RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

1 / 2015 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE
DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino – A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136 / 2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, N. Casalino, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, V. Lemma, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, R. Masera, R. McCormick, F. Merusi, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, P. Passalacqua, C. Paulus, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Tucci, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato,* assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

M. Pellegrini - M. Sepe

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Presentazione* (Presentation).....1

RUGGERO BARBINI – *Spunti di riflessione in ordine ai poteri sanzionatori della BCE e delle ANC nel quadro normativo successivo all'introduzione del meccanismo di vigilanza unico* (Considerations on the power of sanction of ECB and relevant national competent authorities after the introduction of the SSM).....3

LUCA BATTAGLIA – *Il percorso che ha condotto al Single Supervisory Mechanism* (The route to the SSM).....29

CLAUDIO CASTELLI – *La normativa sulle agenzie di rating: ratio, contenuti ed applicazione nel contesto europeo* (The regulation on Credit Rating Agencies: *ratio,* contents and application in the EU) 60

COSTANTINO LAMBERTI – *La disciplina comunitaria dei gestori di fondi di investimento alternativi* (EU rules on alternative investment fund managers) 85

ILARIA SUPINO – *L'UME tra limite storicistico e riferibilità alla coesione politica* (The European Monetary Union between historicistic limit and political cohesion) 109

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Relazioni svolte al IV Master Universitario di 2° livello

"Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari"

tenutosi presso l'Università LUISS Guido Carli

PRESENTAZIONE

(Presentation)

1. Consolidando una tradizione che vuole dar atto dell'impegno e dei risultati perseguiti al termine di un intenso anno di frequenza al Master universitario di secondo livello in 'Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari', tenuto presso l'Università Luiss G. Carli di Roma, vengono qui pubblicate alcune delle tesine selezionate tra quelle presentate dai partecipanti al medesimo. Le tematiche affrontate riguardano argomenti oggetto di analisi nel corso delle lezioni e dimostrano l'interesse che queste ultime hanno suscitato orientando alla valutazione critica dei problemi giuridici ed economici di una realtà globale.

Come nel passato, la 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia', edita dalla 'Fondazione Gerardo Capriglione Onlus', è lieta di ospitare, in un apposito supplemento, i lavori di alcuni giovani meritevoli di particolare riconoscimento. La qualità degli elaborati - alcuni dei quali offrono al lettore apprezzabili spunti d'indagine - è indicativa del profitto tratto da un insegnamento che ha saputo ben calibrare il riferimento alla teoria con la verifica delle concrete forme operative che connotano l'attività finanziaria.

Tali contributi rappresentano, dunque, un momento di riflessione che contraddistingue la specificità di un modello didattico che si propone di assicurare profili di eccellenza nella fase cognitiva, unitamente alla definizione di un adeguato processo di maturazione culturale. In un momento particolarmente difficile per la vita del Paese – afflitto da un preoccupante livello di disoccupazione giovanile – la identificazione di 'percorsi' di studio in grado di migliorare la formazione dei giovani, destinati a far parte della futura classe dirigente italiana, appare una via ottimale per fuoriuscire dalle secche della

fase recessiva che negli ultimi anni ha ostacolato lo sviluppo del nostro sistema produttivo.

Nella consapevolezza di accrescere - attraverso un'innovativa commistione di saperi - le potenzialità delle 'forze lavorative' del domani, i docenti, il direttore ed i coordinatori del Master attribuiscono innegabile valenza etica all'impegno dei partecipanti al corso, profuso nell'intento di spendere bene i propri talenti.

Roma, Luglio 2015

Francesco Capriglione

SPUNTI DI RIFLESSIONE IN ORDINE AI POTERI SANZIONATORI DELLA BCE E DELLE ANC NEL QUADRO NORMATIVO SUCCESSIVO ALL'INTRODUZIONE DEL MECCANISMO DI VIGILANZA UNICO*.

(*Considerations on the power of sanction of ECB and relevant national competent authorities after the introduction of the SSM)*

ABSTRACT: *The recently established "Single Supervisory mechanism" lists amongst the tasks conferred to ECB an autonomous sanctionatory power. The cooperation (and/or exclusive attribution) of such powers between ECB and national competent Authorities (NCAs) is not clearly stated In the present regulatory framework. Having regard to the present regulations this paper attempts to devise the powers of ECB and those of NCAs and proceeds to analyze the procedural rules involved. The nature of "sanctions", whether criminal or not, is also part of the broader analysis, taking into account the most recent ECJ case law.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il Meccanismo Unico di Vigilanza. - 3. I provvedimenti aventi natura sanzionatoria nel Meccanismo di Vigilanza Unico. - 4. Procedimento sanzionatorio e ricorso. - 5. Conclusioni.

1. L'adozione del Regolamento UE n. 1024/2013 del 15 ottobre 2013, sull'istituzione di un Meccanismo di Vigilanza Unico (Single Supervisory Mechanism) ha rappresentato il primo, significativo traguardo raggiunto nell'iter verso la creazione di un "quadro di vigilanza bancario-finanziaria integrato" per l'U-

* Contributo approvato dai revisori.

nione Europea, comunemente indicato con l'espressione di "Unione bancaria europea".

Non è questa la sede per affrontare il complesso, ed a tratti impervio, percorso che ha portato alla creazione di detto meccanismo.

Sia sufficiente una breve riflessione che prende le mosse dalle "Conclusioni" del Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012.

Si legge nella premessa alle richiamate "Conclusioni" che "(n)egli ultimi due anni e mezzo l'Unione europea ha adottato importanti misure di ampio respiro per superare la crisi e migliorare la governance dell'UEM. Tuttavia, l'Europa sta vivendo una nuova recrudescenza delle tensioni. La crisi che assedia il debito sovrano e la debolezza del settore finanziario, unitamente alla scarsa crescita persistente e agli squilibri macroeconomici, stanno rallentando la ripresa economica e creando rischi per la stabilità dell'UEM. (...)

Siamo pertanto impegnati ad adottare ferme misure per affrontare le tensioni nei mercati finanziari, ripristinare la fiducia e dare nuovo impulso alla crescita. Ribadiamo il nostro impegno a preservare l'UEM e a darle una base più solida per il futuro".

Proseguono le richiamate "Conclusioni": "(l)a relazione "Verso un'autentica Unione economica e monetaria" (...) illustra i "quattro elementi costitutivi essenziali" della futura UEM: un quadro finanziario integrato, un quadro di bilancio integrato, un quadro integrato di politica economica e il rafforzamento della legittimità democratica e della responsabilità (...) il presidente del Consiglio europeo è stato invitato a elaborare, in stretta collaborazione con il presidente della Commissione, il presidente dell'Eurogruppo e il presidente della BCE, una tabella di marcia specifica e circoscritta nel tempo per la realizzazione di un'autentica Unione economica e monetaria, che comprenda proposte con-

crete volte a preservare l'unità e l'integrità del mercato unico dei servizi finanziari " (cfr. "Conclusioni", Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012, par. II).

La nascita del meccanismo unico di vigilanza troverebbe dunque fondamento in due diversi ordini di ragioni: la prima avente natura emergenziale (preservare l'unità e l'integrità del mercato unico dei servizi finanziari)[1] la seconda nella aperta ammissione che, in assenza di una via percorribile per una vera Unione politica, l'integrazione debba passare attraverso l'Unione economica e monetaria[2].

In questa ottica la chiave di lettura risultante è che la vigilanza e regolamentazione accentrata del sistema bancario (per quanto qui ci interessa) non sono solo frutto dell'emergenza economica, ma celano l'ennesimo tentativo di "salto in avanti" nel processo di integrazione.

Se così è, il Meccanismo Unico di Vigilanza merita una attenzione che dovrebbe andare anche oltre i (non) semplici aspetti tecnici della disciplina di settore, ma dovrebbe comprendere riflessioni più ampie sui meccanismi di sviluppo dell'Unione Europea.

Solo incidentalmente ed in chiusura di questa premessa si nota che dei quattro ambiti individuati dal Consiglio Europeo del 28-29 giugno 2012 (un qua-

---

[1] Cfr., sul punto, anche la "Dichiarazione del vertice della zona Euro" rilasciato alla stampa in data 29 giugno 2012: "(a)*ffermiamo che è imperativo spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano. La Commissione presenterà a breve proposte relative a un meccanismo di vigilanza unico fondate sull'articolo 127, paragrafo 6. Chiediamo al Consiglio di prenderle in esame in via d'urgenza entro la fine del 2012. Una volta istituito, per le banche della zona euro, un efficace meccanismo di vigilanza unico con il coinvolgimento della BCE, il MES potrà avere facoltà, sulla scorta di una decisione ordinaria, di ricapitalizzare direttamente gli istituti bancari. Questa procedura si baserà su un'appropriata condizionalità, ivi compresa l'osservanza delle regole sugli aiuti di Stato, che dovrebbe essere specifica per ciascun istituto, specifica per settore ovvero applicabile a tutta l'economia e sarà formalizzata in un memorandum d'intesa.* (...) *Incarichiamo l'Eurogruppo di attuare tali decisioni entro il 9 luglio 2012.*".

[2] La considerazione qui svolta si rafforzerebbe nelle sue conclusioni ove si consideri che il Consiglio Europeo ha natura intrinsecamente intergovernativa (cfr. art. 15, comma 2 del TUE) e "*dà all'Unione gli impulsi necessari al suo sviluppo e ne definisce gli orientamenti e le priorità politiche generali.* (...)" (cfr. art. 15, comma 1 del TUE).

dro finanziario integrato, un quadro di bilancio integrato, un quadro integrato di politica economica e il rafforzamento della legittimità democratica e della responsabilità), solamente il quadro finanziario integrato ha visto progressi. Forse ciò è stato possibile perché ha trovato da subito un punto di riferimento avente natura tecnica e di grande prestigio (la BCE).

2. Il legislatore europeo, avuto riguardo alla materia della vigilanza unica, ha riconosciuto l'essenzialità della attribuzione in capo alla BCE di poteri sanzionatori, ritenuti indispensabili per l'enforcement del nuovo Meccanismo di Vigilanza Unico.

Ed infatti, a mente del "Considerando" n. 36 del Regolamento UE n. 1024/2013 (di seguito anche "SSM"), "(p)er assicurare che gli enti creditizi, (...) applichino le norme e le decisioni in materia di vigilanza, si dovrebbero imporre sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di violazione. A norma dell'articolo 132, paragrafo 3, TFUE e del regolamento (CE) n. 2532/98 del Consiglio, del 23 novembre 1998, sul potere della Banca centrale europea di irrogare sanzioni, la BCE ha il potere di imporre alle imprese ammende o penalità di mora in caso di inosservanza degli obblighi imposti dai regolamenti e dalle decisioni da essa adottati. Inoltre, al fine di consentire alla BCE di assolvere efficacemente i suoi compiti relativi al controllo del rispetto delle disposizioni di vigilanza previste dal diritto dell'Unione direttamente applicabile, è necessario attribuire alla BCE il potere di imporre sanzioni pecuniarie agli enti creditizi, alle società di partecipazione finanziaria e alle società di partecipazione finanziaria mista in caso di violazione di tali norme. È opportuno che le autorità nazionali possano continuare a infliggere sanzioni in caso di mancato rispetto degli obblighi imposti dal diritto nazionale di recepimento delle direttive dell'Unione. È opportuno che la BCE possa, quando reputa che l'assolvimento dei suoi compiti

richieda una sanzione per le violazioni, rimettere a tal fine la questione alle autorità nazionali competenti".

Ciò premesso è necessario comprendere come la necessità di appropriati presidi aventi natura sanzionatoria si concili con la ripartizione delle competenze fra BCE ed Autorità Nazionali Competenti (di seguito "ANC").

Il nuovo sistema di supervisione bancaria europea postula difatti una ripartizione di compiti tra livello centrale e livello periferico, facente perno sul duplice criterio dei compiti -criterio avente natura oggettiva- (il reg. SSM indica, infatti, quelli rientranti nella competenza esclusiva della BCE) e della rilevanza (o meglio, della significatività) degli intermediari vigilati[3].

---

[3] Sul punto è di estremo interesse la chiave di lettura tracciata dal Prof. Cassese, a mente della quale "(p)*er comprendere il disegno che si va costruendo, bisogna soffermarsi sulle figure organizzative composite.* (...) *Le figure composite sperimentate all'interno degli Stati presentano i seguenti caratteri: concorso di amministrazioni separate, ma contitolari di funzioni o di parti di funzioni, che vengono conferite ad un'amministrazione comune, alla quale esse contribuiscono anche organizzativamente; integrazione in forma associativa, non ordinabile in forma gerarchica, nè in funzione del centro o della periferia, ma in funzione del servizio o funzione da svolgere; prevalenza del profilo funzionale su quello soggettivo, che passa in secondo piano, in quanto i soggetti fanno parte dell'organizzazione comune, non viceversa (per cui le amministrazioni composte sono adéspote).*
Lo stesso accade ora nel campo bancario in Europa. Questo è uno di quei campi nei quali la storia della formazione e dello sviluppo degli Stati può insegnare qualcosa ai nuovi legislatori."
In particolare, la complessa architettura istituzionale e funzionale che va delineandosi racchiuderebbe diversi "*componenti*", di cui "*La prima è un ordine giuridico "a cascata", non gerarchico, ma ordinato su più piani. Il primo dei quali è costituito dal Sistema di vigilanza finanziaria, facente capo all'Autorità bancaria europea, operante per tutta l'Unione, la cui normativa costituisce il primo gradino. Al secondo gradino è posta, dal punto di vista della vigilanza, la Banca centrale europea, responsabile del Meccanismo unico di vigilanza, operante nell'Eurozona, del quale però fanno parte anche le autorità nazionali, con obbligo di cooperazione. (...) La seconda componente è quella che potrebbe definirsi associativa. (...) Il profilo organizzativo appena illustrato riflette un aspetto funzionale che costituisce la terza componente del sistema: la Banca centrale europea, in veste di "responsabile" della vigilanza unica, opera in virtù di compiti e poteri conferiti dalle autorità nazionali, di cui queste non sono interamente spogliate* (...) *In quarto luogo, nell'ambito del Meccanismo, vi è una separazione del lavoro, svolgendo la Banca centrale europea una funzione che può dirsi direttiva, le autorità nazionali un compito che può dirsi esecutivo, che consiste nell'obbligo di fornire informazioni, nell'assistenza e preparazione di provvedimenti e nell'agire secondo istruzioni della Banca centrale*." (CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 75).
La lettura qui operata, che in senso lato, per mezzo della pubblicazione nella collana citata, si

Nel dettaglio, ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a) e c) del Regolamento SSM, la BCE ha "competenza esclusiva (...) nei confronti di tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti" (per quanto concerne) il rilascio e la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e la valutazione delle notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi, tranne nel caso della risoluzione di una crisi bancaria, e fatto salvo il successivo art. 15 (criterio di natura oggettiva).

Ai sensi del successivo art. 6, comma 6, del Regolamento SSM rimangono in capo alle ANC i compiti indicati all'art. 4, comma 1, lettere b), da d) a g) e i), nei confronti dei soggetti individuati ex art. 6, comma 4 (criterio della significatività).

Da ultimo, ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuitile dal Regolamento "e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove il pertinente diritto dell'Unione 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" (cfr. art. 4, comma 3, del Regolamento SSM).

La prima evidenza che si trae dalla lettura dei compiti enunciati all'art. 4 è che in essi non è ricompreso il potere sanzionatorio, evidenza alla quale consegue che il criterio di ripartizione dello stesso va cercato in altre e diverse disposizioni del Regolamento SSM[4.]

---

potrebbe ritenere "fatta propria" dalla Autorità di Vigilanza nazionale, non appare del tutto condivisibile, e ciò in quanto sembra, a chi scrive, di poter rinvenire nella complessa architettura elementi gerarchici ben definiti, per lo meno con riferimento ai soggetti sottoposti a vigilanza diretta UE e dovendosi inquadrare la "*separazione del lavoro*" nell'istituto della sussidiarietà.

[4] L'art. 4 elenca i seguenti compiti:

a) rilasciare e revocare l'autorizzazione agli enti creditizi fatto salvo l'articolo 14;

Ciò premesso, ed avuto riguardo alla materia sanzionatoria, ai sensi dell'art. 18, paragrafo 1 del Regolamento SSM, la BCE è titolare di un autonomo potere sanzionatorio, così declinato: "(a)i fini dell'assolvimento dei compiti attribuitile dal presente regolamento, in caso di violazione dolosa o colposa, (...) degli obblighi previsti dai pertinenti atti del diritto dell'Unione direttamente appli-

---

b) nei confronti degli enti creditizi stabiliti in uno Stato membro partecipante che desiderano aprire una succursale o prestare servizi transfrontalieri in uno Stato membro non partecipante, assolvere i compiti che incombono all'autorità competente dello Stato membro di origine in virtù del pertinente diritto dell'Unione;
c) valutare le notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi, tranne nel caso della risoluzione di una crisi bancaria, e fatto salvo l'articolo 15;
d) assicurare il rispetto degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, che impongono agli enti creditizi requisiti prudenziali relativamente a requisiti in materia di fondi propri, cartolarizzazione, limiti ai grandi rischi, liquidità, leva finanziaria, segnalazione e informativa al pubblico delle in- formazioni su tali aspetti;
e) assicurare il rispetto degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, che impongono agli enti creditizi requisiti che assicurino la presenza di solidi dispositivi di governo societario, compresi i requisiti di professionalità e onorabilità per le persone responsabili dell'amministrazione degli enti creditizi, di processi di gestione del rischio, di meccanismi di controllo interno, di politiche e prassi di remunerazione e di processi efficaci di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno, compresi i modelli basati sui rating interni;
f) effettuare le valutazioni prudenziali comprese, se del caso in coordinamento con l'ABE, le prove di stress e la loro eventuale pubblicazione, per accertare se i dispositivi, le strategie, i processi e meccanismi instaurati dagli enti creditizi e i fondi propri da essi detenuti permettano una gestione solida e la copertura dei rischi e, alla luce di tale valutazione prudenziale, imporre agli enti creditizi obblighi specifici in materia di fondi propri aggiuntivi, specifici requisiti di informativa e di liquidità, nonché altre misure, ove specificamente contemplati dal pertinente diritto dell'Unione;
g) esercitare la vigilanza su base consolidata sulle imprese madri degli enti creditizi stabilite in uno degli Stati membri partecipanti, comprese le società di partecipazione finanziaria e le società di partecipazione finanziaria mista, e partecipare alla vigilanza su base consolidata, anche in collegi delle autorità di vigilanza, fatta salva la partecipazione delle autorità □ nazionali competenti a tali collegi in qualità di osservatori, sulle imprese madri non stabilite in uno degli Stati membri partecipanti;
h) partecipare alla vigilanza supplementare dei conglomerati finanziari in relazione agli enti creditizi che ne fanno parte e assumere i compiti di coordinatore quando la BCE è no- minata coordinatore per un conglomerato finanziario conformemente ai criteri fissati nel pertinente diritto dell'Unione;
i) assolvere i compiti di vigilanza collegati ai piani di risana- mento e alle misure di intervento precoce qualora un ente creditizio o gruppo nei cui confronti la BCE sia l'autorità di vigilanza su base consolidata non soddisfi o rischi di violare i requisiti prudenziali applicabili, nonché, solo nei casi previsti espressamente dal pertinente diritto dell'Unione per le autorità competenti, a cambiamenti strutturali richiesti agli enti creditizi per prevenire lo stress finanziario o il fallimento, ad esclusione dei poteri di risoluzione".

cabili in relazione alle quali vengono messe a disposizione delle autorità competenti sanzioni amministrative pecuniarie conformemente al pertinente diritto dell'Unione, la BCE può imporre sanzioni amministrative (...) o altre sanzioni pecuniarie eventualmente previste dal pertinente diritto dell'Unione"; in via sussidiaria, ai sensi del successivo comma 5, "(n)ei casi non contemplati dal paragrafo 1 del presente articolo, laddove necessario all'assolvimento dei compiti attribuitile dal presente regolamento, la BCE può chiedere alle autorità nazionali competenti di avviare procedimenti volti a intervenire per assicurare che siano imposte sanzioni appropriate in virtù degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, e di qualsiasi pertinente disposizione legislativa nazionale che conferisca specifici poteri attualmente non previsti dal diritto dell'Unione. Le sanzioni applicate dalle autorità nazionali competenti sono efficaci, proporzionate e dissuasive. (...)".

La tecnica legislativa adottata non brilla per chiarezza.

Ed infatti, dalla lettura si ricava che il legislatore europeo ha seguito un criterio di suddivisione delle competenze sanzionatorie basato sui "compiti" attribuiti alla BCE (si deve presumere si intendano per "compiti" quelli enunciati all'art. 4 del Regolamento SSM).

La prima conclusione a cui si potrebbe giungere è che alla BCE sia riconosciuto il potere di irrogare sanzioni amministrative pecuniarie (i) per quanto concerne tutti i compiti, ai soggetti sottoposti alla propria vigilanza diretta; (ii) per quanto concerne gli altri soggetti solo con riguardo ai compiti di cui all'art. 4, comma 1, lettere a) e c).

Detta conclusione, che qui si fa propria, è tuttavia una delle possibili chiavi di lettura applicabili.

La problematicità qui sollevata è stata individuata anche da acuti osservatori in seno all'Autorità di Vigilanza italiana, i quali, peraltro, non hanno fornito una risposta univoca.

