l'Autorità Bancaria Europea*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2015, 4, 1221 ss.
- Di Giorgio - Di Noia, *Designing a Regulatory and Supervisory Framework for Integrated Financial Markets*, in Aa.Vv., *The Changing Geography of Banking and Finance*, a cura di Zazzaro - Fratiani - Alessandrini, New York, 2009, 215 ss.
- Di Noia - Furlò, *The New Structure of Financial Supervision in Europe: What's Next?*, in Aa.Vv., *Financial Regulation and Supervision. A post-crisis Analysis*, a cura di Wymeersch, Oxford, 2012, 172 ss.
- Di Noia - Gargantini, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability After the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2014,15, 1 ss.
- Di Noia - Micossi - Carmassi - Peirce, *Keep It Simple: Policy Responses to the Financial Crisis*, Bruxelles, 2009.
- Dichiarazione del Vertice della Zona Euro, tenuto a Bruxelles il 29 giugno 2012, consultabile al seguente *link*:
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ec/131369.pdf
- Discorso annuale al Mercato del Presidente della CONSOB, 5 maggio 2014, reperibile sul sito web dell'Autorità.
- , 9 maggio 2016, reperibile sul sito web dell'Autorità.
- Draft Guidelines on stress testing and supervisory stress testing*, EBA/CP/2015/28.
- Erce, *Bank and Sovereign Risk Feedback Loops*, in *ESM Work. Pap. Ser.*, 1, 2015.
- Ferran, *The Existential Search of the European Banking Authority*, in *ECGI Law Work. Pap.*, 2015, 297.

- Ferrarini - De Cantellis - Frigeri - Leonardi, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in Aa.Vv., *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quad. doc. ric. Asso-gestioni, 2003, 26, 9 ss.
- Ferrarini - Recine, *Verso un Testo unico bancario europeo*, in *Bancaria, Special Issue*, 2015, 7.
- Ferrarini, *Single Supervision and the Governance of Banking Markets: Will the SSM Deliver the Expected Benefits?*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2015, 16, 3, 513 ss.
- Figliolia, *I rapporti con le banche centrali nazionali*, in Aa.Vv., *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, Pisa, 2016, 227.
- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.
- Financial Stability Board, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Basel, 12 January 2017.
- Franks, Mayer, OXERA, *Risks and Regulation in European Asset Management: Is There a Role for Capital Requirements?*, Report commissioned by the European Asset Management Association, January 2001.
- Giudici, voce *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2011, 1097 ss.
- Grundmann, *Un diritto economico europeo in mutamento. Dall'Unione della concorrenza all'unione finanziaria*, in *Contr. impr. Eur.*, 2016, 1, 17
- Gualandri, *Un anno del Single Supervisory Mechanism - SSM: prime valutazioni*, in *Banca impresa soc.*, 1, 2016, 9 ss.
- Guffanti - Sanna, *I fondi di credito*, in *Soc.*, 2016, 7, 860 ss.
- Ibrido, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017.
- Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000.
- International Monetary Fund, *Italy - Detailed Assessment of Observance of Iosco Objectives and Principles of Securities Regulation, Country Report 13/353*.
- , *Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, in *Global Financial Stability Report - April 2015*, Washington, 2015, 93 ss.
- IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010,
- Lamandini - Ramos Muñoz - Solana Álvarez, *Depicting the Limits to the SSM's Supervisory Powers: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights' Protection*, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2015, 79.
- Lamandini - Ramos Muñoz, *Eu Financial Law. An introduction*, Assago, 2016.