Ed infatti, "(t)he allocation of the sanctioning powers under the SSM Regulation is not entirely clear. Article 18 is not expressly aligned with the general provisions contained in Article 6 on the allocation of supervisory powers and seems to follow different criteria.

Not surprisingly, Article 18 of the SSM Regulation has been interpreted in two different, opposing ways.

According to one interpretation, the ECB has the exclusive competence to apply administrative pecuniary penalties and sanctions to both the significant and the less significant credit institutions in the case of violations of requirements under the directly applicable Union law and in the case of violation of ECB regulations or decisions.

According to a second, opposite, interpretation, in the event of one of the above violations the ECB has exclusive competence only vis-à-vis the significant credit institutions, whilst the NCAs are exclusively competent vis-à-vis the less significant ones.

Under both of the interpretations: (i) ECB has the power to require NCAs to act in the case of violations of national laws transposing directives, the case of violations committed by natural persons and the case that non-pecuniary penalties should be applied; and (ii) NCAs remain competent to employ their sanctioning powers in the case of violations of national law. (...)" (cfr. D'AMBROSIO, Due process and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 74).

Si ritiene comunque che l'interpretazione supra fatta propria sia preferibile, salvo a voler riconoscere alla BCE un potere sanzionatorio totalmente slegato dai criteri di cui agli articoli 4 e 6 del Regolamento SSM.

Vi sono ulteriori criticità meritorie di attenzione.

L'art. 18 stabilisce difatti che la BCE, nell'esercizio dei propri compiti, è legittimata ad intervenire in caso di violazione dolosa o colposa, da parte degli enti creditizi, di obblighi previsti da atti dell'Unione direttamente applicabili. Fuori da questi casi, la BCE potrebbe comunque richiedere alle ANC di assicurare l'applicazione di "sanzioni appropriate" in virtù di qualsiasi pertinente disposizione legislativa nazionale che conferisca specifici poteri attualmente non previsti dal diritto dell'Unione.

Cosa è da intendersi per "pertinenti atti del diritto dell'Unione direttamente applicabili"?

Si rammenti che ai sensi dell'art. 4, comma 3, "la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove il pertinente diritto dell'Unione 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".

Formulando il quesito in termini diversi e che meglio si attagliano alla concreta operatività: a titolo di esempio, la BCE può esercitare, su una banca sottoposta alla propria vigilanza, il potere sanzionatorio previsto dagli artt. 65 e ss. della Direttiva 2013/36/UE (di seguito, anche "CRD IV") ovvero deve esercitare il potere sanzionatorio applicando la normativa nazionale di recepimento, ovvero, da ultimo, deve richiedere la collaborazione delle ANC?

Ma non è tutto. In base all'attuale regolamentazione alla BCE sarebbe comunque preclusa, anche nei confronti delle banche da essa vigilate in modo

diretto, la possibilità di applicare alcune specifiche sanzioni, vale a dire quelle di natura non pecuniaria, quelle (pecuniarie, ma) connesse alla violazione di norme nazionali di recepimento di direttive e quelle adottabili nei confronti di persone fisiche.

Si veda a tale proposito il "Considerando" n. 53: "(n)essuna disposizione del presente regolamento dovrebbe essere intesa nel senso di conferire alla BCE il potere di imporre sanzioni a persone fisiche o giuridiche diverse da enti creditizi, società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista, fatto salvo il potere della BCE di chiedere alle autorità nazionali competenti di intervenire per assicurare che siano imposte sanzioni appropriate".

Quanto finora enunciato ha ad oggetto le "sanzioni amministrative pecuniarie" previste dall'art. 18, comma 1, del Regolamento SSM; ad esse vanno poi aggiunti i poteri sanzionatori previsti dal comma 7 del medesimo articolo, ai sensi del quale " ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuitile dal presente regolamento, in caso di violazione di propri regolamenti o decisioni la BCE può imporre sanzioni a norma del regolamento (CE) n. 2532/98".

Una prima, provvisoria, conclusione a cui si può giungere, da meglio definire a seguito di ulteriori riflessioni che seguono, è che la BCE possa irrogare sanzioni amministrative pecuniarie alle persone giuridiche (intermediari) direttamente sottoposte alla propria vigilanza con riguardo a tutti i compiti di cui all'art. 4 del Regolamento SSM; di converso potrà irrogare sanzioni a tutti gli intermediari per le violazioni connesse ai compiti di cui all'art. 4, comma 1, lettere a) e c), lasciando impregiudicato ogni altro potere sanzionatorio in capo alle ANC.

Nell'irrogare le sanzioni amministrative pecuniarie, la BCE dovrà dare applicazione ad un corpus regolamentare variegato: il diritto dell'Unione direttamente applicabile, la normativa nazionale di recepimento delle Direttive perti-

nenti, i propri regolamenti e decisioni (questi ultimi sanzionabili ex art. 18 comma 7).

Si precisa, per dovere di completezza, che tale conclusione è strettamente personale e trova diverse declinazioni in opinioni espresse da esponenti dell'Autorità di Vigilanza italiana[5].

3. Come sopra evidenziato, ai sensi dell'art. 18 del Regolamento SSM esistono due distinte tipologie di sanzioni irrogabili dalla BCE: la prima, delineata al comma 1, ricomprende le "sanzioni amministrative pecuniarie" per violazione degli "obblighi previsti dai pertinenti atti del diritto dell'Unione direttamente applicabili"; la seconda ricomprende le "sanzioni" a presidio di "regolamenti o decisioni" della BCE.

Nel rispetto dell'ordine di presentazione dell'articolo 18 ci si interrogherà sulla natura delle "sanzioni amministrative pecuniarie".

---

[5] Cfr., sul punto, MANCINI, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 73, secondo cui " *Verrebbe così delineata, sulla falsariga della materia antitrust, una sorta di competenza sanzionatoria concorrente fra Autorità europea e nazionali, senza tracciare chiari confini fra le due, il che imporrà, innanzitutto, di prevedere modalità di composizione dei possibili conflitti, onde evitare che possano determinarsi violazioni del principio ne bis in idem.*
Per la verità, nel corso dei lavori preparatori della proposta di regolamento sembrerebbe essersi affermata la tesi, secondo cui un'implicita limitazione della potestà sanzionatoria riconosciuta alla BCE all'ambito dei soggetti più rilevanti su base consolidata potrebbe desumersi dall'incipit del primo paragrafo dell'art. 18 "ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuitile dal presente regolamento". Tale incipit, stabilendo un collegamento con i compiti della BCE, imporrebbe una lettura dello stesso paragrafo coordinata con il combinato disposto degli artt. 4 e 6, che tali compiti disciplinano, con la conseguenza di ricondurre la suddivisione della potestà sanzionatoria agli stessi criteri di riparto adottati per la funzione di vigilanza.
La tesi rappresenta un lodevole tentativo di ovviare a un'infelice formulazione della norma, ma, a mio giudizio, pur essendo suggestiva, non vale a consentire il superamento del disposto letterale dell'art. 18 che, oltre a non contenere alcun richiamo espresso agli artt. 4 e 6 o ai criteri di riparto in essi riportati, non individua affatto nel solo affidamento di compiti di vigilanza diretta il presupposto indefettibile del conferimento del potere sanzionatorio.
A fronte del chiaro tenore testuale della norma e in difetto di un'espressa affermazione della necessaria coincidenza fra la titolarità di compiti di vigilanza diretta e del potere sanzionatorio, l'incipit del primo paragrafo appare troppo generico per poterne ricavare una linea di confine netta".

Il Regolamento SSM non definisce dette sanzioni e con ciò solleva un ulteriore ordine di problemi.

La disciplina di settore (in primis la CRD IV) prevede che "(p)er assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dalla presente direttiva e dal regolamento (UE) n. 575/2013 da parte degli enti, di coloro che controllano effettivamente l'impresa e dei membri dei loro organi di gestione e per assicurare lo stesso trattamento in tutta l'Unione, occorre che gli Stati membri siano tenuti a prevedere sanzioni amministrative e altre misure amministrative che siano effettive, proporzionate e dissuasive." (Considerando n. 35 della CRD IV), senza che venga enunciata la differenza fra misure amministrative e sanzioni amministrative.

Il tema della differenza fra misure amministrative e sanzioni amministrative è stato affrontato e chiarito dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea nel caso the Kaserei Champignon Hofmeister[6] e, più recentemente, nel caso Bonda[7].

Secondo la Corte, la differenza risiede nel carattere "repressivo" della sanzione amministrativa, laddove la misura amministrativa è volta alla cancellazione degli effetti (dannosi) dell'atto.

Così infatti nel caso Bonda: "emerge dall'analisi effettuata (...) che le misure previste dall'articolo 138, paragrafo 1, secondo e terzo comma, del regolamento n. 1973/2004 possono essere applicate unicamente agli operatori economici che usufruiscono del regime di aiuti introdotto da tale regolamento e che la finalità di tali misure non è repressiva, ma consiste, essenzialmente, nel proteggere la gestione dei fondi dell'Unione mediante l'esclusione temporanea di un beneficiario che ha incluso dichiarazioni inesatte nella sua domanda di aiuti.".

---

[6] Caso C-210/00.
[7] Caso C-489/10.

Ciò premesso, la CRD IV prevede una serie di provvedimenti adottabili dalla Autorità di Vigilanza competente, senza che venga chiarito quale sia la natura di detti provvedimenti, di "misura" ovvero di "sanzione".

Si veda ad esempio l'art. 66 della CRD IV, il quale, nel disciplinare "Sanzioni amministrative e altre misure amministrative per le violazioni dei requisiti per l'autorizzazione e dei requisiti per l'acquisizione di partecipazioni qualificate", prevede fra i possibili provvedimenti adottabili "e) sanzioni amministrative pecuniarie fino al doppio dell'ammontare del beneficio derivante dalla violazione, qualora tale beneficio possa essere determinato;

f) sospensione dei diritti di voto dell'azionista o degli azionisti ritenuti responsabili delle violazioni di cui al paragrafo 1".

Se il provvedimento di cui alla lettera e) è sicuramente una sanzione amministrativa pecuniaria ex art. 18 comma 1 del Regolamento SSM, che dire del provvedimento di cui alla lettera f)? Prevale in esso la natura repressiva o è volto a riparare gli effetti dell'atto ed instaurare una situazione di migliore governabilità?

Come ulteriore esempio si prenda l'art. 16, comma 2 del Regolamento SSM, che, nell'enucleare i "poteri di vigilanza", riconosce in capo alla BCE il potere di "rimuovere in qualsiasi momento membri dell'organo di amministrazione degli enti creditizi che non soddisfano i requisiti previsti dagli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma".

Alla differente qualifica attribuita ai provvedimenti conseguono differenze di natura sostanziale e procedurale.

Laddove nei confronti delle misure amministrative trovano applicazione i generali principi in materia di procedimento amministrativo della BCE, le sanzioni amministrative pecuniarie sono disciplinate, come si vedrà, da apposita procedura che riconosce ulteriori garanzie al destinatario dei provvedimenti.

Con riguardo ai profili sostanziali, ci si potrebbe interrogare sul rispetto del principio di legalità laddove la BCE si trovi ad irrogare sanzioni amministrative (ancorché denominate "misure amministrative"), in assenza di una normativa nazionale di recepimento.

Si pensi, a titolo di esempio, ad una delle sanzioni previste dall'art. 66 della CRD IV: "una dichiarazione pubblica che identifica la persona fisica, l'ente, la società di partecipazione finanziaria o la società di partecipazione finanziaria mista responsabile e la natura della violazione"; se detta sanzione venisse applicata direttamente dalla BCE (senza attendere o in assenza di una disposizione nazionale di recepimento), si dubita del pieno rispetto dei principi espressi all'art. 1 della legge 24 novembre 1981, n. 689[8].

Minori difficoltà solleva il disposto dell'art. 18, comma 7, del Regolamento SSM e ciò in quanto limitato alla non compliance con regolamenti e decisioni adottati dalla BCE.

Sul punto infatti il Regolamento UE n. 468/2014 (vedi *infra*) ha disposto all'art. 122 che "(i)n caso di inosservanza degli obblighi di cui ai regolamenti e alle decisioni della BCE, la BCE irroga sanzioni amministrative pecuniarie, come definite all'articolo 120, lettera b), nei confronti di:

a) soggetti vigilati significativi;

b) soggetti vigilati meno significativi, laddove i pertinenti regolamenti o decisioni della BCE impongano in capo a soggetti vigilati meno significativi obblighi nei confronti della BCE.".

[8] L'art. 1, comma 1, l. n. 689/1981, stabilisce che "(n)*essuno può essere assoggettato a sanzioni amministrative se non in forza di una legge che sia entrata in vigore prima della commissione della violazione* ". Il comma 2 della medesima disposizione prevede, altresì, che "(l)*e leggi che prevedono sanzioni amministrative si applicano soltanto nei casi e per i tempi in esse considerati* ".

Il tema relativo alla natura "penale" dei provvedimenti sanzionatori è stato oggetto, recentemente, di grande attenzione in ambito domestico.

In materia sanzionatoria e sulla violazione di una serie di principi, da ultimo, è intervenuta la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo del 4 marzo 2014 - Ricorso n. 18640/10 - Grande Stevens e altri c. Italia, la quale, a proposito di una procedura sanzionatoria incardinata presso la Consob, ha stigmatizzato talune "mancanze strutturali del procedimento amministrativo e del procedimento giudiziario di applicazione e di controllo delle sanzioni amministrative (...)" rilevando, in detto procedimento sanzionatorio amministrativo, la violazione dell'art. 6 della CEDU, sotto vari profili [la mancanza di equità nel procedimento (attesa la mancanza di parità delle armi tra accusa e difesa ed il mancato svolgimento di una udienza pubblica che permettesse un confronto reale); la mancanza di indipendenza e di imparzialità dell'Organo decidente (posta la coincidenza tra funzioni di indagine e di giudizio in seno alla stessa istituzione); la impossibilità di avere accesso ad un tribunale con piena giurisdizione; del principio del ne bis in idem (avendo l'ordinamento escluso dal campo di applicazione di tale principio tutti gli illeciti e le procedure che non sono qualificati come "penali").

Di tali principi è stata fatta da ultimo applicazione, nell'ambito di una procedura Consob, dal Consiglio di Stato, il quale, con ordinanza del 30.9.2014/ 2.10.2014 emanata sul ricorso di registro generale 756 del 2014, riconosce la illegittimità del "Regolamento sanzionatorio Consob - ritenuto violativo dell'art. 6 CEDU sotto vari profili, quali, tra gli altri, la mancanza del contraddittorio e la mancata pubblicità del procedimento - e che sussiste il dovere di adeguarsi alle sentenze CEDU (tra varie, si veda Corte Costituzionale n. 113 del 7 aprile 2011) e, per l'effetto, sancisce "l'obbligo della Consob di adeguare il proprio regola-

mento sanzionatorio per le sanzioni "penali" alla sentenza CEDU su menzionata" (sentenza del marzo 2014 - Ricorso n. 1860/10).

Ed infatti, a mente della richiamata sentenza, "(l)a Corte rammenta la sua consolidata giurisprudenza ai sensi della quale, al fine di stabilire la sussistenza di una «accusa in materia penale», occorre tener presente tre criteri: la qualificazione giuridica della misura in causa nel diritto nazionale, la natura stessa di quest'ultima, e la natura e il grado di severità della «sanzione» (Engel e altri c. Paesi Bassi, 8 giugno 1976, § 82, serie A n. 22). Questi criteri sono peraltro alternativi e non cumulativi (...)".

Se il primo dei tre criteri, con riguardo alle sanzioni amministrative pecuniarie della BCE, può essere risolto in senso negativo (stante il nomen attribuito dalla disposizione), a diversa conclusione si deve giungere con riguardo agli altri criteri individuati dalla CEDU.

Ed infatti, "la Corte è del parere che le sanzioni pecuniarie inflitte mirassero essenzialmente a punire per impedire la recidiva. Erano dunque basate su norme che perseguivano uno scopo preventivo, ovvero dissuadere gli interessati dal ricominciare, e repressivo, in quanto sanzionavano una irregolarità (...). Dunque, non si prefiggevano unicamente (...) di riparare un danno di natura finanziaria.". Si ritrovano i criteri già supra richiamati in materia di distinzione fra sanzioni amministrative e misure amministrative, applicati qui alla distinzione fra sanzioni amministrative "pure" e sanzioni amministrative "penali".

Da ultimo, "(p)er quanto riguarda la natura e la severità della sanzione «che può essere inflitta» (...) la Corte conviene (...) che le sanzioni pecuniarie in questione non potessero essere sostituite da una pena privativa della libertà in caso di mancato pagamento (si veda, a contrario, Anghel c. Romania, n. 28183/03, § 52, 4 ottobre 2007). Tuttavia (...) alla luce di quanto è stato esposto e tenuto conto dell'importo elevato delle sanzioni pecuniarie inflitte e di quelle

di cui erano passibili i ricorrenti, la Corte ritiene che le sanzioni in causa rientrino, per la loro severità, nell'ambito della materia penale.".

La natura "penale" delle sanzioni amministrative irrogate comporta, alla luce della richiamata giurisprudenza CEDU, l'obbligo di rispetto dell'art. 6 della "Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali": "(o)gni persona ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un tribunale indipendente e imparziale, costituito per legge, il quale sia chiamato a pronunciarsi sulle controversie sui suoi diritti e doveri di carattere civile o sulla fondatezza di ogni accusa penale formulata nei suoi confronti. La sentenza deve essere resa pubblicamente, ma l'accesso alla sala d'udienza può essere vietato alla stampa e al pubblico durante tutto o parte del processo nell'interesse della morale, dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale in una società democratica, quando lo esigono gli interessi dei minori o la protezione della vita privata delle parti in causa, o, nella misura giudicata strettamente necessaria dal tribunale, quando in circostanze speciali la pubblicità possa portare pregiudizio agli interessi della giustizia.".

Peraltro, la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU) ritiene che violazione dell'art. 6 sia esclusa quando la decisione sanzionatoria sia impugnabile avanti a un tribunale che assicuri tutte le garanzie previste dall'art. 6 CEDU e cioè (i) abbia il potere di riformare in qualsiasi punto, in fatto come in diritto, la decisione impugnata (ii) ed eserciti i suoi poteri giurisdizionali in udienza pubblica (cfr. punti 138 e ss. e 153).

Nel caso di specie, come meglio si vedrà successivamente, si ritiene che l'impugnazione dinanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea non soddisfi pienamente i requisiti qui indicati, lasciando aperte le possibilità di possibili censure da parte della CEDU.

4. Avuto riguardo alle regole procedurali in materia sanzionatoria, il Regolamento (UE) n. 468/2014 della BCE del 16 aprile 2014 che "istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate (Regolamento quadro sull'MVU)" è la fonte normativa di riferimento.

In particolare, la Parte X del richiamato Regolamento disciplina le "Sanzioni amministrative" e stabilisce che "1. Ai fini delle procedure previste all'articolo 18, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU, si applicano le norme procedurali contenute nel presente regolamento, conformemente all'articolo 18, paragrafo 4, del regolamento sull'MVU.

2. Ai fini delle procedure previste all'articolo 18, paragrafo 7, del regolamento sull'MVU, le norme procedurali contenute nel presente regolamento integrano quelle di cui al Regolamento (CE) n. 2532/98 e si applicano in conformità agli articoli 25 e 26 del regolamento sull'MVU" (art. 121).

Il Titolo II della Parte X è deputato a disciplinare le "norme procedurali per l'irrogazione di sanzioni amministrative diverse dalle penalità di mora nei confronti di soggetti vigilati negli Stati membri dell'area dell'euro", vale a dire le sanzioni previste dall'art. 18.1 del Regolamento n. 1024/2013 ed è asseritamente improntato ai principi indicati nel "Considerando" n. 6 del Regolamento n. 468/2014: "(a)l fine di tenere conto dei recenti sviluppi della normativa dell'Unione nel campo delle sanzioni e della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo relativa al principio di separazione tra la fase di indagine e la fase decisionale, la BCE istituirà un'unità d'indagine indipendente, incaricata di indagare in modo autonomo sulla violazione delle norme e delle decisioni in materia di vigilanza".

In particolare, il ruolo inquirente è assegnato ad una "unità di indagine", così composta: "(l)a BCE costituisce un'unità di indagine interna indipendente (di seguito la «unità di indagine») composta da funzionari inquirenti designati dalla BCE. (...) 3. I funzionari incaricati delle indagini assolvono le loro funzioni di indagine in modo indipendente rispetto al Consiglio di vigilanza e al Consiglio direttivo e non partecipano alle deliberazioni del Consiglio di vigilanza e del Consiglio direttivo" (cfr. art. 123).

La BCE può deferire una indagine nel caso in cui "nell'espletamento dei propri compiti ai sensi del regolamento sull'MVU, ritiene che vi siano ragioni per sospettare che:

a) un soggetto vigilato significativo avente la propria sede principale in uno Stato membro dell'area dell'euro stia commettendo o abbia commesso una o più violazioni del pertinente diritto dell'Unione direttamente applicabile, come previsto dall'articolo 18, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU;

b) un soggetto vigilato avente la propria sede principale in uno Stato membro dell'area dell'euro stia commettendo o abbia commesso una o più violazioni di un regolamento o di una decisione della BCE, come previsto dall'articolo 18, paragrafo 7, del regolamento sull'MVU (...)" (cfr. art. 124).

Peraltro, permane l'impostazione non orale della procedura: "(u)na volta completata l'indagine e prima di predisporre e inoltrare al Consiglio di vigilanza una proposta di progetto completo di decisione l'unità di indagine notifica per iscritto al soggetto vigilato interessato le risultanze dell'indagine svolta e gli addebiti contestati.

2. Nella notifica di cui al paragrafo 1, l'unità di indagine informa il soggetto vigilato interessato del suo diritto di presentare commenti per iscritto all'unità di indagine in merito agli accertamenti in fatto e agli addebiti ad esso contestati, comprese le singole disposizioni che si presumono violate, e fissa un

termine ragionevole per la ricezione di tali commenti. La BCE non è obbligata a tenere conto dei commenti per iscritto ricevuti oltre la scadenza del termine fissato dall'unità di indagine.

3. A seguito della notifica ai sensi del paragrafo 1, l'unità di indagine può altresì invitare il soggetto vigilato interessato a partecipare a un'audizione. Le parti sottoposte a indagine possono farsi rappresentare e/o assistere durante l'audizione da avvocati o altre persone qualificate. Le audizioni non sono pubbliche" (cfr. art. 126). Si noti anche che l'indagato non può richiedere autonomamente l'audizione.

Il progetto completo di decisione "adottato dal Consiglio di vigilanza e da proporre al Consiglio direttivo si fonda esclusivamente sui fatti e sugli addebiti in ordine ai quali il soggetto vigilato ha avuto la possibilità di presentare commenti" (cfr. art. 127).

I termini di prescrizione sono previsti dall'art. 130 del Regolamento UE n. 468/2014 ed in particolare è previsto un "termine di prescrizione di cinque anni, decorrenti dal giorno in cui la violazione è stata commessa. Nel caso di violazioni protratte o reiterate, il termine di prescrizione inizia a decorrere dalla data in cui la violazione cessa. (...)".

In materia di sanzioni irrogate dalle ANC su richiesta della BCE, ed aventi quali destinatari gli intermediari significativi, ai sensi dell'art. 134" 1. Un'ANC avvia un procedimento in riferimento a soggetti vigilati significativi esclusivamente su richiesta della BCE quando ciò è necessario al fine di assolvere i compiti attribuiti alla BCE ai sensi del regolamento sull'MVU, nell'ottica di intraprendere azioni volte a garantire che siano irrogate sanzioni adeguate in casi non rientranti nell'articolo 18, paragrafo 1, del regolamento sull'MVU. (...)

2. Un'ANC può domandare alla BCE di richiedere alla stessa ANC l'avvio di un procedimento nei casi di cui al paragrafo 1 (...)".

In materia di intermediari non significativi l'art. 135 impone alle ANC il solo obbligo di notificare periodicamente alla BCE tutte le sanzioni irrogate.

La BCE, nel "Considerando" n. 9 della propria "Raccomandazione per un Regolamento del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) N. 2532/98 sul potere della Banca centrale europea di irrogare sanzioni" chiarisce l'impostazione di base del sistema di "riesame" delle decisioni: "(l)'articolo 25, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 1024/2013 sancisce il principio di separazione, in base al quale i compiti attribuiti alla BCE dal Regolamento (UE) n. 1024/2013 sono assolti senza recare pregiudizio ai compiti di politica monetaria e a qualsiasi altro compito e separandoli da questi ultimi. Al fine di rafforzare tale principio di separazione è stato istituito, ai sensi dell'articolo 26, un Consiglio di vigilanza responsabile, tra l'altro, della preparazione di progetti di decisione per il Consiglio direttivo della BCE in materia di vigilanza. Inoltre, le decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE, alle condizioni stabilite dall'articolo 24, sono suscettibili di riesame da parte della Commissione amministrativa del riesame. Tenuto conto del principio di separazione e dell'istituzione del Consiglio di vigilanza e della Commissione amministrativa del riesame, dovrebbero applicarsi due procedure distinte: a) ove la BCE preveda l'irrogazione di sanzioni amministrative nell'esercizio dei propri compiti in materia di vigilanza, le decisioni in tal senso sono adottate dal Consiglio direttivo della BCE sulla base di un progetto di decisione completo elaborato dal Consiglio di vigilanza e soggetto a riesame da parte della Commissione amministrativa del riesame; e b) ove la BCE preveda l'irrogazione di sanzioni nell'esercizio di compiti diversi da quelli in materia di vigilanza, le decisioni in tal senso sono adottate dal Comitato esecutivo della BCE e soggette a riesame da parte del Consiglio direttivo della BCE."

A mente del richiamato articolo 24, del Regolamento n.1024/2013, "(l)a BCE istituisce una commissione amministrativa del riesame incaricata di proce-

dere al riesame amministrativo interno delle decisioni adottate dalla BCE nell'esercizio dei poteri attribuibile dal presente regolamento dopo che è stata presentata una richiesta di riesame conformemente al paragrafo 5. La portata del riesame amministrativo interno riguarda la conformità procedurale e sostanziale di siffatte decisioni con il presente regolamento. (...)

7. Dopo essersi pronunciata sull'ammissibilità del riesame, la commissione amministrativa del riesame esprime un parere entro un termine adeguato all'urgenza della questione e non oltre due mesi dalla ricezione della richiesta, e rinvia il caso al consiglio di vigilanza affinché prepari un nuovo progetto di decisione. Il consiglio di vigilanza tiene conto del parere della commissione amministrativa del riesame e presenta senza indugio al consiglio direttivo un nuovo progetto di decisione. Il nuovo progetto di decisione abroga la decisione iniziale, la sostituisce con una decisione di contenuto identico oppure la sostituisce con una decisione modificata".

Trattasi di una figura di ricorso "amministrativo" di particolare interesse, la quale ha come effetti tipici del ricorso amministrativo (nel caso di specie abrogazione/annullamento, la revisione/sostituzione) per mezzo dell'intervento di un organo terzo ed indipendente con il compito di fornire pareri non vincolanti.[9]

[9] Va evidenziata la differenza con altri organi con ruoli comparabili. Ad esempio la "Commissione di ricorso" (organismo comune ad EBA, ESMA ed EIOPA):
"*4. Se il ricorso è ammissibile, la commissione di ricorso ne esamina il merito. Invita le parti del procedimento di ricorso a presentare, entro un termine determinato, le osservazioni sulle proprie notificazioni o sulle comunicazioni provenienti dalle altre parti del procedimento di ricorso. Le parti del procedimento di ricorso possono presentare osservazioni orali. 5. La commissione di ricorso può confermare la decisione presa dall'organo competente dell'Autorità o rinviare il caso a tale organo. Quest'ultimo è vincolato dalla decisione della commissione di ricorso e adotta una decisione modificata sul caso in questione.*" (cfr. art. 60 del Regolamento n. 1093/2010 che istituisce l'EBA).

In campo giurisdizionale, ed in assenza di una specifica attribuzione di competenza[10] alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea (di seguito, anche "CGUE"), è da ritenersi che vadano ad applicarsi i principi generali contenuti nei Trattati.

Il principio generale sulla competenza della CGUE è espresso dall'art. 263 del TFUE, ai sensi del quale "(l)a Corte di giustizia dell'Unione europea esercita un controllo di legittimità sugli atti legislativi, sugli atti del Consiglio, della Commissione e della Banca centrale europea che non siano raccomandazioni o pareri, nonché sugli atti del Parlamento europeo e del Consiglio europeo destinati a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi. Esercita inoltre un controllo di legittimità sugli atti degli organi o organismi dell'Unione destinati a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi (...)".

Alla CGUE è riconosciuto il potere di pronunciarsi sul merito solo nelle ipotesi previste dall'art. 261 del TFUE: "(i) regolamenti adottati congiuntamente dal Parlamento europeo e dal Consiglio e dal Consiglio in virtù delle disposizioni dei trattati possono attribuire alla Corte di giustizia dell'Unione europea una competenza giurisdizionale anche di merito per quanto riguarda le sanzioni previste nei regolamenti stessi.".

Nel caso di specie, i Regolamenti in esame (n. 1024/2013 e n. 468/2014) non attribuiscono alla Corte di Giustizia detto potere, con ciò conducendo a due distinte conclusioni.

La prima è che non sussista, allo stato, giurisdizione di merito da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

---

[10] In realtà un riferimento, ancorché indiretto è contenuto nell'art. 130, comma 4, del Regolamento UE n. 468/2014, secondo cui "*4. Il termine di prescrizione per l'irrogazione di sanzioni amministrative è sospeso per ogni periodo durante il quale la decisione finale del Consiglio direttivo della BCE è soggetta a un procedimento di riesame dinanzi la Commissione amministrativa del riesame o a impugnazione dinanzi alla Corte di giustizia.*".

La seconda è che, laddove non si riconoscesse il potere di giudicare nel merito alla Corte di Giustizia e si riconoscesse viceversa la natura penale delle sanzioni amministrative pecuniarie verrebbe meno uno dei presidi essenziali delineati dall'art. 6 della CEDU.

5. Alla luce della, fin qui condotta, articolata ricostruzione normativa, sembra potersi affermare quanto segue.

Il quadro di riferimento normativo è in continua evoluzione e necessiterà di ovvie procedure di aggiustamento.

Utilizzando un concetto proprio del diritto pubblico e costituzionale siamo in attesa che si passi da un framework "formale" ad un framework "materiale", framework, quest'ultimo, che abbisognerà di un lungo periodo ancora per definirsi nei suoi tratti essenziali.

Peraltro, simili considerazioni sono state già enunciate con riguardo alla ripartizione dei poteri di vigilanza fra BCE ed ANC.

A parere di chi scrive una problematica ancora maggiore è insita nell'esercizio dei poteri sanzionatori, perché per un verso rappresentano il volto "coercitivo" della Autorità e per questo necessita di chiarezza applicativa; per altro verso essi impattano, anche pesantemente, sui soggetti vigilati, i quali hanno diritto a tutele e procedure ben definite e complete.

Ferma restando la chiave dubitativa, si può comunque ritenere che alla BCE siano assegnati pieni poteri sanzionatori (e di adozione delle misure amministrative) su tutti i soggetti direttamente vigilati da essa, mentre le siano attribuiti poteri sanzionatori (e di adozione delle misure amministrative) nei confronti degli altri soggetti nei limiti in cui essi sono vigilati dalla BCE.

Inoltre nessuna sanzione può essere irrogata dalla BCE a persone fisiche se non attraverso le ANC.

Le sanzioni stesse, per capacità afflittiva, possono essere ritenute "penali" e come tali abbisognano di specifici presidi individuati dall'art. 6 della "Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali".

Fra di esse è ricompresa la possibilità che la sanzione venga valutata nel merito da un Tribunale indipendente e imparziale, previsione che, allo stato, sembra non trovare aggancio normativo, stante che sia la Commissione di Riesame, sia la Corte di Giustizia dell'Unione Europea limitano il proprio operato (solo consultivo nel primo caso), alla legittimità dell'atto.

Ruggero Barbini

Legal Practitioner presso Studio Legale Prof. Avv. Marcello Condemi
specializzato in Corporate & Finance

IL PERCORSO CHE HA CONDOTTO AL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM*.

(The route to the SSM)

ABSTRACT: *Under the pressure of the evolving financial crisis, the establishment of the Banking Union represents a crucial step to overcome the financial fragmentation towards a more integrated Europe. This paper briefly analyses the path that led to the establishment of the Single Supervisory Mechanism (SSM) – the first key building block of the Banking Union – highlighting how gaps and weaknesses of the past supervisory frameworks are addressed by the new regulation.*

SOMMARIO: 1. La frammentazione del sistema finanziario europeo. - 2. Dal Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria... - 3. *Segue*: ...al Rapporto Van Rompuy. - 4. L'Unione Bancaria Europea: il Regolamento UE n. 1024/2013. - 5. Conclusioni.

1. L'erompere della crisi ha messo a nudo tutti i limiti e le criticità che da tempo sedimentavano nel processo di integrazione europeo[1]. Ne è emersa l'inadeguatezza di un programma di armonizzazione – frutto di interventi fino a quel momento assai frammentari, talora disomogenei e scarsamente incisivi – incapace di intraprendere un sentiero di comune convergenza tra i Paesi dell'Unione. Invero, gli eventi di financial turmoil hanno agito da catalizzatore

---

* Contributo approvato dai revisori.

[1] Sull'incompiutezza della costruzione dell'Unione monetaria e le sue fragilità emerse nel corso della crisi cfr., tra gli altri, CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013; CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009; CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi e opportunità*, Torino, 2012; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009; PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta. Conversazione con Beda Romano sul Grande Crollo della finanza*, Bologna, 2009.

nell'accentuare le già profonde diversità strutturali che connotavano il tessuto giuridico-economico degli Stati membri, finendo addirittura nell'estate del 2012 col minacciare l'irreversibilità della moneta unica.

Nel settore dell'industria del credito il fenomeno in parola ha portato alla deflagrazione delle contraddizioni che il processo di integrazione finanziaria recava in sé: in particolare, il modello della vigilanza nazionale armonizzata, introdotto a partire dalla direttiva n. 89/646/CEE del 15 dicembre 1989[2] per favorire la libera circolazione dei capitali e la concorrenza nel mercato europeo, pur avendo dato buona prova di sé nella fase iniziale, avvicinando sistemi bancari e ordinamenti giuridici molto distanti[3], si è dimostrato nel tempo inadatto nel garantire una piena convergenza verso un modello omogeneo di vigilanza[4]. Rilevano in tal senso i risultati delle analisi condotte dapprima dal Gruppo de Larosieré[5] e più recentemente dal Gruppo Liikanen[6], i quali a suo tempo avevano evidenziato come a livello europeo permanessero vistose eterogeneità tra gli ordinamenti nazionali, e ciò non tanto in materia di norme primarie, quanto piuttosto in punto di interpretazione delle regole, approcci, prassi di vigilanza e di regimi sanzionatori[7]. Le divergenze de

---

[2] In *GUCE* il 30 dicembre 1989, n. L 386. In relazione al suo recepimento nell'ordinamento italiano e con particolare riferimento al tema dell'armonizzazione minima che ha avviato il processo di integrazione bancaria tra gli Stati Membri, cfr. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, I, Padova, 2010, p. 127 ss.; ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, p. 19 ss.; GIORGIANNI - TARDIVO, *Diritto Bancario. Banche contratti e titoli bancari*, Milano, 2006, p. 45 ss., nonché, ID., *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano, 2012, p. 39 ss.

[3] Cfr. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Banca d'Italia -Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, Roma, 2013, n. 73, p. 7.

[4] Relativamente alla necessità di un superamento del modello della vigilanza nazionale armonizzata, cfr. VISCO, *Il completamento dell'Unione bancaria e il finanziamento dell'economia reale*, *Conferenza interparlamentare di cui all'articolo 13 del Fiscal Compact*, Roma, 30 Settembre 2014, p. 5; SANTORO, *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, I, Milano, 2012, p. 3 ss.

[5] Cfr. Rapporto de Larosière, Bruxelles, 25 Febbraio 2009, disponibile su *ec.europa.eu*.

[6] Cfr. Rapporto Liikanen, Bruxelles, 2 Ottobre 2012, disponibile su *ec.europa.eu*.

[7] Cfr. CIRAOLO, *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari. Dal meto-*

quo scaturiscono dal mantenimento, consentito in sede di recepimento dei principi generali fissati dagli atti legislativi comunitari, delle specificità nazionali[8] proprie di ciascuno Stato membro, laddove poi «Not only the text of the directive itself gives rise to sometimes considerable differences in formulation, the more so as 22 languages are used […] Moreover in the transposition into national law, quite a number of differences are introduced, some made necessary to the overall legal system, others due to more fortuitous factors. […] As a consequence, harmonisation as conceived at the EU level reveals relatively important differences of outcomes. […] (So) It will not astonish that the system as described results in substantial differences when one compares the actual supervisory practices: each national supervisor has its own methods, traditions, formulas, you name it, leading to often quite substantial differences in terms of outcomes»[9]. Per tali ragioni, la ratio armonizzatrice che aveva ispirato gli interventi legislativi assunti a monte, ovvero al livello istituzionale apicale, sul piano delle concretezze non si è estrin-

do Lamfalussy alla rifrma della vigilanza finanziaria europea, in *Il diritto dell'economia*, n. 2, 2011, p. 418. Dello stesso avviso SIGNORINI nel corso dell'intervento su *L'armonizzazione europea della regolamentazione bancaria: Autorità bancaria europea e autorità di vigilanza*, in occasione del ciclo di incontri *Verso l'Unione Bancaria Europea*, il 27 Marzo 2014, presso l'Università Cattolica di Milano, dove evidenziava come «*Nonostante la progressiva armonizzazione regolamentare europea, fino a oggi l'eterogeneità nelle prassi di vigilanza è stata significativa. Esse differivano nella maggiore o minore intrusività dei controlli […], nel ruolo affidato alle ispezioni in situ, nell'intensità dell'uso di dati e modelli quantitativi, come punto di partenza e di riferimento per le valutazioni prudenziali*».

[8] Cfr. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, I, pp. 53-54. Sul tema del mantenimento delle specificità nazionali a seguito del recepimento negli Stati membri dei provvedimenti normativi comunitari emanati anteriormente alla crisi, cfr. CAPRIGLIONE – TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile riconquista di una dimensione europea*, Torino, 2014, p. 54, nonché Andrea Enria nel corso dell'audizione al Senato della Repubblica del 3 marzo 2015, *Il sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea*, laddove ha evidenziato come l'«*approccio basato sulla negoziazione di spazi di discrezionalità nazionali a protezione di operatori e pratiche locali, può dare un beneficio di breve termine all'industria bancaria di un paese, ma (nel lungo) […] impedisce di ottenere i benefici dell'integrazione finanziaria in termini di occupazione e crescita*».

[9] Cfr. WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP n. 7, 2012, p. 3.

secata a valle, all'interno delle diverse realtà degli stati membri, in un adeguato grado di omogeneizzazione tra i provvedimenti di recepimento: ne emerge dunque un quadro dove la frammentazione della vigilanza bancaria europea si connota alla stregua di un mosaico di diverse pratiche nazionali[10], certamente derivanti da una matrice sovraordinata comune, ma ben lontane dal riflettere le esigenze di un mercato integrato ed interconnesso.

Sicché, se da un lato la libera circolazione dei capitali e l'adozione della moneta unica hanno costituito una driving force in grado di accelerare progressivamente l'integrazione dei mercati finanziari[11] e di favorire l'espansione transfrontaliera dell'attività bancaria, dall'altro l'attività di vigilanza anziché adeguarsi di pari passo al mutato contesto sovranazionale[12] – attraverso il superamento della contraddizione tra la presenza di grandi in-

---

[10] Cfr. WYMEERSCH, *The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, National Bank of Belgium, WP n. 255, 2014, p. 8.
[11] Cfr. MANCINI, *op. cit.*, p. 7.
[12] Per vero, è bene rammentare come le criticità insite nel processo d'integrazione finanziaria europeo fossero ben note al Comitato Delors, al punto che, già a partire dalle prime versioni di quello che poi nel 1992 sarebbe diventato il Trattato di Maastricht, la funzione di vigilanza sulle banche dell'Unione veniva ricompresa tra i compiti assegnati alla BCE. Invero, all'epoca a seguito di vibranti discussioni, prevalse la linea tedesca e dunque la perpetuazione del c.d. "Modello Bundesbank", in base al quale, al fine di non compromettere l'indipendenza della Banca Centrale era opportuno scindere la vigilanza bancaria dalla conduzione della politica monetaria; venne prevista comunque la possibilità, sancita dall'art. 127.6 del TFUE, di affidare, mediante una particolare procedura, specifici compiti in materia di vigilanza alla BCE (se ne parlerà diffusamente nel parag. 2.3). Peraltro, la questione venne affrontata pure da Tommaso Padoa-Schioppa nel 1999, quando fresco di nomina nel primo Comitato esecutivo della BCE dopo l'esperienza da segretario nel Comitato Delors, in una conferenza datata 24 febbraio tenuta alla London School of Economics, nel corso del suo intervento "*EMU and banking supervision*", sostenne con brillante lungimiranza che in un contesto caratterizzato dalla nascita di un'Unione monetaria, dalla rapida integrazione dei mercati finanziari e dal moltiplicarsi di banche transnazionali, si rendeva necessaria una vigilanza unica per l'Eurozona, ciò non solo perché essenziale in un'area con una sola valuta, ma anche perché sarebbe stata un modo per depoliticizzare la sorveglianza a livello nazionale. Una decina d'anni dopo, in un lungo libro-conversazione - *La veduta corta. Conversazione con Beda Romano sul Grande Crollo della finanza*, Bologna, 2009 - Padoa-Schioppa rivelò che in sede di negoziati, nonostante avesse ricevuto l'appoggio dell'allora Presidente della BCE, Willem Frederik Duisenberg, furono i governatori nazionali ad opporsi, invisi «a quello che appariva loro come un trasferire a Francoforte uno dei pochi poteri che erano loro rimasti dopo la nascita dell'euro».

termediari in mercati transnazionali e un sistema di supervisione a responsabilità nazionale[13] – ha perpetuato – talora amplificandone le conseguenze – il mantenimento delle già sostanziali disomogeneità tra ordinamenti, determinando un pericoloso disallineamento tra vigilati e vigilanti[14]: i primi, man mano che assumevano una dimensione operativa cross border, travalicano gli effettivi poteri di vigilanza assegnati ai secondi, relegati perlopiù alla sfera di competenza nazionale[15].

L'eterogeneità delle regole vigenti, unitamente alle difformi prassi di vigilanza tra Stati membri[16], ha quindi costituito l'humus ideale per l' inne-

---

[13] Cfr. BARBAGALLO, *L'Unione Bancaria Europea*, nel corso dell'intervento in occasione della Tavola Rotonda *Verso l'Europa Unita - Gli obiettivi raggiunti, gli ostacoli da superare, le nuove sfide*, Roma, 6 Maggio 2014.

[14] Sugli ostacoli che differenti approcci di vigilanza pongono nella supervisione dei gruppi transfrontalieri, cfr. FERRARINI - CHIARELLA, *Common Banking Supervision in the Eurozone: Strengths and Weaknesses*, in *EGCI Law Working Paper* n. 223/2013, pp. 6-10, disponibile su *papers.ssrn.com.*

[15] Si vuole evidenziare come neppure l'azione dei collegi dei supervisori, che, quantomeno sul piano teorico, avrebbe dovuto incrementare la cooperazione fra le autorità e facilitare di talché la conduzione dell'attività di vigilanza sui gruppi *cross-border*, si è rivelata alla prova dei fatti poco efficace nel favorire quel coordinamento sancito dagli artt. 69 tub e 4 tuf. Istituiti con la direttiva 2009/111/CE, i collegi costituivano l'unico mezzo – oltre alla cooperazione bilaterale – per condurre la vigilanza su base transnazionale. Sulle condizioni che avrebbero potuto garantire un'azione efficace da parte dei collegi dei supervisori, cfr. ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, 2009, n. 10, pp. 24-25; SACCOMANNI, *Audizione alla Commissione VI della Camera dei Deputati (Finanze) nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione Europea sulla vigilanza finanziaria europea*, Roma, 15 settembre 2009, pp. 13-14 e 17, disponibile su *www. bancaditalia.it.*

[16] Appena un anno fa, BARBAGALLO, in occasione del Convegno del 26 febbraio presso la LUISS Guido Carli intitolato *Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici*, nel suo intervento *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, sottolineava come «Allo stato attuale c'è una notevole eterogeneità nelle procedure di supervisione applicate dalle autorità di vigilanza nazionali nel processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) e nei sistemi di *Risk assessment* (RAS): a sistemi c.d. *light touch* – basati su modelli di valutazione dei rischi sostanzialmente *judgmental* – si contrappongono approcci c.d. intrusivi, che poggiano su schemi di valutazione fondati su un adeguato bilanciamento di informazioni quantitative e qualitative. Queste differenze rendono difficilmente comparabili le valutazioni degli intermediari effettuate nelle varie giurisdizioni». Ben si comprende dunque la necessità che ha spinto la BCE ad individuare un denominatore comune per tutte le banche dell'Eurozona – nella fattispecie il *comprehensive assessment* – in modo da rendere le stesse tra loro confrontabili sulla base di un parametro oggettivo, prima di assumere i compiti di vigilanza stabiliti dal Reg.

starsi di fenomeni distorsivi della concorrenza e di regulatory arbitrage: l'utilizzo opportunistico della leva regolamentare in chiave competitiva per attrarre capitali in maniera poco trasparente offrendo accomodanti (rectius: più vantaggiose) condizioni fiscali, normative e regolamentari è divenuto, durante la crisi, una prerogativa per modelli di supervisione caratterizzati da un approccio di tipo light touch.

Da qui, l'innesco di una perversa competition in supervision laxity tra gli ordinamenti, ripercussione paradossalmente antitetica ai principi a cui le direttive di armonizzazione sottendevano e foriera non soltanto di una maggiore frammentazione del mercato, ma anche una concreta diminutio del livello di tutela in capo ai risparmiatori[17].

Nel progetto di UEM la cooperazione tra autorità nazionali avrebbe dovuto sopperire alle carenze dell'armonizzazione minima nell'intento di ridurre gli spazi di una divergente applicazione delle disposizioni comunitarie mediante una convergenza tra le diversi prassi di vigilanza. I limiti intrinseci alla cooperazione – dovuti essenzialmente alla sua natura, volontaria e non obbligatoria, nonché all'eccessiva complessità delle sue modalità – sono emersi di fronte all'imperversare della crisi: all'epoca v'era ancora radicata la convinzione che mentre il mercato avrebbe dovuto essere europeo, l'intervento pubblico sarebbe stato destinato a rimanere un monopolio nazionale18, donde la necessità di promuovere la coordinazione delle autorità

1024/2013.

[17] Cfr. CIRAOLO, *op. ult. cit.*, p. 419.

[18] Nei suoi tratti essenziali, il progetto di UEM affida la conduzione della politica monetaria a un'istituzione di natura federale, la BCE, mentre la gestione di quella economica è stata demandata a istanze di tipo intergovernativo, dove, di fatto, non vengono elaborate politiche comuni, tuttalpiù si cerca di favorire un certo grado di coordinamento internazionale. Carlo Azeglio Campi seppe ben inquadrare la mancanza di una gestione parimenti accentrata delle politiche economiche già dal 1996 definendola una *zoppìa*, la quale, beninteso, non era considerabile alla stregua di un errore di progettazione, per via del quale la gamba economica era "venuta fuori" più corta e debole di quella monetaria. Sul punto infatti è bene specificare che all'epoca le Ban-

non tanto attraverso l'adozione di strumenti europei quanto piuttosto mediante l'agire di concerto di quelli nazionali. Sin dagli anni '90, dunque, si era lavorato alla stipula di Memoranda of Understanding[19], di modo che, in caso di crisi, le autorità nazionali sarebbero state in grado di muoversi in modo organico, quasi fossero una singola autorità; quando però gli intermediari evidenziarono i primi profili di problematicità, questi concordati furono rapidamente abbandonati[20] in favore di interventi di carattere meramente nazionale, ispirati da una logica "chacun pour soi": per dirla con le efficaci parole di Padoa Schioppa «(fu) un concerto senza spartito e senza direttore che emet-

che Centrali europee si schierarono nettamente a favore della creazione di una moneta unica, gestita da una banca centrale indipendente, ma l'esigenza di accompagnare il passaggio alla moneta unica con un rafforzamento delle politiche economiche e fiscali era stata chiaramente individuata sia nei lavori del Comitato Delors, sia nello stesso Trattato di Maastricht. La "zoppìa", quindi, non fu tanto il frutto di una decisione politica esplicita del Consiglio Europeo, quanto la risultante di diversi fattori – quali ad esempio, le preoccupazioni di carattere politico-istituzionale circa la possibile perdita di sovranità in delicati settori come la politica fiscale e di bilancio, ovvero ragioni connesse ai profondi cambiamenti nello scenario geopolitico europeo in grado di stravolgere la morfologia dell'Unione nell'ultimo trentennio – che agirono da freno allo sviluppo di una vera governance economica. Cfr. SACCOMANNI, *Verso una vera unione economica e monetaria?*, intervento nel corso del convegno *Gasparo Scaruffi e la moneta unica: dal Rinascimento all'Unione Europea*, Reggio Emilia, 10 Gennaio 2013. La necessità di promuovere misure condivise per fronteggiare la crisi ha reso l'esigenza di superare la *zoppìa* esistente fra la moneta unica gestita dalla BCE e un governo dell'economia lasciato ad una difficile cooperazione tra gli Stati una questione quantomai attuale. È lo stesso Mario Draghi, nell'invocare a gran voce la realizzazione delle riforme strutturali, a ribadire l'imprescindibilità di una «vera unione economica» nell'Area Euro: «*Until now, whether or not to carry out structural reforms has largely been a national prerogative. But in a union such as ours they are a clear common interest. Euro area countries depend on one another for growth. And, more fundamentally, if a lack of structural reforms leads to permanent divergence within the monetary union, this raises the specter of exit – from which all members ultimately suffer. In the euro area, stability and prosperity anywhere depend on countries thriving everywhere. So there is a strong case for sharing more sovereignty in this area – for building a genuine economic union. This means more than beefing up existing procedures. It means governing together: shifting from coordination to common decision-making, and from rules to institutions*». Cfr. DRAGHI, *Stability and Prosperity in Monetary Union*, in *Project Syndicate*, 2 Gennaio 2015, tradotto poi nell'articolo *Neue Ordnung für den Euro*, in *WirtschaftsWoche*, 2015, n. 5, p. 37.

[19] Cfr. SCHOENMAKER, *Governance of International Banking: The Finance Trilemma*, Oxford, 2013, p. 15; FERRARINI - CHIARELLA, *op. cit.*, p. 21.

[20] Generalmente, detti concordati, stipulati su base volontaria, specificavano negli ultimi articoli il loro carattere non vincolante, rendendo pertanto pressoché nulla la rilevanza degli accordi assunti.

teva cacofonie peggiori di quelle descritte da Federico Fellini nel famoso film Prova d'orchestra, in cui i musicisti si ribellano al direttore d'orchestra[21]».

Il fil rouge che ha contraddistinto l'adozione di detti interventi è ascrivibile al clima di scarsa coesione[22] e di sfiducia reciproca[23] che ha indotto gli Stati Membri e le autorità di vigilanza a privilegiare il perseguimento, quantomeno nel breve periodo, di interessi prettamente nazionali[24]. La mancanza di misure coordinate a livello europeo è stata però pagata a caro prezzo in termini di funzionamento del mercato unico: sovente, infatti, con l'intento di limitare i rischi connessi alla stabilità dei mercati interni, si è giunti a smembrare gruppi bancari transfrontalieri lungo linee nazionali per consentire alle autorità domestiche di gestire le situazioni più delicate con gli strumenti previsti dagli ordinamenti d'appartenenza[25]. Di conseguenza, l'attività bancaria

---

[21] Cfr. PADOA-SCHIOPPA, *Prova d'orchestra o governo europeo*, in *Corriere della Sera* del 14 marzo 2010, successivamente ripreso con integrazioni nell'articolo *Wir brauchen eine wirtschaftsregierung*, in *Handelsblatt* del 7 aprile 2010.

[22] In merito rileva la carenza di spirito solidaristico che connota l'atteggiamento di alcuni paesi nell'attuale contesto europeo, manifestatasi non da ultimo nella mancata piena condivisione dei rischi connessi al varo del *Quantitative Easing* da parte dalla BCE il 22 gennaio 2015. Sulla particolare posizione assunta dalla Germania nello scacchiere geopolitico comunitario, cfr., in particolare, CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, p. 181 ss.

[23] È lo stesso sentimento di «s*fiducia reciproca*» tra gli Stati Membri che Pier Carlo Padoan – e come lui, tanti altri – non lesina ad esternare nelle sue pubbliche uscite, quale ostacolo nell'intraprendere iniziative comuni contro la crisi. Si considerino ad esempio: *Più stabilità per colmare il deficit di fiducia in Europa. Uniti per una nuova governance politica ed economica* sul *Sole 24 Ore* del 28 dicembre 2014, lettera al quotidiano in cui il Ministro dell'Economia e delle Finanze sostiene che è alla sfiducia reciproca che bisogna imputare «*il restringimento dell'orizzonte temporale della governance comunitaria, che si traduce nella preferenza per politiche di breve termine e nella tentazione di affrontare problemi strutturali attraverso scorciatoie inefficaci quando non producenti. […] (Donde) le difficoltà nel fare progredire l'Unione verso una maggiore integrazione e verso un'uscita definitiva dalla crisi*»; od ancora, alle affermazioni rilasciate in occasione dell'Ecofin del 9 dicembre 2014 a Bruxelles, a cui si rinvia all'articolo *Padoan: rispetteremo il 3 per cento* pubblicato nel *Corriere della Sera* del 10 dicembre 2014.

[24] Cfr. BARBAGALLO, *L'Unione Bancaria Europea*, *ibidem*.

[25] In tal senso, il celebre adagio coniato dall'allora Governatore della Banca d'Inghilterra Mervyn King (2009), «*Global banks are global in life but national in death*», ben racchiudeva in una formula tanto semplice quanto suadente, una delle questioni più spinose poste dal processo di globalizzazione finanziaria, ovvero su chi dovessero gravare i costi dei fallimenti delle

transfrontaliera dei grandi gruppi globali ha registrato un tracollo dei flussi di credito cross-border[26], limitando di talché la funzione di redistribuzione degli eccessi di risparmio tra le varie giurisdizioni.

A ciò deve aggiungersi poi la riscontrata propensione delle autorità nazionali nel minimizzare le problematiche domestiche – vuoi attraverso l'adozione di approcci di supervisory forbearance, vuoi mediante la particolare tutela riservata ai national champions, talvolta declinatasi anche in fenomeni di regulatory capture[27] – nell'illusorio convincimento di difendere in tal modo i sistemi bancari nazionali, talora anche a scapito degli altri Stati membri[28]. Ecco dunque come l'atteggiamento volto a far prevalere gli interessi meramente nazionali[29] senza curarsi delle conseguenze che ciò avrebbe determinato a livello sistemico[30], forniva l'emblematica istantanea di un'Europa pervasa da un diffuso individualismo, dove l'assenza di uno spirito

---

banche ad operatività transnazionale. Negli ultimi anni la propensione delle autorità è stata quella di gestire gli effetti della crisi sulle *global banks* all'interno dei confini nazionali, ignorando di fatto le ricadute a livello transfrontaliero. Casi emblematici sono rappresentati dal salvataggio della Landsbanki (2008), che ha visto il governo britannico e olandese venir in soccorso dei propri depositanti dal momento che l'Icelandic Finacial Supervisory Authority si era limitata a garantire solamente quelli islandesi, e quello di Dexia (2008) ad opera, per le rispettive aree di competenza, di Belgio, Francia e Lussemburgo. Invero, è d'uopo rilevare come l'efficacia dell'affermazione di King venga ridimensionata di fronte ai casi registrati in Spagna, Cipro, Irlanda, Portogallo e Grecia, dove le banche regionali, o comunque ad operatività strettamente nazionale, si sono rivelate «*national in life but global (*o meglio, *european) in death*», essendo state salvate mediante risorse provenienti dal Fondo europeo per la stabilità finanziaria.

[26] Nel periodo che va dall'inizio del 2007 fino a metà 2012, le banche dell'Eurozona hanno ridotto i flussi di credito *cross-border* di circa 3,7 trilioni di euro, 2,8 dei quali relativi alla sola area euro. Cfr. MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *Financial globalization: Retreat or reset? (Full Report)*, Marzo 2013, p. 23 ss., disponibile sul sito *www.mckinsey.com*.

[27] Sul fatto che nell'ultimo decennio le autorità nazionali abbiano spesso assunto un ruolo da giocatori, più che da arbitri, nel manovrare le leve normative in favore dei *national champions*, cfr. l'intervista di Andrea Greco ad Andrea Enria, *Enria: «Niente stress test sulle banche nel 2015 – Bankitalia ha sbagliato»*, su *La Repubblica* del 3 marzo 2015.

[28] Cfr. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, p. 94; CIRAOLO, *Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni*, *op. cit.*, p. 12.

[29] Cfr. WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP, 2012-07, p. 4.

[30] Cfr. VISCO, *op. cit.*, sulla scarsa considerazione delle ricadute esterne di scelte nazionali.

di cooperazione e l'illusione di poter fronteggiare le insidie poste dalla crisi senza ricorrere a misure coordinate a livello sovranazionale tendeva a dilatare le distanze (non solo) geografiche tra gli Stati che ve ne fanno parte[31].

2. Il banco di prova offerto dalla crisi aveva decretato l'inadeguatezza del modello della vigilanza armonizzata e l'impellente necessità di un suo superamento. Per vero, erano anni che nel mondo della regolazione si dibatteva – con opinioni assai discordati – circa le opportunità di adottare un nuovo modello di vigilanza[32]. A fianco al progetto di puntare su un deciso rafforzamento delle funzioni e dei poteri spettanti alle Autorità nazionali dei paesi ospitanti nei confronti degli intermediari bancari insediati o operanti negli stessi[33], c'era quello, davvero ambizioso, di creare un'unica autorità mondiale per i settori bancario, finanziario e assicurativo[34]; ad essi si aggiungeva la proposta di adottare, sulla scorta del c.d. twin-peaks model[35], due autorità,

---

[31] Le divisioni in seno all'Unione si sono riverberate nella portata applicativa delle misure adottate, le quali, per un verso avrebbero potuto essere assai più incisive se non fossero state pregiudicate dalla spirale dei compromessi al ribasso necessari ad allargare la base del consenso, e, per l'altro, più efficaci se adottate con la tempestività che la situazione d'urgenza richiedeva. Nel corso della crisi, la mancanza di un'unione politica – al momento ancora veramente troppo lontana – ha privato la nave europea di quel timoniere che avrebbe potuto condurla fuori dal mare in tempesta. Nei momenti più critici, solamente le decisioni assunte dal Governatore della Banca Centrale volte garantire «*whatever it takes to preserve the euro*» hanno scongiurato il naufragio di un'imbarcazione che, al momento, risulta però incagliata nelle secche delle stagnazione economica e della deflazione. Con gli opportuni distinguo, fa specie osservare come al di là dell'Atlantico vi sia chi, forte di un timoniere che ha saputo mantenere saldamente la rotta durante la burrasca, ora viaggia a vele spiegate ad una velocità che nel terzo trimestre del 2014 ha toccato il +5% del PIL.

[32] Cfr., per tutti, ma senza pretesa di esaustività, WYMEERSCH, *The structure of financial supervision in Europe: about single financial supervisors, twin peaks and multiple financial supervisors*, Cambridge, in *European Business Organization Law Review*, 2007, Vol. 8, II, pp. 237-306.

[33] Cfr. FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The Turner Review. A regolatory response to the global banking crisis*, Londra, 2009, p. 100 ss.

[34] Cfr. MIRANDOLA, *Solving the global imbalances. A plan for a world financial authority*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 361, 2009.

[35] Cfr. TAYLOR, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century, Centre for the Study of Financial Innovation*, Londra, 1995.

una per i controlli di stabilità e l'altra per quelli di trasparenza; c'era infine l'idea di introdurne tre, ognuna con una competenza su uno specifico settore dell'intermediazione finanziaria. E fu proprio quest'ultima la soluzione adottata dal Gruppo di lavoro de Larosière (2009) che nel proporre un'analisi circostanziata della crisi, propugnava una serie di raccomandazioni volte a delineare la struttura di una nuova architettura di sistema per il settore finanziario europeo. In ossequio ai principi che avrebbero portato un paio d'anni più tardi Dirk Schoenamaker ad elaborare la teoria del c.d. "Finance Trilemma"[36], lo studio nella sua essenza prevedeva un rafforzamento della scelta federalista, pur in un contesto di regole armonizzate, ravvisando da un lato la necessità di assicurare maggiore uniformità alle norme regolamentari, attraverso la rimozione delle eccezioni e delle deroghe derivanti dai margini di libertà concessi nel tempo ai legislatori nazionali dalle direttive europee e da questi esercitate nel salvaguardare le specificità nazionali, dall'altro l'esigenza di accentrare a livello europeo alcuni compiti e poteri di vigilanza, mediante la creazione di nuove Autorità[37].

La Commissione, nel far proprie le indicazioni del Rapporto de Larosiére, ha dato vita al Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF)[38] affidan-

---

[36] Cfr. SCHOENAMAKER, *The Financial Trilemma*, in *Economic Letters*, 2011, n. 111, pp. 57-59. In base alla teoria del Financial Trilemma è impossibile raggiungere contemporanea- mente (o meglio, più di due alla volta) i tre obiettivi della stabilità finanziaria, dell'integrazione finanziaria e del mantenimento della sovranità nazionale. La rinuncia a quest'ultima in favore di una maggiore cessione di sovranità si configura quindi quale possibile risposta alla crisi finanziaria. Sul punto cfr. anche CŒURÉ, *International financial integration and fragmentation: Drivers and policy responses*, Conferenza organizzata dal Banco de España e dal Reinventing Bretton Woods Committee, a Madrid il 12 Marzo 2013.

[37] Cfr. MANCINI, *op. cit.*, p. 9.

[38] Cfr. Comunicazione della Commissione, *Vigilanza finanziaria europea*, COM(2011) 252 definitivo, del 27 maggio 2009. La struttura del SEVIF ricomprende: a) il Comitato europeo per il rischio sistemico; b) l'Autorità bancaria europea; c) l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; d) l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; e) il comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza; f) le autorità competenti o di vigilanza degli Stati membri.

dogli il compito di «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»[39]. La struttura del SEVIF si articola su due pilastri: il primo, con compiti di vigilanza macroprudenziale, è dato dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (ESRB)[40], presieduto dal presidente della BCE, ha la funzione di emettere segnalazioni precoci (c.d. early warnings) atti ad indicare i potenziali squilibri nel sistema finanziario suscettibili di aggravare il rischio sistemico al fine di calibrare eventuali interventi a livello europeo o nazionale volti a fronteggiarlo; il secondo è costituito da tre nuove autorità europee di vigilanza microprudenziale (European Supervisory Authorities, AEV o ESAs) [41], dotate di personalità giuridica di diritto comunitario e con il compito di armonizzare le regole e le prassi nazionali di vigilanza: sono l'EBA per il settore bancario, l'ESMA per quello finanziario e l'EIOPA per quello assicurativo e pensionistico[42].

---

[39] Cfr. Art. 2, co. 1, Regolamento (UE) n. 1093/2010.

[40] Istituito con il Regolamento (UE) del 24 novembre 2010, n.1092/2011.

[41] Si osservi come *ab origine* il processo di integrazione europea sia stato fondato non tanto sul modello dell'attribuzione ad autorità sovranazionali di poteri amministrativi in senso proprio quanto, piuttosto, su un'intensa attività normativa delle istituzioni europee volta ad armonizzare le regole all'interno degli stati membri, la quale al contempo lasciava però inalterate la strutture degli apparati amministrativi nazionali. In tal senso, l'istituzione delle ESAs segna quindi un notevole cambio di passo. Cfr. CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea*, nel corso della relazione svolta al convegno *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Modena, 26 ottobre 2012.

[42] In particolare, l'Autorità bancaria europea (EBA), con sede a Londra, è stata istituita con il Regolamento (UE) del 24 novembre 2010, n. 1093/2010; l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), con sede a Parigi, con il Regolamento (UE) del 24 novembre 2010, n. 1095/2010; l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), con sede a Francoforte, con il Regolamento (UE) del 24 novembre 2010, n. 1094/2010. Detti regolamenti, sostanzialmente identici, fanno assurgere al rango di vere e proprie *authorities* quegli organismi privi di personalità giuridica che costituivano i comitati di terzo livello previsti dalla procedura Lamfalussy, ovvero il CESR, il CEBS e il CEIOPS, istituiti rispettivamente dalle decisioni della Commissione 2001/527/CE, 2004/5/CE e 2004/6/CE.

3. Il risultato a cui si è pervenuti con la riforma che ha portato all'introduzione del SEVIF è stato il frutto di un compromesso fra le proposte di accentramento delle competenze di vigilanza sugli intermediari presso organi e autorità europee e quelle di mantenere dette competenze in capo alle autorità nazionali, ovviamente a patto di incrementare le forme di coordinamento fra le stesse[43].

La delineata soluzione si è tuttavia rivelata inadeguata nel salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Unione nel momento in cui i consistenti interventi nazionali finalizzati al salvataggio degli intermediari in difficoltà si sono riverberati sul merito di credito degli Stati membri, innescando un fenomeno di circolarità negativa bidirezionale tra finanza privata e finanza pubblica (c.d. duplice canale di contagio)[44]. Ciò decretava l'inizio della crisi dei debiti sovrani. Di lì a poco si sarebbe reso necessario procedere con misure nettamente più ambiziose, in grado di ripristinare la fiducia nei mercati spezzando in entrambe le direzioni – dalle banche al sovrano e dal sovrano alle banche – il circolo vizioso che stava portando al collasso la moneta unica[45].

---

[43] Cfr. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, I, p. 61.

[44] Sul *negative feedback loop* tra la solidità dei sistemi bancari nazionali e la stabilità dello Stato di insediamento, cfr., tra gli altri, CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi e opportunità*, Torino, 2012, p. 22; WYMEERSCH, *The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, National Bank of Belgium, WP n. 255, 2014, p. 4.

[45] Si osservi come nel corso della storia le crisi nel settore dell'industria del credito abbiano costituito un «motore incessante» nel processo di evoluzione della legislazione bancaria. Evidenze in tal senso si colgono sin dagli anni successivi all'Unità d'Italia, quando con la legge 10 agosto 1893, n. 449, di riordino degli istituti di emissione che portò all'istituzione della Banca d'Italia, si cercò di dare una risposta sul piano istituzionale allo scandalo della Banca Romana e alle diffuse crisi bancarie che si erano registrate nella penisola durante tutto l'anno precedente. Allo stesso modo, la legge bancaria del 1926 fa in qualche modo tesoro dell'esperienza dei dissesti del 1893-1894 e del 1907, mentre quella del 1936-1938 è considerabile quale reazione alla Grande depressione del 1929 che in Italia determinò il tracollo delle tre maggiori banche nazionali e il loro salvataggio da parte dello Stato ad opera del Regio decreto legge 12 marzo 1936, n. 375. Il particolare legame tra crisi ed evoluzione della disciplina in materia non è invece ravvisabile nell'opera di unificazione legislativa compiuta in materia dal d.lgs. 1° settembre 1993, n.

Nello specifico, la prima fase del contagio – ossia dalle banche al sovrano – ha visto gli ordinamenti nazionali far ricorso a ragguardevoli interventi di finanza pubblica al fine di evitare il default dei sistemi bancari46. I seri dubbi sulla sostenibilità del debito sovrano che venivano ingenerati dalla portata di tali misure – soprattutto per quegli Stati che già da tempo versavano in una situazione di squilibrio finanziario – hanno finito col penalizzare altresì le economie di paesi che, pur non soffrendo dei medesimi scompensi, hanno pagato la circostanza di condividere con gli stessi l'appartenenza all'Unione monetaria.

Il trasferimento del contagio dal sovrano alle banche che ha caratterizzato la seconda fase del circolo vizioso afferisce invece ai riflessi che gli enti

---

385, istitutivo del t.u.b., dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 istitutivo del t.u.f. e dal d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, istitutivo del c.a.p., nata su impulso del diritto dell'Unione, ma torna nella legge sulla tutela del risparmio del 2005 ritenuta per un verso la una risposta ai *default* di Cirio e Parmalat, mentre per l'altro, reazione al caso Antonveneta. Relativamente alla congiuntura economica che ha sconvolto i primi anni di questo secolo, si rileva come alla recente crisi dei mutui *subprime* nata negli Stati Uniti, abbia fatto seguito, in ambito europeo, l'istituzione del SEVIF, quanto invece a quella dei debiti sovrani, l'ambizioso progetto di un'*European Banking Union*. In argomento, cfr. GALANTI - D'AMBRIOSIO – GUCCIONE, *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa. Dall'Unità d'Italia al 2011*, Venezia, 2012; CIOCCA, *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino, 2007.

[46] In base ai dati forniti dall'Eurostat relativi al periodo 2007-2013 – tra l'altro ripresi anche dalla Banca d'Italia nel Comunicato Stampa del 26 ottobre 2014 per rivendicare lo stato di salute del sistema bancario italiano alla luce dei controversi risultati emersi dal Comprehensive Assessment – i sistemi bancari e finanziari dell'Unione hanno beneficiato di sussidi per un totale di 688,2 mld, di cui 517,9 concessi nei confronti dei Paesi dell'Eurozona. È la Germania con ben 247,465 mld lo stato che più di tutti ha fatto ricorso ad interventi di finanza pubblica (si pensi ai vari salvataggi dell'Ikb, di molte Landesbanken nonché alla ricapitalizzazione da 18 mld di Commerzbank ad opera della Soffin, il fondo salva-banche attivato a fine 2008 con una dotazione di 400 mld di euro di garanzie e 80 mld per la diretta ricapitalizzazione degli istituti); segue la Gran Bretagna a quota 163,585 mld, che ha nazionalizzato due colossi come Lloyds e la Royal Bank of Scotland, e la Spagna a quota 56, il cui sistema bancario, colpito dalla bolla immobiliare, ha dovuto ricorrere agli aiuti europei; stessa sorte, ma in un contesto ancor più problematico, è toccata all'Irlanda (48,467 mld) e alla Grecia (42 mld). Per individuare la posizione dell'Italia bisogna scendere fino alla penultima posizione di questa speciale classifica: l'intervento pubblico nel belpaese si è sostanziato nel varo dei Tremonti *bond*, sottoscritti dal Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Credito Valtellinese e Monte dei Paschi di Siena per un ammontare complessivo di 4,05 mld e dei Monti *bond*, emessi per 3,92 mld sempre per evitare il tracollo dell'istituto di Rocca Salimbeni; chiude la graduatoria la Francia, ferma a quota 2,654 mld. Dati Eurostat disponibili su *ec.europa.eu.*

creditizi, specie quelli con ingenti investimenti nei titoli di Stato[47] più colpiti dalle tensioni sui mercati finanziari, hanno subito a seguito della pericolosa espansione del debito pubblico: ai downgrade delle agenzie di rating ha fatto seguito un sensibile peggioramento delle condizioni di accesso ai mercati del capitale e della liquidità, da cui il fenomeno del credit crunch ed i suoi effetti sull'economia reale[48].

La crisi aveva dunque appalesato come in un mercato finanziario integrato gli squilibri di un paese si trasmettessero rapidamente alle economie degli altri. La scarsa cooperazione tra le autorità di vigilanza e le vistose difformità regolamentari tra gli ordinamenti impedivano di fermare l'espansione dei turbamenti nazionali su scala globale. Si rendeva pertanto imprescindibile una soluzione radicale, che avesse consentito di uscire dal

---

[47] È bene però specificare che il problema alla base del circolo vizioso tra banche e debiti sovrani non è l'eccessivo investimento in questa tipologia di titoli, ma l'eccessiva concentrazione sull'emittente nazionale. Sul punto rilevano le osservazioni di Nicolas Véron nel corso del suo intervento in occasione della *Conferenza interparlamentare di cui all'articolo 13 del Fiscal Compact*, tenutasi a Palazzo Montecitorio a Roma il 30 settembre 2014: «*The ECB as a supervisor is likely to gradually dismantle one of the key components of the bank-sovereign vicious circle, namely the large home bias in sovereign-debt portfolios held by banks, especially medium-sized and unlisted ones. It is not unusual that banks would hold the equivalent of more than half of their core regulatory capital in bonds issued by their home-country government […]. Unlike domestic national supervisors, the ECB can be expected to impose increasingly low exposure limits on such linkages and to encourage banks to diversify their sovereigndebt portfolios and reduce their home bias*»; in argomento, cfr. anche l'intervista ad Ignazio Angeloni, *La BCE avverte le banche "Basta intrecci con lo Stato, cautela sui titoli pubblici"*, su *La Repubblica* del 18 febbraio 2015 dove il membro del Supervisory Board della BCE auspica che gli enti creditizi «diversifichino in modo più equilibrato in titoli di diversi governi» al fine di ridurre il rischio di eccessiva concentrazione sull'emittente nazionale, aggiungendo inoltre che alla luce dei recenti accadimenti i *bonds* sovrani non possono più essere considerati «sinonimo di sicurezza totale» e pertanto «il regime prudenziale delle banche ne deve tenere conto», tematica peraltro non a caso recentemente inserita tra le priorità del programma di lavoro del Comitato di Basilea per il biennio 2015-2016,disponibile su *www.bis.org;* con particolare riferimento alla necessità di rivedere il regime prudenziale relativo ai titoli del debito sovrano cfr. l'intervento di DOMBRET, *Regulatory reform in Europe - mission accomplished?*, nel corso della conferenza annuale dell'Institute of International Bankers, Washington, 2 Marzo 2015.

[48] Cfr. BARBAGALLO, *L'Unione Bancaria Europea*, nel corso dell'intervento in occasione della Tavola Rotonda *Verso l'Europa Unita - Gli obiettivi raggiunti, gli ostacoli da superare, le nuove sfide*, Roma, 6 Maggio 2014.

vortice della prociclicità venutosi a creare, interrompendo hoc modo quel legame perverso tra crisi bancarie e crisi del debito sovrano che così pesantemente stava incidendo sulle finanze pubbliche dei singoli Stati, nonché di invertire il connesso processo di frammentazione dei mercati lungo confini nazionali[49]. Il momento era decisivo per il destino dell'Unione, o si stabiliva, quale obiettivo comune, di tutelare la stabilità complessiva dell'Eurozona portando la responsabilità di vigilanza e la rete di protezione a livello europeo, o si accettava una frammentazione dei mercati e un break-up dei gruppi transfrontalieri che avrebbe reso impossibile mantenere l'integrità della moneta unica[50].

Fu l'allora Presidente del Consiglio Europeo, Herman Van Rompuy, nel giugno 2012, a delineare nel rapporto "Towards a Genuine Economic and Monetary Union" [51] – redatto in stretta cooperazione con i Presidenti della Commissione, dell'Eurogruppo e della Banca Centrale Europea – i c.d. key building blocks che avrebbero portato ad un rafforzamento dell'Unione Economica e Monetaria. Nel particolare la relazione individuava quattro elementi costitutivi essenziali – un quadro finanziario integrato, un quadro di bilancio integrato, un quadro integrato di politica economica ed il potenziamento della legittimità e della responsabilità democratica – quali necessari al fine di mantenere un adeguato livello di competitività, coordinamento e con-

---

[49] Cfr. CIRAOLO, *op. ult. cit.*, p. 3; WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP, 2012-07, p. 2.

[50] Cfr. ENRIA, *Unione bancaria e mercato unico nell'UE*, nel corso della *Luigi Einaudi Lecture* presso l'Università di Torino il 16 ottobre 2014.

[51] Cfr. VAN ROMPUY, Relazione del presidente del Consiglio Europeo, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, EUCO 120/12, PRESSE 296, Bruxelles, 26 giugno 2012. Per una prima analisi cfr. SACCOMANNI, *Verso una vera Unione economica e monetaria?*, in *Mondo bancario*, 2013, vol. 54, n. 1, pp. 21-28. A seguito della pubblicazione della Relazione era seguita, nel mese di settembre, una prima proposta di regolamento per l'attribuzione alla BCE di compiti di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi ((2012) 511 final, 12 settembre 2012) a cui era stata acclusa una tabella di marcia delle azioni da intraprendere al fine di raggiungere tale obiettivo (COM (2012) 510 final).

vergenza all'interno dell'UEM, sì da garantirne la stabilità e una crescita sostenibile a lungo termine.

La Road Map[52], emessa successivamente al Rapporto allo scopo di profilare, cadenzandole, le misure da intraprendere per la realizzazione degli obiettivi stabiliti dallo stesso, prevedeva fra gli interventi indicati al primo stage (e quindi da compiersi entro la fine del 2013[53]), «l'istituzione di un efficace meccanismo di vigilanza unico per il settore bancario e l'entrata in vigore del regolamento e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRR/ CRDIV[54])», nonché, al punto successivo «un accordo sull'armonizzazione dei quadri nazionali per la risoluzione delle crisi bancarie e la garanzia dei depositi, con adeguato finanziamento da parte del settore finanziario», a cui andava affiancata «l'istituzione del quadro operativo per la ricapitalizzazione diretta delle banche attraverso il meccanismo europeo di stabilità (ESM)»: iniziava così a prender forma il quadro finanziario integrato che avrebbe condotto al progetto di un'Unione bancaria europea.

La nuova architettura del sistema finanziario europeo che andava delineandosi incardinava la sua ragion d'essere nella stretta complementarietà esistente fra la realizzazione di un sistema integrato di vigilanza europeo e l'introduzione di schemi comuni di risoluzione delle crisi bancarie e di garan-

---

[52] Cfr. VAN ROMPUY, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, relazione del presidente del Consiglio Europeo, Bruxelles, 5 dicembre 2012, di seguito per brevità "*Roadmap*".

[53] Per vero, contrariamente alle previsioni della *Roadmap*, l'entrata il vigore del SSM risale solo al 4 novembre 2014. I ritardi che ne hanno caratterizzato la costruzione sono ascrivibili alle resistenze che la realizzazione di detto progetto ha incontrato in sede politica. In particolare, v'erano radicati timori che la struttura della nascitura Unione bancaria avrebbe comportato un'eccessiva perdita di controllo sui sistemi bancari nazionali, financo un trasferimento in capo agli Stati più virtuosi – mediante peculiari formule di mutualizzazione – dei costi derivanti da eventuali interventi a sostegno dei sistemi finanziari dei Paesi economicamente più fragili. Per un'analisi più circostanziata, anche sulle proposte alla base del progetto, si rimanda al parag. 2.3.

[54] È il c.d. «pacchetto CRD IV» costituito dalla direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 (c.d. Capital Requirements Directive IV) e dal Regolamento (UE) n. 575/2013 del 26 giugno 2013 (c.d. Capital Requirements Regulation) che recepiscono gli accordi di Basilea 3.

zia dei depositi[55]. Tra le carenze strutturali messe in luce dalla crisi, rilevava come, a fronte di un'UEM sempre più integrata, le disposizioni europee per la salvaguardia della stabilità finanziaria continuassero ad essere basate su responsabilità nazionali. La necessità di superare tale dissidio – efficacemente racchiuso nella massima resa celebre nella dottrina di settore da Goodhart e Schoenmaker (2009), «he who pays the piper calls the tune»[56] – si è estrinsecata in tutta la sua ineludibile impellenza nel momento in cui la stabilità dell'Euro è stata esacerbata dalla perversa interazione tra le fragilità degli Stati e le vulnerabilità del settore bancario. Come già osservato, man mano che la massiccia mole di interventi nazionali preordinati al salvataggio degli intermediari in difficoltà si ripercuoteva sulla sostenibilità dei debiti sovrani e, in virtù degli stretti legami ingenerati dalla moneta unica, pure sulle economie degli altri Stati membri, nuovi e considerevoli costi sorgevano in capo ai taxpayers degli stessi[57]. In un siffatto contesto, né l'assoggettamento del sistema bancario alle regole uniformi o alle prassi di vigilanza convergenti che dovrebbero essere assicurate dal SEVIF e dal c.d. pacchetto CRD IV, né tantomeno lo stesso accentramento della vigilanza previsto dal quadro finanziario integrato del Rapporto, sarebbero di per sé soli sufficienti a superare tale criticità, ove la risoluzione delle eventuali future crisi, i salvataggi bancari e la tutela dei depositanti continuassero a competere alle singole istituzioni nazionali, facendo ricadere la copertura dei costi sulle finanze dei relativi Stati e

---

[55] Cfr. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia, n. 73, Roma, 2013, p. 18.

[56] Cfr. GOODHART - SCHOENMAKE, *Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises*, in *International Journal of Central Banking*, 2009, vol. 5, n. 1, p. 161.

[57] Sul punto non va sottaciuto il fatto che i salvataggi pubblici delle banche di maggiori dimensioni, ovvero le c.d. *too big to fail*, abbiano incentivato il *moral hazard*. In argomento, cfr. DRAGHI, *Addressing too-big-to-fail*, The EUROFI G20 High Level seminar 2011 - Newsletter, Parigi, 17-18 febbraio 2011, disponibile su *www.eurofi.net*; cfr. anche MASERA, *Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform*, in *PSL Quarterly Review*, 2011, vol. 64, n. 257, p. 105 ss.

innescando così nuovamente il circolo vizioso di cui si è già fatto menzione[58]. In altre parole, al fine di contrastare la frammentazione dei mercati, ripristinare la fiducia degli investitori e rompere il legame a doppio filo che lega il rischio bancario al rischio sovrano, si rendevano necessarie misure volte a sancire il definitivo superamento della logica in base alla quale l'integrazione europea nel settore finanziario dovrebbe sì comportare la condivisione fra gli Stati membri dei relativi benefici economici, ma non anche dei rischi e dei costi che ne derivano[59]: ciò sarebbe stato possibile solo mediante un'ulteriore cessione (rectius: condivisione) di sovranità nazionale, indispensabile per pervenire al raggiungimento di quell'«unità di regole e unità di controllo(re)[60]», quale presupposto per l'operatività di meccanismi comuni per la risoluzione delle banche in crisi e la garanzia dei depositanti. Solo l'applicazione di norme comuni, garantita in maniera quanto più oggettiva ed omogenea in tutto il territorio dell'Unione da soggetto o un meccanismo sovraordinato rispetto alle autorità nazionali, avrebbe infatti assicurato, più di ogni altra forma di cooperazione tra autorità, quell'imparzialità fra tutti gli intermediari coinvolti.

4. Per la realizzazione del quadro finanziario integrato per come delineato dal Rapporto Van Rompuy non è stato necessario ricorrere ad alcuna modifica dei Trattati – peraltro paventata dal Rapporto stesso[61] e pure considerata dal Consiglio dell'Unione[62], tuttavia inconciliabile con le tempistiche

---

[58] Cfr. MANCINI, *op. cit.*, *ibidem.*
[59] Cfr. CIRAOLO, *op. ult. cit.*, p. 4.
[60] Cfr. GUARRACINO, *Il meccanismo unico di vigilanza sugli enti creditizi tra diritto primario e riforma dei trattati*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2013, III, p. 176.
[61] Il rapporto Van Rompuy, nel delineare gli elementi costitutivi essenziali della nuova architettura dell'UEM, profilava la possibilità di una modifica dei trattati UE, eventualità poi ripresa dal *considerando* n. 85 del Regolamento (UE) n. 1024/2013 del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.
[62] Cfr. il comunicato stampa del Consiglio dell'Unione Europea, *Bank supervision: Council*

che la situazione d'urgenza imponeva – anche se, ad onor del vero, da un punto di vista giuridico la sua costruzione ha richiesto, alla luce delle vigenti limitazioni, «an (intricate) exercise in sophisticated legal gymnastics to fit within the existing Treaty framework»[63]. Le ragguardevoli difficoltà connesse alla progettazione del nuovo sistema integrato di vigilanza europea emersero in tutta la loro portata quando riaffiorò l'irrisolto problema, sorto a partire dall'emanazione del Rapporto de Larosiére, legato all'individuazione dell'istituzione che avrebbe dovuto ricoprire il ruolo di supervisore bancario nell'Area Euro. Fu il dibattuto ricorso al disposto dell'art. 127.6 TFUE a fornirne la soluzione[64], ponendo fine a quella manchevolezza che sin dal-

---

confirms agreement with EP, PRESSE 136, n. 8001/13, Bruxelles, 18 aprile 2013, dove si afferma che «*member states ... are "ready to work constructively on a proposal for treaty change" and that the ECB regulation should be appropriately adjusted, if necessary, should article 127 paragraph 6 TFEU or other relevant treaty provisions be amended*».

[63] Cfr. FERRAN, *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, University of Cambridge Faculty of Law, in *Research Paper* n. 30/2014, p. 6. Anche se la costruzione del SSM – al pari di quella del SRM – non ha richiesto alcuna modifica dei Trattati, non si può non considerare gli sforzi del legislatore europeo nel «ricercare, volta a volta, una base giuridica idonea e diversa per la fondazione di ciascun pilastro di un disegno istituzionale – quello dell'unione bancaria – che dovrebbe essere unitario», sforzi che assurgono ad «evidente manifestazione della carenza progettuale, che si traduce in debolezza concettuale, del substrato fornito dal diritto primario» donde l'impellente necessità di porre «all'ordine del giorno, nell'agenda istituzionale, il problema di dare nell'insieme un solido fondamento costituzionale (nel senso più ampio di diritto primario) a un complesso di riforme strutturali che … al momento poggiano su norme sparse e si affidano ad interpretazioni, talora marcatamente estensive, di clausole dei Trattati istitutivi che non sono sottese da una compiuta visione progettuale, ma sono state immaginate come strumenti per garantire spazi di manovra in vista di scenari non ancora maturi, senza l'onere di rinegoziazione dei Trattati stessi». Cfr. GUARRACINO, *op. cit*., pp. 182-183.

[64] Sul piano teorico le soluzioni praticabili erano almeno tre, ma solo una – ovvero quella di conferire, sulla base dell'art. 127.6 TFUE, compiti specifici alla BCE in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie – non scontava il limite di una modifica ai trattati, e quindi escludeva la conseguente dilatazione delle tempistiche che un intervento del genere avrebbe presupposto. Nello specifico, tanto la proposta di affidare la supervisione bancaria all'EBA (cfr. FERRAN - BABIS, 2013), quanto quella di creare un'autorità *ad hoc* a cui assegnare detto compito (cfr. CIRAOLO, 2014), si scontravano sul piano giuridico con la risalente dottrina Meroni, in base alla quale la Corte di Giustizia nella sentenza del 13 giugno 1958 (cause 9/56 e 10/56) ha statuito che i poteri discrezionali non possono essere delegati ad autorità diverse dalle istituzioni previste dai Trattati, mentre possono essere delegati i poteri meramente esecutivi chiaramente definiti, l'esercizio dei quali deve sempre restare sottoposto alla supervisione dell'istituzione delegante. Cfr. CAPOLI-

l'approvazione del Trattato di Maastricht limitava i compiti della BCE alla sola conduzione della politica monetaria, con l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi[65]. All'epoca, durante la fase dei negoziati, prevalsero, non senza perplessità, le istanze di coloro che ritenevano probabile il sorgere, laddove alla BCE fossero stati conferiti poteri in materia di vigilanza microprudenziale, di conflitti di interessi tra gli obiettivi istituzionali dell'ente, nonché di insane commistioni rivenienti da eventuali pressioni politiche e da interferenze di vario genere, ritenute indubbia causa di rischio per la sua indipendenza e reputazione[66]. Detta prospettiva risultò definitivamente superata con l'approvazione del regolamento UE del Consiglio n. 1024 del 15 ottobre 2013[67] (d'ora in poi per brevità «Reg. SSM[68]») il quale ha decretato

---

NO, *Il Testo unico bancario e il diritto dell'Unione Europea*, in AA. VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013*, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, Roma, 2013, n. 75, p. 68 in nota. Pertanto, la scelta di attribuire alla BCE il ruolo di supervisore prudenziale europeo mediante l'attivazione della c.d. *enabling clause* appare come quella più confacente alla luce dei predetti vincoli comunitari.

[65] Cfr. CIRAOLO, *op. ult. cit.*, p. 5.

[66] Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, p. 70.

[67] Cfr. 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, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 63 ss. Una prima versione del regolamento, COM(2012) 511 definitivo, risale al 12 settembre 2012 e attribuiva alla BCE la vigilanza diretta su tutte le banche degli Stati aderenti. Le modifiche apportate dalle successive versioni – una seconda datata 14 dicembre 2012 che recepiva il testo concordato dal Consiglio (ECOFIN) nella riunione del 12 dicembre 2012 (17812/12 EF 316 ECOFIN 1080) ed una terza, ovvero quella poi approvata in ottobre, del 1 luglio 2013 (cfr. Documento del Consiglio n. 9044 del 2013) – hanno ridotto notevolmente la portata applicativa dei poteri *ab origine* conferiti alla BCE, senza peraltro pregiudicare la significativa rilevanza della riforma (cfr. *infra*). Parallelamente è stato approvato il Regolamento (UE) n. 1022/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifiche al regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'EBA, per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 5 ss.

[68] Per un primo commento al Reg. 1024/2013, cfr., *ex ceteris*, ma senza alcuna pretesa di esaustività, CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; CAPRIGLIONE, *European Banking union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, vol. 1, part. 2; MANCINI, *Dalla vigilanza nazio-*

l'accentramento dell'esercizio della funzione di vigilanza[69] e di gran parte dei relativi poteri presso il Single Supervisory Mechanism, un network[70] privo di personalità giuridica, composto dalla BCE[71] e dalle Autorità nazionali degli Stati membri partecipanti. Al fine di dissipare i dubbi e timori legati ai possibili conflitti di competenze in capo alla BCE, è stata cristallizzata in modo netto la separatezza tra le funzioni di politica monetaria ed i nuovi compiti in materia di vigilanza prudenziale mediante una struttura organizzativa idonea a consentire sia lo sfruttamento delle sinergie esistenti tra le predette funzioni che il conseguimento autonomo e indipendente degli obiettivi istituzionali (cfr. considerando n. 65).

Ad esclusione del dibattito che ha accompagnato l'attribuzione alla BCE di poteri in materia di vigilanza prudenziale e la conseguente la necessità di individuare rigorosi presidi volti a garantire un'adeguata separazione dalle funzioni di politica monetaria, la questione attorno alla quale si sono concentrati i maggiori attriti, e che in ultima istanza ha contribuito a determinare la

---

nale armonizzata alla Banking Union, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, Roma, 2013, n. 73, p. 7; WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute, WP, 2012-07; WYMEERSCH, *The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, National Bank of Belgium, WP n. 255, 2014; CIRAOLO, *Il Regolamento UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in *Amministrazione in cammino*, 2014; FERRAN E., *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 30/2014; FERRAN E. - BABIS V., *The European Single Supervisory Mechanism*, University of Cambridge Faculty of Law, Research Paper n. 10/2013; BARUCCI - MESSORI (a cura di), *Towards the European Banking Union*, Firenze, 2014.

[69] Si osservi come negli ultimi anni il ruolo della BCE sia stato interessato da un profondo processo evolutivo che ne ha progressivamente ampliato i compiti e l'operatività. In tal senso l'attribuzione di compiti in materia di supervisione bancaria va a collocarsi al fianco dei variegati interventi di politica monetaria che nel tempo si son fatti via via più incisivi (si va dal SMP al OMT, passando poi per l'ABSPP, CBPP, LTRO, TLTRO, fino ad arrivare al più recente QE). Sul punto, cfr. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 71.

[70] La soluzione a cui si è pervenuti è dunque un Single Supervisory *Mechanism* e non una Single Supervisory *Authority*, con tutte le conseguenze che ne discendono sul piano giuridico, cfr. FERRAN - BABIS, *op. cit.*, pp. 9-10; FERRAN, *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, *op. cit.*, p. 6.

[71] A norma dell'art. 6, comma 1 del Reg. SSM è la stessa BCE ad essere responsabile del funzionamento efficace e coerente del SSM.

fisionomia finale del SSM, è legata alla necessità di ridefinire il nuovo ruolo e le funzioni che le autorità nazionali avrebbero dovuto assumere in relazione al funzionamento del neonato meccanismo, cercando al contempo di non disperdere il patrimonio conoscitivo accumulato dalle stesse nel corso degli anni (cfr. considerando n. 37).

L'attuale formulazione del Reg. SSM, oltre ad ergersi entro gli inderogabili limiti imposti dai Trattati, risente notevolmente delle pressioni politiche esercitate dagli stati membri nelle fasi di negoziato. Per vero, l'articolato della proposta iniziale di regolamento presentata nel settembre 2012 dalla Commissione europea prevedeva, nell'ambito dell'operatività della BCE, competenze sensibilmente più estese rispetto a quelle a cui è or ora confinata. Sul punto, giova ricordare il vivace dibattito scaturito dal fronteggiarsi di due proposte per certi versi antitetiche. La prima era quella propugnata nel disposto del 2012 ed aveva l'ambizioso obiettivo di assicurare, quantomeno sul piano teorico, la realizzazione del c.d. level playing field mediante il conferimento al SSM della vigilanza diretta su tutte le banche degli Stati aderenti. Essa prendeva le mosse dai recenti accadimenti che avevano dimostrato come non solo il dissesto delle grandi banche avesse ripercussioni sulla tenuta del sistema bancario europeo, ma anche il fallimento di quelle medio-piccole, solo all'apparenza prive di rilevanza sistemica, possa in realtà incidere sulla stabilità dei mercati[72]. Donde l'esigenza di assoggettare – sia pur gradualmente – tutte le banche dell'area Euro, senza alcuna distinzione di sorta, nell'ambito del SSM. Detta proposta si scontrava però sul piano delle concretezze con i limiti pratici che una costruzione del genere avrebbe richiesto,

[72] Sono infatti emblematici i casi spesso richiamati in dottrina della Northen Rock e delle Cajas de Ahorros, dove, soprattutto in relazione a queste ultime, l'insorgere del rischio sistemico è riconducibile non tanto alla loro dimensione, peraltro limitata alla sfera regionale, quanto alla loro rilevanza in termini aggregati, pari circa alla metà del mercato bancario nazionale.

non disponendo la BCE del personale sufficiente per garantire una vigilanza efficiente su un così gran numero di enti creditizi[73]; l'inattuabilità di una siffatta soluzione non prevedeva margini di fattibilità nemmeno di fronte alla previsione di favorire un forte decentramento operativo e decisionale in capo alle autorità di vigilanza nazionali, la quale, anzi, lasciava impregiudicato sia il rischio che la supervisione potesse essere inficiata da interessi nazionali, soprattutto nei confronti dei national champions, sia, ancora una volta, la disomogeneità delle prassi di vigilanza nazionali[74].

Diversamente, la seconda proposta prevedeva l'introduzione di una classificazione degli intermediari sulla scorta di un criterio dimensionale in base al quale venivano ricomprese nell'alveo del SSM solamente le banche maggiormente rilevanti e a connotazione transfrontaliera, mentre la vigilanza sulle rimanenti continuava ad essere demandata all'esclusiva competenza delle autorità nazionali. La ratio sottostante era da rinvenirsi nelle evidenti ragioni di stampo politico che aspiravano a mantenere i poteri di vigilanza su

---

[73] Si vuole evidenziare in tal senso l'intervento di Andreas Dombret, *The role of national supervisors in European banking supervision*, alla Chatham House a Londra il 30 gennaio 2015, dove il membro dell'Executive Board della Deutsche Bundesbank, nel rivendicare l'importanza delle ANC nonostante la rilevante traslazione di poteri in capo alla BCE a seguito dell'entrata in vigore del SSM afferma «*A question I often heard during the run-up to European banking supervision was: "Aren't national supervisors digging their own grave? Now that supervision has been transferred to the European level, where will that leave you as national supervisors?" First of all, we should certainly not succumb to the illusion that European-level supervision is going to spell the end of national supervision. In the entire euro area there are about 3,400 banks […]The ECB has to supervise 123 (banks), mostly very large and complex banking groups, which are located in 19 different countries. To do so, the ECB has a staff of 1,000, most of whom are located in Frankfurt. There is no other option for European banking supervision than to rely on national supervisors*». Si osserva dunque come, se già nell'attuale assetto del SSM il contributo fornito dalle ANC risulta fondamentale, ben si comprendono le difficoltà organizzative che sarebbero sorte nell'assegnare alla BCE la supervisione su tutte le banche dell'Eurozona.

[74] Cfr. BARBAGALLO, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, relazione al Convegno *Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici*, organizzato dalla LUISS Guido Carli, Roma, 26 febbraio 2014.

determinate tipologie di enti creditizi nella sfera di competenza domestica[75]. Invero, la soluzione testé delineata avrebbe condotto ad una polarizzazione del sistema bancario europeo, in un contesto in cui la mancanza di presidi volti a garantire, in ossequio al principio di sussidiarietà, un'omogeneità nelle metodologie di supervisione sui due raggruppamenti di banche che sarebbero emersi a seguito della classificazione, avrebbe comportato una diversa percezione del loro grado di rischiosità da parte del mercato. Ripartire sulla base di questi termini la vigilanza del sistema bancario europeo avrebbe dunque perpetuato le già esistenti difformità nelle pratiche di vigilanza, aggravandole tuttalpiù dal sorgere di sensibili disparità di trattamento sul piano della concorrenza tra banche accentrate e decentrate[76].

La soluzione adottata con il Reg. SSM si colloca sull'angusto crinale che separa l'impraticabile versante dei limiti tecnico-pratici poco considerati dalla prima proposta, da quello, avverso a un'eccessiva cessione di sovranità, sostenuto dalla seconda. La sua natura compromissoria[77] – definita da un'autorevole dottrina «a quid pro quo between the mutualisation of banking risks in the euro area and the loss of national sovereignty over banking supervision»[78] – non si è sostanziata solamente in un mero e fisiologico ridimensionamento delle competenze attribuite dal disegno iniziale al SSM, ma

[75] In proposito si consideri l'atteggiamento assunto dalla Germania, invisa a perdere il controllo sulle numerose banche locali e regionali (Landesbanken e Sparkassen). Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, p. 96. Sul punto si osservi come ben il 48% di tutte le banche europee classificate come meno significative, e pertanto escluse dalla supervisione diretta della BCE, siano di nazionalità tedesca, cfr. VÉRON N., *Europe's Single Supervisory Mechanism: Most small banks are German (and Austrian and Italian)*, 22 settembre 2014, disponibile su *www.bruegel.org*.
[76] Cfr. BARBAGALLO, *ibidem*.
[77] Cfr. WYMEERSCH, *The single supervisory mechanism or "SSM", op. cit.*, p. 75.
[78] Cfr. TEIXEIRA, *The Single Supervisory Mechanism: Legal and Institutional Foundations*, in AA. VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013*, in *Banca d'Italia - Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, Roma, 2013, n. 75, p. 77.

in un meccanismo assai articolato, plasmato dai (o meglio sui) vincoli di natura giuridica consacrati nelle norme di diritto primario che in larga parte ne hanno determinato l'architettura, nonché dalle menzionate istanze rinvenienti dal mondo politico. La morfologia dell'impianto risultante si estrinseca in una struttura gerarchica multilivello[79] che pone al vertice la BCE e colloca ai livelli periferici la rete di autorità di vigilanza dei singoli Stati membri. In detto contesto, l'art. 6, parag. 2, Reg. SSM dispone con tono solenne che la BCE e le autorità nazionali competenti sono soggette al dovere di cooperazione in buona fede e all'obbligo di scambio di informazioni[80].

È previsto poi che nel raggio d'azione del SSM rientrino tutte le banche dell'Unione (comprese le succursali aperte negli Stati membri partecipanti da enti creditizi insediati in Stati membri non partecipanti[81]), le quali, in base ad un'intricata serie di criteri stabiliti dal regolamento UE della BCE n. 46882 del 16 aprile 2014, vengono sottoposte o alla diretta supervisione dell'ente posto all'apice del neonato meccanismo, ovvero continueranno a rimanere nella

---

[79] Cfr., di diverso avviso, CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in AA. VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri.*, *op. cit.*, pp. 19-20, dove nella struttura del SSM ravvisa un «ordine giuridico "a cascata", non gerarchico, ma ordinato su più piani. Il primo dei quali è costituito dal Sistema di vigilanza finanziaria, facente capo all'Autorità bancaria europea, […] Al secondo gradino è posta, dal punto di vista della vigilanza, la Banca centrale europea».

[80] Disposto poi ripreso dall'art. 20 del Reg. 468/2014, norma che sembra riprendere l'articolato dell'art. 4, comma 3, del Trattato sull'Unione Europea.

[81] Cfr. art. 41 e 42, Reg. 468/2014.

[82] Cfr. Regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca Centrale Europea, del 16 aprile 2014, che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Single Supervisory Mechanism tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate (BCE/2014/17 - Regolamento quadro sull'SSM), in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 141 del 14 maggio 2014, pp. 1-50. La base giuridica del regolamento n. 468/2014 è riconducibile all'art. 6.7 (in maniera espressa), 4.3 e 33.2 del regolamento (UE) n. 1024/2013, sulla base dei quali il contenuto minimo obbligatorio doveva prevedere: la metodologia di valutazione dei criteri volti a stabilire se un ente creditizio è un soggetto significativo o meno e la definizione delle procedure, compresi i termini, e la possibilità di preparare progetti di decisione da trasmettere per esame alla BCE, per la relazione tra la BCE e le ANC in merito alla vigilanza degli enti creditizi significativi e meno significativi; il Reg. quadro sull'SSM ha in realtà una portata notevolmente più ampia, che spazia dalla *close cooperation* ai regimi sanzionatori, dai compiti di vigilanza macroprudenziale fino alle disposizioni transitorie.

sfera di competenza delle autorità nazionali.

5. Il Single Supervisory Mechanism – e l'ambizioso progetto a più ampio respiro in cui si colloca, l'European Banking Union – costituiscono una pietra miliare nella costruzione europea, non meno importante della moneta unica e del vincolo del pareggio di bilancio[83]. Il funzionamento della struttura eretta dal nuovo paradigma disciplinare regge la sua efficacia nel rapporto di stretta cooperazione tra la BCE e le ANC, laddove il venir meno dello stesso provocherebbe l'inevitabile "inceppamento" degli ingranaggi che ne consentono l'operatività. La peculiare natura verticale della cooperazione che connota detto rapporto gerarchico – ben distinta da quella di tipo orizzontale, normalmente prevista nelle direttive europee[84] – vede un asimmetrico[85] riparto di obblighi e doveri tra il livello centrale e quello periferico, coerente con l'avviato processo di traslazione del baricentro della regolamentazione e della supervisione finanziaria in sede europea.

L'accentramento dei poteri in parola, nell'assicurare un'accresciuta oggettività (rectius: parità di trattamento) nell'attività di vigilanza, favorita dalla posizione di equidistanza che la BCE può garantire rispetto a tutti gli intermediari a rischio sistemico[86], oltre alla necessità di ridefinire i rapporti con

---

[83] Cfr. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea*, in AA. VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri.*, *op. cit.*, p. 17.
[84] Cfr. WYMEERSCH, *The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union*, *op. cit.*, p. 41.
[85] Cfr. CLARICH M., *ibidem*.
[86] Cfr. CAPRIGLIONE, *L'applicazione del 'Meccanismo unico di supervisione' bancaria: una vigilia di ingiustificati timori*, *ibidem*. Per vero, c'è chi vede nella BCE un'istituzione che, per quanto indipendente, non sarà comunque immune nel lungo periodo a quelle pressioni e a quei condizionamenti che molto spesso le ANC hanno subito ad opera dei *national champions*. Così, LUGARESI, *The relationship between the European Central Bank and national competent authorities*, in BARUCCI - MESSORI (a cura di), *Towards the European Banking Union*, Firenze, 2014, p. 88, dove sostiene che «*The ECB, at least initially, will be less exposed to the risk of political and industry capture. Therefore, in the next few years, tensions with national*

le European Supervisory Authorities – specialmente quello con l'EBA[87] – pone inevitabilmente la questione relativa al ridimensionamento delle funzioni subito dalle autorità nazionali competenti, ormai relegate alla stregua di uffici periferici ausiliari della Banca Centrale e destinate sempre più a rivestire un ruolo meramente esecutivo rispetto alle decisioni assunte in sede comunitaria, sia pure con il loro concorso partecipativo[88]. La questione peraltro ha già iniziato ad interessare il dibattito dottrinale, dove, tra le soluzioni paventate volte ad individuare un'efficiente riallocazione di quel patrimonio strumentale ed umano che nel breve termine probabilmente risulterà sovradimensionato rispetto alla reale consistenza delle sue funzioni, spicca la possibilità di far perno sull'eccellenza di taluni apparati di supervisione per dedurre – nel riferimento ad un meccanismo di «competizione a geometrie variabili tra istituti nazionali e sovranazionali» – la possibilità di una loro espansione operativa a livello centralizzato europeo[89]; tesi, questa, senza dubbio preordinata a configurare un disegno di piena armonizzazione operativa tra le autorità europee e quelle domestiche[90], ma che verosimilmente sconta un certo grado di miopia nel non considerare le negative ripercussioni che la privazione delle eccellenze nazionali nel settore della vigilanza bancaria arrecherebbe, in ter-

---

authorities, both home and host, are likely to arise in the management of the supervision of very large banking groups. However, host authorities, mainly located in small countries, will be less influential than home authorities of large countries. Therefore the ECB itself will have to handle the risk of capture, particularly from those banks which may soon become "European champions"».

[87] Cfr., sul punto, BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The Role of the ECB and the EBA*, LUISS Guido Carli, School of European Political Economy, in *Working paper* 2/2014, p. 10 ss; CIRAOLO, *op. ult. cit.*, p. 19 ss; CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, *op. cit.*, p. 52 ss.

[88] Cfr. PELLEGRINI, *op. cit.*, p. 70.

[89] Cfr. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 64, in riferimento all'ipotesi avanzata da Donato Masciandaro nel corso dell'intervista *Gli sprechi ci sono, ma Bankitalia resta un istituto di eccellenza*, in *Il Fatto Quotidiano* del 17 settembre 2012.

[90] Cfr. CAPRIGLIONE - TROISI, *op. cit.*, p. 71.

mini qualitativi, nella supervisione degli enti meno significativi. Si consideri poi la proposta recentemente avanzata dalle sigle sindacali – e rimasta tuttavia inascoltata da Banca d'Italia – di riqualificare (almeno parte del)le risorse de quo procedendo ad un rafforzamento degli organici di Ivass ed Uif[91], necessità peraltro evidenziata dagli stessi vertici di tali organismi[92]. La soluzione al momento appare invero ancora troppo lontana, non è però da escludere che, nell'ambito del progetto di riforma delle Authorities, venga replicato quanto avvenuto dapprima con l'istituzione dell'Uif (2008)[93] ed in tempi più recenti con quella dell'Ivass (2012)[94], quando la funzione antiriciclaggio e la vigilanza sul comparto assicurativo sono state accentrate presso la Banca d'Italia[95]. Non è certamente questo «smarrimento identitario»[96] che ora ac-

---

[91] Cfr. l'articolo *Via Nazionale chiuderà 22 filiali - Scioperi in vista*, su *La Repubblica* del 20 febbraio 2015. Per converso, secondo fonti sindacali si prevede che Banca d'Italia intenda invece procedere ad un ampliamento dell'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario, con un possibile raddoppio dei collegi giudicanti rispetto ai tre attuali.

[92] Cfr., in particolare, GALANTI, *L'IVASS, la vigilanza sulle banche e quella sulle assicurazioni*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2014, I, p. 46, con le opportune osservazioni effettuate sul punto dallo stesso autore nel corso della lezione al *Master in regolazione dei mercati e delle attività finanziarie* tenutasi il 15 Maggio 2014, presso l'Università Luiss Guido Carli, Roma.

[93] Il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 (Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione), nell'istituire l'Uif *ex* art. 6, ha contestualmente decretato la soppressione dell'Ufficio Italiano dei Cambi, ente che, tra le funzioni che ricopriva, era stato preposto alla lotta al riciclaggio nell'ordinamento italiano a partire dal decreto legge 3 maggio 1991, n. 143, convertito con modificazioni, dalla l. 5 luglio 1991, n. 197.

[94] Il decreto legge 6 luglio 2012, n. 95 (Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini) convertito con la legge 7 agosto 2012, n. 135, nell'istituire l'Ivass ha contestualmente decretato la soppressione dell'Isvap, l'allora autorità di vigilanza sul settore assicurativo, sorta con la legge 12 agosto 1982, n. 576.

[95] Non a caso, sin dall'inizio di questa legislatura si era discusso circa la possibile incorporazione della Covip nella Banca d'Italia. Per vero, già il governo Monti con la prima versione del decreto legge 95/2012 aveva disposto la soppressione della Covip, istituendo l'Irvap che avrebbe dovuto includere anche la vigilanza sul settore assicurativo, progetto tuttavia poi naufragato. Ora, invece, ad animare il dibattito sull'argomento è l'accorpamento della Consob nella Banca d'Italia, cfr. la chiosa finale dell'articolo di TAMBURINI, *Consob - Lo Zar Vegas nel suo fortino difeso dalle amicizie trasversali* nel *Corriere della Sera* del 2 febbraio 2015.

[96] Cfr. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine di un provvedimento della Banca d'Italia sull'«entrata in funzione del Single Supervisory Mechanism»*, *ibidem*.

comuna le autorità nazionali competenti a pregiudicare la bontà di un progetto, che, anzi, nel ridare un nuovo slancio al processo di integrazione finanziaria europea, potrà auspicabilmente agire da catalizzatore nel risvegliare sopiti interessi per una ridefinizione comunitaria[97].

A distanza di oltre dieci anni dall'introduzione della moneta unica, l'Europa – o meglio, parte di essa – compie, dunque, un altro importante passo verso un'integrazione economica e finanziaria sempre più stretta: allora ciò avvenne in un clima di festa e di grandi prospettive[98], oggi nella consapevolezza che solamente ad un passo dal baratro le resistenze nazionali han voluto (rectius: dovuto) piegarsi ad un'altra consistente condivisione di sovranità. Ed è proprio in un contesto caratterizzato da un'Europa dove la stabilità del sistema bancario, la solvibilità degli Stati membri e la tenuta della moneta unica sono tutti fattori fra loro strettamente interconnessi che dovrebbe maturare un sentimento di responsabilità collettiva proteso a concepire la condivisione di sovranità non tanto come un freno al processo di integrazione, ma come l'unico mezzo per addivenirci.

Per dirla con le parole di chi, durante la recente crisi, ha fatto in modo che tutt'oggi il sogno di un'Europa veramente unita non sia ancora sopito: «La nostra esperienza mostra che la condivisione della sovranità nazionale è condizione necessaria per una fiducia duratura nel disegno del nostro comune viaggio europeo. […] Possiamo progredire soltanto sulla base della nostra capacità a muoverci dalla sovranità nazionale a una sovranità condivisa a un livello più alto […] Non si tratta di perdere la sovranità … ma di acquistarla

[97] Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, *op. cit.*, p. 89.
[98] Cfr. GUARRACINO, *op. cit.*, p. 201.

condividendola con altri Paesi dell'Eurozona»[99]. E tale dovrebbe essere la ratio a guidare le future decisioni da assumere in ambito sovranazionale; per vero, le evidenze – da ultimo la condivisione dei rischi limitata all'esigua misura del 20%, stabilita in occasione del varo del QE da parte della BCE[100] – dimostrano invece come il cammino da compiere verso una vera unione fiscale e politica sia ancora incerto e tutto da definire. In tal senso, mai come nell'attuale contesto storico-politico europeo, risultano attuali le parole di Konrad Adenauer, Cancelliere della Germania Occidentale, nonché uno dei padri fondatori dell'Unione Europea, «Wir leben alle unter dem gleichen Himmel, aber wir haben nicht alle den gleichen Horizont»!

Luca Battaglia

Laureato Magistrale in Economia e Finanza
presso l'Università Cà Foscari di Venezia

[99] Cfr. BOCCIARELLI, *Draghi: fare subito le riforme* sul *Sole 24 Ore* del 13 novembre 2014. Nell'ambito del SSM, sebbene la *shared sovereignty* ponga limiti all'*agere* autorità nazionali privandole di alcune funzioni e limitandole in altre, essa tuttavia ne allarga il campo di azione, prima limitato al territorio nel quale la sovranità si estendeva, ora invece esteso a zone e aree nelle quali prima non potevano intervenire. Cfr. CASSESE, *op. cit.*, p. 21.

[100] Sulla contrarietà di Ignazio Visco ad una ripartizione dei rischi associati al QE su base nazionale cfr. l'intervista rilasciata dallo stesso a *Welt am Sonntag* del 11 gennaio 2015, nonché FUBINI, *Bundesbank evita la solidarietà ma cede sul peso dell'intervento*, su *La Repubblica* del 23 gennaio 2015.

LA NORMATIVA SULLE AGENZIE DI RATING: RATIO, CONTENUTI ED APPLICAZIONE NEL CONTESTO EUROPEO*.

(The regulation on Credit Rating Agencies:* ratio, *contents and application in the EU)

ABSTRACT: *The influence of rating is getting stronger during the years, not only across financial markets: this phenomenon makes rating agencies free from all types of control and regulation. Enron and Parmalat scandals first and, nowadays, financial turmoil highlight the need of a specific action on credit rating agencies' conduct, in order to restore a correct functioning of valuation process. This paper analyses American and European regulatory solutions, and then shows the application of EU Regulation in a small – medium sized rating agency, Cerved Rating Agency. In conclusion, European and American answers solve only analyst's conflict of interest and transparency problems, but a credible responsibility regime on rating agencies' mistakes is still missing.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il mercato del rating. - 3. I fallimenti del mercato del rating. - 4. La risposta del legislatore americano: il Credit Rating Agency Reforming act e il Dodd – Frank Act - 5. La risposta comunitaria: il Regolamento 1060/2009 e le successive riforme. - 6. L'applicazione delle normative: l'esempio di Cerved Rating Agency. - 7. Conclusioni.

1. Negli ultimi venti anni lo sviluppo dei mercati finanziari ha enormemente accresciuto l'influenza dei rating, sia a livello sociale sia a livello economico. Le valutazioni delle agenzie sono diventate metro di giudizio non solo per i "naive investor",[1] piccoli investitori con una bassa conoscenza del

---

* Contributo approvato dai revisori.

[1] Cfr. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei*

mondo finanziario, ma anche per i grandi player del mercato finanziario, che li utilizzano per pianificare i proprio investimenti, come ad esempio fanno molti fondi pensione.

Il rafforzamento del ruolo del rating è stato confermato anche in sede regolamentare: il suo utilizzo all'interno nel sistema di Basilea 2 eleva le valutazioni a vero e proprio strumento para-legislativo, anche se in sede giurisdizionale il loro valore rimaneva quello di 'mera opinione', come definito dalla giurisprudenza statunitense[2].

L'esperienza degli anni 2000 dimostra tuttavia che la fiducia nei rating e nelle agenzie non sempre è stata ben riposta: i grandi scandali di imprese prima valutate perfettamente solvibili e poi improvvisamente fallite (Enron, Parmalat), ed il ruolo giocato nel crollo del mercato dei CMBS hanno innalzato dubbi sull'azione delle agenzie, soprattutto riguardo la correttezza e la trasparenza delle metodologie utilizzate. Vengono in luce condotte spesso in palese conflitto d'interesse, in particolare per quanto riguarda i rapporti con gli istituti bancari coinvolti nei processi di finanza strutturata,[3] e una generale sopravalutazione dei soggetti retati.[4] Il ruolo sistemico che ha ormai assunto il rating, e le conseguenze delle decisioni delle agenzie a livello finanziario e sociale,[5] hanno indotto i legislatori statunitense ed europeo a intervenire con forza.

---

risparmiatori retail, in *Quaderni di finanza Consob*, Gennaio 2010, n. 66, 2010.

[2] Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 60.

[3] Cfr. HAU - MARQUES-IBANEZ - LANGFIELD, *Bank ratings – What determines their quality?*, ECB Working Paper Series, n. 1484, 2012, in cui viene dimostrato che le agenzie hanno assegnato giudizi maggiormente positivi alle banche che assegnavano loro più mandati, soprattutto nel mercato della finanza strutturata.

[4] Cfr. l'articolo "*Quando le agenzie di rating sbagliano. Non predetti 12 degli ultimi 15 default"*, apparso su *Repubblica.it* il 12 Agosto 2011.

[5] Cfr. l'articolo "*Spagna, paura per Bankia. El Mundo: corsa agli sportelli, ritirato un miliardo. Moody's taglia il rating a 16 istituti"*, pubblicato su *IlSole24Ore.it* il 17 Maggio 2012.

In primis l'azione legislativa si è concentrata sulla trasparenza delle informazioni utilizzate e sul presidio dei conflitti di interesse nel processo di valutazione, quindi, con lo scoppio della crisi dei mutui subprime e la successiva tensione sui debiti sovrani europei, l'intervento normativo si è focalizzato sull'inasprimento dei presidi già operanti in materia di conflitti intersocietari e sul fenomeno dell'over reliance.

Le conseguenze dell'approccio legislativo adottato sono state la sostanziale modifica alla struttura stessa del mercato verso una maggiore concorrenza, soprattutto verso le realtà di medio-piccola dimensione e, nella pratica societaria, un particolare assetto per gli operatori, con specifici presidi atti al contrasto dei conflitti d'interesse, divisioni in costante dialogo con l'autorità di vigilanza e meccanismi che assicurino la qualità e la trasparenza dei giudizi.

Il presente lavoro si propone di mostrare la struttura del mercato del rating e le regole che lo governano, partendo in primis dalla descrizione del fenomeno, degli operatori e della normativa che lo governa, e quindi mostrando un esempio pratico di applicazione del complesso normativo europeo alla struttura di un'agenzia medio-piccola, Cerved Rating Agency. [6]

2. La pratica dei giudizi di rating si sviluppa negli Stati Uniti agli inizi del secolo scorso, all'indomani dello sviluppo dell'industria ferroviaria e del boom dell'economia di frontiera: con la nascita del mercato dei titoli di debito ferroviari scaturisce l'esigenza di valutazioni indipendenti sugli emittenti, in modo da evitare l'assunzione di rischi eccessivi. Queste valutazioni venivano fornite inizialmente da stampa specializzata e banche di investimento, esa-

[6] Si ringrazia la Dott.ssa Stefanini, Compliance Officer di Cerved Rating Agency, per le informazioni fornite.

minando la solidità patrimoniale e finanziaria dei soggetti emittenti. I primi esempi di letteratura in materia risalgono alla "History of Railroads and Canals in the United States",[7] pubblicato da Henry Varnum Poor nel 1860, e il "Manual of Industrial and Miscellaneous Securities",[8] edito nel 1900 dalla John Moody & Companies, la cui diffusione fu straordinaria.

Nel 1909 la pubblicazione della "Analyses of Railroad Investments" da parte sempre della Moody's rappresenta il primo passo verso la codifica e l'utilizzo degli attuali metodi di rating: nel manuale veniva descritta per la prima volta la metodologia utilizzata per verificare la qualità degli emittenti ed adottata la scala alfanumerica, ancora oggi utilizzata dalle maggiori agenzie del mondo.

Il vero sviluppo del mercato del rating si avrà solamente dopo gli anni '20: nasce nel 1921 la Fitch Investor Services; Moody's, grazie all'espansione ad altri settori, nel 1924 controlla la totalità delle valutazioni sui titoli obbligazionari statunitensi; nel 1941, dopo una serie di acquisizioni, viene alla luce la Standard & Poor's. L'operatività delle agenzie ha superato il confine statunitense già nei primi del '900: nella fase di allargamento del suo business, Moody's iniziò la valutazione degli emittenti sovrani, tra cui Francia, Gran Bretagna, Italia e Giappone.

Il modello di business utilizzato da tutte e tre le agenzie prevedeva la pubblicazione dei giudizi per un pubblico di soli risparmiatori, dietro pagamento di un canone periodico: il cosiddetto 'investor pays model'. La libera circolazione tra gli investitori delle informazioni sulla solvibilità degli emittenti ha creato il tipico problema di 'free riding', che nel tempo ha impattato negativamente sulla profittabilità delle agenzie: è così che negli anni '70 cambia

---

[7] Cfr. il sito *www.standardandpoors.com.*
[8] Cfr. il sito *www.moodys.com.*

il paradigma di funzionamento verso l''issuer pays model', in cui a pagare per le valutazioni sono gli stessi soggetti retati.

Il successo e la sempre maggiore rilevanza del rating nel mondo finanziario, a seguito anche di periodi di grande incertezza come la Grande Depressione, ha reso le agenzie immuni da eventuali effetti negativi e affidatarie di un ruolo quasi regolamentare, senza che vi fosse alcuna forma di legislazione speciale che controllasse il loro operato: solamente nel 2006, a seguito dello scandalo Enron, viene emanata una prima regolamentazione organica.

Attualmente il mercato del rating è dominato dalle tre grandi agenzie americane, sia a livello mondiale che a livello europeo. Nel 2014 la situazione del mercato comunitario vede il controllo, per una percentuale cumulata maggiore del 90%, di Standard & Poor's (39,7%), Moody's (34,5%) e Fitch (16,2%); l'unica agenzia che supera l'1% di quota di mercato è Cerved Rating Agency (2,19%).[9] In totale sul mercato europeo sono autorizzate all'emissione 22 agenzie, stabilite in 11 paesi: la quasi totalità, compresa la stessa Cerved, sono di medio-piccola dimensione.

A livello operativo nessuno degli operatori riesce a presidiare tutti i segmenti del mercato: solamente DBRS e BRCA, oltre ovviamente alle tre americane, riescono a presidiare più di due mercati, mentre la maggior parte degli attori di mercato emette soprattutto corporate rating.[10]

3. Il ruolo e l'importanza del rating all'interno dell'economia sono stati messi in discussione più volte negli ultimi anni, soprattutto per quanto ri-

[9] Cfr. il Reference Document ESMA/2014/1583 su "*Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purpose of Article 8d of the CRA Regulation*".
[10] Cfr. ESMA/2013/1703, "*Technical advice on the feasibility of a network of small and medium-sized CRAs*".

guarda la credibilità dei giudizi espressi: i grandi scandali finanziari, dall'americana Enron all'italiana Parmalat, hanno come costante il dubbio di fondo di una condotta scorretta, se non anche collusiva, delle agenzie stesse. La particolare condizione del mercato del rating, ossia di un sostanziale oligopolio, unita alla "quasi" valenza regolamentare dei giudizi espressi, ha reso la condizione delle prime tre agenzie difficilmente attaccabile: neanche dinanzi ad evidenti errori di valutazione la loro credibilità risulta scalfita, e, anzi, in periodi di crisi gli investitori aumentano la loro fiducia nei giudizi rilasciati. Una delle questioni maggiormente dibattute riguarda la modalità di formazione dei giudizi delle agenzie, spesso influenzata da obiettivi diversi da una valutazione corretta e veritiera. Le possibili situazioni di conflitto possono riguardare molteplici aspetti dell'agere delle rating agency, dal processo di valutazione stesso alla struttura proprietaria alle attività accessorie. A sollevare dubbi è in primis il modello stesso di azione delle agenzie, ossia l'issuer-pays model: la legislazione europea[11] riconosce che alcuni elementi intrinseci del modello lo rendono permeabile a situazione di conflitto di inte- resse. Il rapporto diretto tra soggetto valutato, che paga la valutazione, e soggetto valutatore crea in capo a quest'ultimo il rischio di perseguire maggiormente la logica del profitto aziendale piuttosto che quella della correttezza e dell'oggettività del giudizio. L'analista quindi punterà più alla soddisfazione del cliente e dei portatori di interessi rilevanti rispetto alla veridicità del giudizio,[12] con il risultato di emissioni di valutazioni non veritiere, che quindi distorcono le scelte degli operatori di mercato. Senza contare che l'analista stesso può essere collegato tramite rapporti partecipativi, di affari o personali con l'entità valutata, che possono modificare l'oggettività della valutazione.

---

[11] Cfr., ad esempio, il Considerando n.1 del Regolamento (CE) 462/2013.
[12] Cfr. Allegato I, Sez. B del Reg. (CE) n.1060/2009, che verrà più specificatamente trattato nel secondo capitolo.

Le influenze sull'azione dei soggetti deputati alla valutazione arri- vano anche dalla struttura partecipativa stessa dell'agenzia: a creare conflitti sono soprattutto le partecipazioni incrociate tra le varie agenzie e la presenza forte di alcuni operatori finanziari istituzionali nella compagine azionaria. Nell'azione delle agenzie anche l'eventuale prestazione di servizi accessori può essere fonte di distorsioni: pur se previsti nella legislazione comunitaria,[13] questi non devono riguardare la consulenza su elementi oggetto stesso della valutazione, in quanto il servizio accessorio potrebbe conformarsi come una indicazione all'entità valutata per raggiungere un punteggio più alto

La particolare struttura del mercato, nata con il nuovo dettame legislativo,[14] spinge verso una maggiore concorrenza, che si è dimostrata tuttavia controproducente dal punto di vista della correttezza delle valutazioni. Il punto debole di questo approccio risiede nella natura stessa della competizione che si viene a creare, incentrata non sulla qualità del giudizio espresso, ma sulla positività del rating: dinanzi ad una offerta variegata di agenzie, e senza la possibilità di capirne a fondo le differenze, l'emittente opterà per chi esprime il giudizio più alto, dando vita al cosiddetto "rating shopping".[15] Questo tipo di condotta è stata riscontrata in molti contributi accademici dal 2004 in poi, in particolare nel mercato dei mutui subprime, in cui si nota una costante sopravalutazione degli asset.[16]

Un ulteriore, e più radicato, fallimento del mercato del rating concerne l'importanza del giudizio nei mercati finanziari, ed in particolare il ruolo paralegislativo affidatogli dal legislatore: l'eccessiva fiducia posta nei giudizi emessi dalle agenzie di rating va sotto il nome di over-reliance. Il maggiore dei

[13] Cfr. punto 2 Allegato I, Sez. B del Reg. (CE) n.1060/2009
[14] Cfr. l'art. 8 quarter del Reg. (CE) 462/2013
[15] Cfr. GENNARI - BOSETTI, *La governance delle agenzie di rating: prime considerazioni alla luce delle riforme*, Paper n.111, Università degli Studi di Brescia, 2010, in particolare p. 4.
[16] Cfr. COHEN, *Rating Shopping in the CMBS Market*, 2011.

problemi dell'eccessiva fiducia risiede nella mancanza di sanzioni per le agenzie che sbagliano le loro valutazioni, sia in termini diretti sia indiretti: l'over reliance infatti non permette né che sia autonomamente il mercato a sanzionare il soggetto emittente, con una perdita reputazionale, né che il legislatore stesso possa predisporre un sistema di sanzioni credibile, in particolare riguardo la responsabilità delle agenzie dinanzi a condotte fraudolente.

4. La regolamentazione sulle agenzie di rating, presente inizialmente solo negli Stati Uniti, fino agli anni 2000 non ha mai avuto interesse a migliorare la qualità dei processi di formazione del giudizio, né tantomeno ad evitare le situazioni di conflitto di interesse.

Solamente successivamente alle evidenti responsabilità delle agenzie negli scandali di inizio 2000 e nel crollo del mercato dei CMBS il legislatore statunitense, e in seconda battuta quello europeo, sono stati costretti ad intervenire con normazioni ad hoc, con l'obiettivo di imporre maggiori controlli sui processi di emissione in modo da lenire gli effetti negativi dell'over-reliance e soprattutto per scovare, controllare e, dove possibile, evitare i casi di conflitto di interesse.

Il primo corpus normativo esplicitamente dedicato all'attività di rating è statunitense e risale agli anni '70, a circa ottanta anni dai lavori di Poor e Moody. Alla luce della sempre maggiore fiducia ed influenza riposta nei giudizi di rating negli anni '70, soprattutto dopo il fallimento dei commercial paper di Penn Central,[17] il legislatore americano ha riconosciuto ai giudizi delle agenzie valore disciplinare nell'ambito degli scambi di mercato, identificandoli come parametro di riferimento per il calcolo del patrimonio di vigilanza

[17] Cfr. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013, p. 63 ss.

(Rule 15c3-1[18] del 1975). La legge, oltre ad innalzare i giudizi a parametri di riferimento, istituisce un registro apposito per le agenzie, il National Recognized Statistical Rating Commission (NRSRO), tenuto presso la Security and Exchange Commission (SEC), che contiene tutti i soggetti autorizzati ad emettere rating con valenza para-regolamentare. L'obbligo di registrazione ha creato un sistema di controllo da parte delle autorità americane, che tuttavia ha favorito lo sviluppo e la sempre maggiore importanza delle tre agenzie più grandi, ossia Standard & Poor's, Fitch e Moody's. A fine anni '90 gli emittenti iscritti al registro infatti erano solamente le "Big Three": la mancanza di track record abbastanza profondi, le esigue dimensioni dei competitor rispetto ai tre leader di mercato e la cannibalizzazione delle agenzia più piccole hanno limitato le possibilità ad eventuali altri player di essere inseriti nella lista, alla luce anche di una politica, forse, eccessivamente conservativa della SEC. Solamente nel 2006, a seguito dello scandalo Enron, colosso dell'energia americana improvvisamene fallito e giudicato poco prima dalle agenzie perfettamente solvibile, il legislatore americano ha previsto vincoli più stringenti sull'azione delle agenzie, contenuti all'interno del Credit Rating Agency Reform Act.[19] Per la prima volta la normativa statunitense interviene direttamente sulle metodologie di formazione del giudizio, con l'obiettivo di migliorarne la trasparenza e l'informativa. Viene imposto alle agenzie di adottare meccanismi che possano evitare, o almeno gestire, i conflitti di interesse, sottoponendo le situazioni più critiche al giudizio di una Commissione. Per aumentare la trasparenza dei processi il legislatore ha previsto la Rule 17g-5, con cui si richiede alle agenzie di condividere su una piattaforma criptata le

[18] Cfr. "*Adoption of Amendments to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers*", Exchange Act Release 34-11497 of June 26, 1975; 40 F.R. 29795 of July 16, 1975.
[19] Cfr. Public Law 109-291, September 29, 2006.

informazioni prese ad esame per la valutazione, in modo tale che anche i competitor non coinvolti possano valutare la correttezza delle fonti utilizzate. Con l'obiettivo di migliorare la credibilità delle agenzie stesse e il valore della registrazione, la riforma prevede anche nuove regole sui requisiti di classificazione come NRSRO, in modo da evitare l'eccessiva concentrazione osservata fino a quel momento. L'unico limite posto ai controlli riguarda la metodologia di rilascio del rating, che rimane di pertinenza e riservata alle sole agenzie. Il primo tangibile effetto della riforma è stato l'aumento delle iscrizioni, che hanno raggiunto nel 2011 le undici unità.

L'impianto legislativo così creato ha mostrato tuttavia molteplici punti di debolezza, tra cui il più rilevante risiedeva nella mancanza totale di responsabilità in capo alle agenzie in caso di errori, visto il permanere dell'interpretazione giurisprudenziale di rating come 'mera opinione'.[20] La crisi dei mutui subprime ha mostrato la fragilità dell'impianto normativo del 2006 e ha nuovamente fatto luce sull'inadeguatezza dei giudizi delle agenzie e la negligenza nel processo di valutazione, in particolare riguardo ai prodotti di finanza strutturata. Così nel Luglio 2010 all'interno del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,[21] ha trovato spazio una nuova regolamentazione sulle agenzie di rating, inserita all'interno della sezione 939F. La nuova legislazione parte dal rinforzare i presidi creati nel 2006, per poi sanare gli ulteriori fallimenti venuti alla luce con la crisi. In primis viene rafforzato l'impianto della Rule17g-5: oltre ad una maggiore condivisione delle fonti informative utilizzate nel giudizio, il legislatore richiede una più ampia disclosure riguardo le metodologie utilizzate, oltre al track record dei rating già emessi. L'obiettivo è quello di migliorare la qualità dei rating emessi e la

[20] Cfr. nota 3.
[21] Cfr. Pub. L. 111-203, H.R. 4173.

loro confrontabilità, spingendo anche le agenzie che non hanno avuto mandato ad emettere il loro rating "unsolicited".[22] Le agenzie vengono ora sottoposte ad una più stringente vigilanza da parte della SEC, che prevede, almeno una volta l'anno, un rapporto sulle operazioni dell'agenzia registrata, oltre a un'attività di reportistica costante sui conflitti di interesse. A livello di governance viene imposta la presenza di almeno il 50% di consiglieri indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione. Gli interventi più incisivi riguardano tuttavia il contrasto dei fenomeni di "rating shopping" e di over-reliance. Nel primo caso il legislatore americano ha previsto un nuovo meccanismo, specificamente pensato per il mercato degli ABS (Asset Backed Securities), per cui è la stessa SEC a selezionare le agenzie responsabili dell'emissione del rating tra quelle che possono assicurare il miglior giudizio possibile, dopo aver valutato i vari dossier presentati. Per quanto concerne l'over-reliance, la nuova legislazione prevede un sempre minore affidamento al giudizio delle agenzie, soprattutto nell'ambito para-legislativo della Rule 15c3-1, e maggiore importanza ai meccanismi di valutazione interni.

Infine la più rilevante novità riguarda la predisposizione di un regime di responsabilità in capo alle agenzie: diversamente dall'interpretazione iniziale della giurisprudenza,[23] il Frank Amendament prevede una "particolare responsabilità", riguardo eventuali condotte negligenti che hanno inficiato il giudizio emesso e cagionato un danno all'investitore, la cui prova spetta all'investitore stesso.

---

[22] Cfr. CHAVERS - NOVICK - ROSENBLUM, *Credit rating agencies: reform, don't eliminate*, BlackRock Viewpoint, 2013.

[23] Tuttavia nel 2009 la Corte distrettuale di New York aveva già stabilito la non applicazione del primo emendamento nei giudizi di rating, rilevando infatti che "*where a rating agency has disseminated their rating to a select group of investors rather than to the public at large, the rating agency is not afforded the protection of the First Amendament*". Cfr. Abu Dhabi Commercial Bank et al. vs. Morgan Stanley, sentenza n. 7508 del 09/02/2009.

5. Il legislatore europeo ha affrontato il problema dei fallimenti del mercato del rating solamente nei primi anni 2000, in particolare dopo il caso Parmalat. Al fine di assicurare livelli di trasparenza e accountability adeguati. Il primo approccio scelto è di soft law: nel Dicembre 2004 è stato emanato dallo IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) il "Code of conduct fundamentals for credit rating agency",[24] il codice di condotta delle agenzie di rating. Il complesso dispositivo, recepito dalle agenzie volontariamente, ricalca le problematiche poi prese ad esame dal CRA Reform Act del 2006: la mancanza di trasparenza, i conflitti di interesse e i suoi possibili rimedi. Il codice, oltre a prevedere la redazione di un "codice di comportamento" proprio dell'agenzia, prevede al suo interno l'elenco di tutte le procedure da applicare per evitare l'insorgere di situazioni di interessi in conflitto, soprattutto riguardo la condotta degli analisti. Riguardo la trasparenza invece viene prevista una particolare disclosure sugli eventuali servizi ancillari prestati, e sulla loro influenza nel processo di emissione.

Per il primo intervento diretto del legislatore comunitario bisognerà aspettare altri cinque anni: nel 2009 viene emanato il Regolamento n. 1060, con cui le agenzie di rating vengono sottoposte ad un regime di normativo speciale, che prevede il controllo pubblico sul loro operato[25] e regole più stringenti sulla loro libertà di azione. Il corpo normativo rinforza i presidi previsti nel Codice IOSCO, in modo da migliorare l'individuazione, la gestione e il contrasto dei conflitti di interesse,[26] oltre a rendere il mercato più trasparente.[27] La gestione dei conflitti di interesse riguardanti il processo di analisi oc-

---

[24] Per una lettura completa, si rimanda al sito *www.iosco.org*.
[25] Cfr. Considerando n. 50 del Reg. (CE) n.1060/2009.
[26] Cfr. Considerando n. 26 del Reg. (CE) n.1060/2009.
[27] Cfr. Considerando n. 1 del Reg. (CE) n.1060/2009, in particolare "*E' pertanto essenziale che*

cupa gli articoli 6 e 7 e l'intero Allegato I del Regolamento. Nella formulazione originale[28] il legislatore europeo prevede che l'agenzia adotti "tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse",[29] grazie ad analisti che dispongano di conoscenze adeguate [30] e ad un meccanismo di rotazione, che eviti una eccessiva fidelizzazione del valutatore verso la società retata.[31] Viene previsto che nessun dipendente che abbia interessi, di natura partecipativa e non, nell'entità valutata partecipi al processo di rating; inoltre agli analisti è fatto divieto di acquistare strumenti finanziari emessi dai propri clienti.[32] I conflitti di interesse devono essere identificati, gestiti e resi noti. A livello organizzativo, il Regolamento prevede una "solida governance societaria",[33] che si traduce a livello gestorio in una particolare struttura: almeno un terzo dei membri del consiglio di amministrazione indipendenti; un dipartimento dedicato alla sola compliance normativa, che monitori e riferisca sull'adempimento degli obblighi previsti dal Regolamento; l'astensione dall'emissione di rating nei casi in cui esista un legame diretto con la società valutata; il divieto di fornire servizi di consulenza riguardanti gli elementi centrali della valutazione.[34] In materia di trasparenza, il legislatore europeo impone, in maniera sicuramente più diretta e repentina di quello statunitense, la comunicazione al pubblico delle metodologie e dei modelli utilizzati per la valutazione,[35] oltre ovviamente

le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità, e correttezza gestionale, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata".

[28] La materia in questione è stata profondamente riformata dal Regolamento (CE) n. 462/2013.

[29] Art. 6 comma 1 del Reg. (CE) n. 1060/2009.

[30] Art. 7 comma 1 del Reg. (CE) n. 1060/2009.

[31] Art. 7 comma 4 del Reg. (CE) n. 1060/2009.

[32] Cfr. Allegato I, lettera C n.1 del Reg. (CE) n.1060/2009.

[33] Cfr. Considerando n. 28 del Reg. (CE) n.1060/2009.

[34] Cfr. le lettere A e B dell'Allegato I del Reg. (CE) n.1060/2009.

[35] Art. 8 comma 1 del Reg. (CE) n.1060/2009.

all'informativa su eventuali conflitti di interesse. Il Regolamento disegna anche un sistema di vigilanza sulle agenzie, imperniato sull'obbligo di registrazione e una puntuale opera di controllo sulla compliance normativa in capo al Comitee of European Securities Regulator, il CESR, coadiuvato da un sistema di autorità nazionali.[36] Con il Regolamento 513/2011 la vigilanza viene assegnata ad un'unica autorità, che sostituisce l'impianto precedente: la European Securities and Markets Authority, l'ESMA.[37] L'autorità ha l'obbligo di analizzare e valutare le domande di registrazione, tenendo l'elenco dei soggetti autorizzati, e di vigilare sul loro operato.[38]

Il quadro disciplinare è stato modificato ancora nel 2013, in risposta soprattutto alla condotta delle agenzie sul mercato del debito sovrano europeo. Il Regolamento 462/2013 integra il dettato del Regolamento 1060/2009, in particolare rafforzando i presidi di contrasto ai conflitti di interesse, superando i problemi di over-reliance, migliorando la gestione e l'emissione dei rating sovrani e dei prodotti di finanza strutturata e aumentando il livello di trasparenza del mercato; per la prima volta inoltre viene introdotto, come negli Stati Uniti, un regime di responsabilità a capo delle agenzie. La disciplina dei conflitti di interesse viene rafforzata soprattutto prevedendo limiti al legame tra agenzie e uno specifico regime di "rotazione" nella valutazione. All'art.6 bis il legislatore europeo prevede il divieto di partecipazioni incrociate tra le varie agenzie, al fine di evitare situazioni di controllo incrociato.

L'articolo 6 ter, allargando alle agenzie quanto previsto per i singoli analisti, impone un regime di rotazione di quattro anni nella società valutatrice, in modo da evitare conflitti di interesse derivanti da eccessiva fidelizza-

---

[36] Artt. 14 e 21 del Reg. (CE) n.1060/2009.

[37] Cfr., in questione, il Considerando n.6 del Reg. (CE) n.513/2011, in cui viene sottolineato come "*L'AESFEM dovrebbe essere l'unica responsabile della registrazione e della vigilanza delle agenzie di rating del credito dell'Unione*".

[38] Art. 23 ter del Reg. (CE) 53/2011.

zione. Uno delle conseguenze dirette della rotazione è una maggiore concorrenzialità del mercato stesso, sia grazie all'esclusione del rischio che gli investitori percepiscano il cambiamento come un segnale di peggioramento nel merito di credito,[39] sia permettendo alle agenzie più piccole una maggiore diversificazione nella loro clientela. L'eccessivo affidamento ai giudizi delle agenzie e il loro ruolo nelle crisi degli ultimi anni, in particolare riguardo i debiti sovrani, hanno indotto il legislatore comunitario ad un'azione decisa riguardo l'over reliance. L'art. 5 bis suggerisce esplicitamente alle istituzioni finanziarie l'utilizzo di procedure interne di valutazione del credito, a patto che siano adeguate; il suggerimento viene esteso, agli art. 5 ter e 5 quater, anche agli organismi comunitari. Collegati all'over reliance anche i nuovi presidi in materia di trasparenza: la legislazione nasce in questo caso soprattutto in reazione all'eccessiva opacità delle valutazioni nel mercato dei nuovi strumenti derivati, come gli Asset Backed Securities. L'art. 8 ter prevede infatti che vengano fornite dall'agenzia informazioni supplementari, che permettano la sottoposizione degli strumenti a prove di stress; all'art. 8 quinquies invece si impone per queste tipologie di prodotti una doppia valutazione. Il legislatore europeo ha anche normato in maniera più precisa la pratica dei rating unsolicited sul debito sovrano: troppo spesso infatti negli ultimi anni il rilascio di nuove valutazioni è coinciso con momenti di forte stress e incertezza dei mercati.[40] La soluzione adottata è contenuta all'art. 8 bis, in cui il legislatore impone alle agenzie di comunicare preventivamente ogni Dicembre il calendario della pubblicazione delle revisioni dei rating sovrani dei successivi dodici mesi (comma 3), e obbliga ad un'analisi specifica su ogni Stato, senza che vi

[39] Cfr. Considerando n. 12 del Reg. (CE) 462/2013

[40] Cfr. Considerando n. 42 del Reg. (CE) 462/2013, in cui si sottolinea come sia "*opportuno e proporzionato che le agenzie di rating siano tenute a pubblicare tali rating solo dopo la chiusura delle attività e delle sedi di negoziazione stabilite nell'Unione e almeno un'ora prima della loro apertura*".

sia commistione con la situazione degli altri paesi.

La novità più importante contenuta nel Regolamento riguarda tuttavia l'introduzione di uno specifico regime di responsabilità in capo alle agenzie di rating nel caso di errori nella valutazione emessa. L'art. 35 bis prevede il risarcimento dei danni all'investitore o emittente cagionati da una condotta dell'agenzia di rating caratterizzata da dolo o colpa grave, condotta che sarà lo stesso accusatore, in sede giudicante, a dover dimostrare. La soluzione adottata rientra all'interno della fattispecie della responsabilità extracontrattuale, con l'obiettivo chiaro di evitare che a livello di singoli paesi vi sia il ricorso alla responsabilità civile, con il rischio di fenomeni di arbitraggio normativo.

6. Il legislatore europeo ha previsto che il soggetto emittente rating debba essere in primis autorizzato da ESMA: per ottenere il via libera le agenzie devono dotarsi di una serie di presidi, soprattutto in materia di conflitti di interesse e di trasparenza, che assicurino un processo di valutazione improntato su criteri di correttezza e veridicità, come previsto all'interno dei Regolamenti. Per capire quali sono concretamente i doveri in capo ai soggetti operanti nel mercato del rating europeo, si analizzerà il caso di Cerved Rating Agency,[41] una delle maggiori agenzie di rating operante nel mercato italiano.

Cerved Rating Agency nasce ufficialmente nel 2014 all'interno del gruppo Cerved, gruppo specializzato nell'informazione finanziaria e nella valutazione del credito, in particolare delle PMI italiane. Il gruppo nasce nel 2011 grazie ad una serie di acquisizioni, che permettono alla società di essere la prima agenzia di rating italiana autorizzata all'emissione, grazie al riconoscimento di External Credit Assesment Institution (ECAI) ottenuto da parte di

[41] Per ulteriori informazioni si rimanda alla consultazione del sito *ratingagency.cerved.com.*

Banca d'Italia nel 2008, che permette di utilizzare le sue valutazioni per il calcolo dei coefficienti patrimoniali.[42] Oltre al riconoscimento ECAI, CRA ha ottenuto l'autorizzazione da parte di ESMA nel 2012,[43] e successivamente il riconoscimento come Rating Tool nell'ambito dello Eurosystem Credit Assesment Framework (ECAF) da parte della Banca Centrale Europea, che permette l'utilizzo delle sue valutazioni nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento bancarie.[44] All'interno del mercato europeo del rating, Cerved Rating Agency rappresenta un esempio di realtà medio-piccola, nata all'indomani degli sforzi del legislatore per un mercato più concorrenziale. La sua dimensione limitata è testimoniata soprattutto dal perimetro di operatività: l'agenzia infatti concentra il suo business solamente nel ramo dei corporate rating, come la maggior parte delle realtà più piccole operanti sul mercato,[45] e si rivolge alla sola Italia. Nonostante il perimetro limitato, il numero di rating emessi è molto elevato: insieme ad ICAP, Cerved emette il 93% del totale delle valutazioni.[46] Questo è dovuto soprattutto alla tipologia di soggetti retati e di valutazioni emesse: CRA analizza soprattutto società di dimensioni microscopiche, piccole e medie, numericamente maggiori rispetto alle grandi imprese; inoltre le sue valutazioni sono utilizzate nella maggior parte dei casi da intermediari bancari sprovvisti di modelli interni, come 'rating non sollecitati' per il calcolo dei requisiti patrimoniali.

---

[42] Si rimanda alla pagina *ratingagency.cerved.com.*
[43] La lista delle agenzie autorizzate è consultabile sul sito *www.esma.europa.eu.*
[44] Per ulteriori informazioni, si rimanda alle informazioni contenute nel sito della Banca Centrale Europea, su *www.ecb.europa.eu.*
[45] Cfr. in particolare p. 11 del "*Techinal advice on the feasilibility of a network of small and medium sized CRA's*", redatto dall'ESMA nel Novembre 2013; si noti che, tranne i tre maggiori player di mercato (Standard & Poor's, Moody's e Fitch e, in parte, DBRS), solamente sei agenzie emettono più di una tipologia di rating.
[46] Cfr. punto n.18 della sezione III.IV del documento citato alla note precedente, in cui viene si sottolinea come la modalità di censimento ESMA si basa sul singolo soggetto valutato, e non sull'insieme dei rating emessi.

Prima di mostrare compiutamente tutte le misure prese per rispettare i parametri stabiliti dal legislatore europeo, è opportuno accennare ai rapporti che intercorrono tra l'agenzia e l'ESMA. L'autorità di vigilanza richiede un'attività continua di reporting; più in particolare, viene richiesto all'agenzia: con cadenza mensile, la lista delle rating action intraprese; con cadenza trimestrale, l'analisi dei costi e dei ricavi conseguiti grazie all'attività di rating, eventuali movimenti di personale all'interno della compagine degli analisti e l'eventuale nomina di nuove figure dirigenziali; ogni sei mesi, l'insieme dei verbali dei Consigli di Amministrazione e del Consiglio di Sorveglianza, del Comitato di Controllo e dell'organo facente funzione di audit; infine ogni anno viene inviata una relazione che contiene l'analisi delle fee richieste ai clienti, i bilanci certificati, la lista dei clienti rilevanti[47] e la relazione di trasparenza.[48] ESMA, nello svolgere i suoi compiti di vigilanza, effettua anche ispezioni direttamente nella sede delle agenzie, con l'obiettivo di verificare la conformità dei metodi di valutazione e l'adeguatezza all'