- Lamandini, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, 1, 448 ss.
- Lefterov, *The Single Rulebook: legal issues and relevance in the SSM context*, in *ECB Legal Working Paper Series*, 15, 2015.
- Lehmann, *Single Supervisory Mechanism Without Regulatory Harmonisation? Introducing a European Banking Act and a 'CRR Light' for Smaller Institutions*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2017, 3.
- Libro Bianco* della Commissione UE del 14 giugno 1985, sul "completamento del mercato interno", COM(1985) 310 def.)
- Llewellyn, *Institutional structure of financial regulation: the basic issues*, Paper presentato al World Bank seminar intitolato "Aligning Supervisory Structures with Country Needs", tenutosi a Washington DC, il 6 e il 7 giugno 2006.
- Macchia, *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. Trim. Dir. Pub.*, 2, 2016, 367 ss.
- Mancini, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quad. Ric. Giur. Cons. Leg. Banca d'It.*, Roma, 2013, 73.
- MEMO/14/294 della Commissione europea, consultabile al seguente *link*: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_it.htm.
- Mission statement of the SSM*, consultabile al seguente *link*: www.bankingsupervision.europa.eu/about/mission-statement/mission-statement-of-the-ssm/html/index.en.html.
- Montanaro, *The process towards centralisation of the European financial supervisory architecture: the case of the banking union*, in *PSL Quart. Rev.*, 2016, 69, 277, 135 ss.
- Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2016.
- , *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000.
- Ortino, *L'Unione bancaria nel sistema del diritto bancario europeo*, in Aa.Vv., *L'unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, Pisa, 2016.
- , *The independence of EU agencies from EU political institutions in the field of financial services*, Relazione presentata al Convegno "Constitutionality, powers and legitimacy of EU agencies or agency-like bodies", tenutosi l'11 novembre 2016 presso l'European University Institute.
- Padoa-Schioppa, *How to deal with emerging pan-European financial institutions?*, Discorso alla conferenza sulla *Supervisory Convergence* organizzata dal Ministero delle finanze olandese, L'Aia, 3 Novembre 2004.
- Pelkmans - Simoncini, *Mellowing Meroni: How ESMA can help building the single market*, in *CEPS Commentary*, 18 February 2014.

- Perez, *Il Meccanismo europeo di vigilanza finanziaria e la ripartizione delle competenze*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2015, 5, 589 ss.
- Pugliese, *L'unione bancaria europea tra esigenze di coerenza interna e risposte alle sfide globali*, in *Dir. Un. Eur.*, 2014, 4, 831 ss.
- Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza svolte nel 2015.*
- Rapporto del Presidente del Consiglio europeo del 26 giugno 2012 "Verso un'autentica Unione economica e monetaria", EUCO 120/12.
- Relazione della Commissione UE dell'8 agosto 2014 sull'operato delle autorità europee di vigilanza (AEV) e del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), COM(2014) 509 def.
- Review of the New European System of Financial Supervision (ESFS), Part 1: The Work of the European Supervisory Authorities (EBA, EIOPA and ESMA) – The ESFS's Micro-Prudential Pillar*, IP/A/ECON/ST/2012-23.
- Ringe, *The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market*, in *Oxford Leg. Stud. Res. Paper*, 3, 2017.
- Risoluzione del Parlamento europeo del 26 febbraio 2014 recante raccomandazioni alla Commissione UE concernenti il riesame del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), 2013/2166(INL).
- Risoluzione del Parlamento europeo del 6 luglio 2011 sulla crisi finanziaria, economica e sociale: raccomandazioni sulle misure e le iniziative da adottare, 2010/2242(INI).
- Risoluzione del Parlamento europeo del 9 settembre 2010 su "Legiferare meglio" – 15ª relazione annuale della Commissione ai sensi dell'articolo 9 del protocollo sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità, 2009/2142(INI).
- Schoenmaker, *The financial trilemma*, in *Ec. Lett.*, 2011, 111, 1, 57 ss.
- Siclari, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *BBTC*, 2016, 4, 481 ss.
- Simoncini, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in *Aa.Vv., Parlamenti nazionale e Unione Europea nella governance multilivello. Atti del convegno Roma – Camera dei Deputati 12-13 maggio 2015*, a cura di Lanchester, Milano, 2016, 441 ss.
- SMSG contribution to the ESFS Consultation. An SMSG review of the ESA's including a self-assessment*, SMSG/2013/013, 18 luglio 2013.
- Stella Richter jr, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2016, 1, 104 ss.
- Stolfi, *Tempi (post-)moderni: nuovi impulsi normativi europei alla prova delle sovrapposizioni*, in *LUISS SOG Working Paper Series*, 32, 2016.

- Torchia, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in Aa.Vv., *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, 355 ss.
- Tosato, *The Legal Basis of the Banking Union*, in Aa.Vv., *The European Banking Union*, a cura di Barucci e Messori, Bagno a Ripoli, 2014, 43 ss.
- Tovo, *Le agenzie decentrate dell'Unione europea*, Napoli, 2016.
- US Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* [cosiddetto "Paulson Report"], Marzo 2008, 143 ss.
- US Department of Treasury's Office of Financial Research, *Asset Management and Financial Stability*, Washington, 2013.
- Vegas, *Dall'Unione Bancaria all'Unione Finanziaria*, in *Bancaria, Special Issue*, 2015, 7.
- Valiante, *Europe's untapped capital market. Rethinking integration after the great financial crisis*, ECMEG Final Report, Centre for European Policy Studies, 2016.

Recenti pubblicazioni

- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventruruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC*
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza Financial disclosure, risk perception and investment choices.
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso

- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
 Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement.
 Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
 Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri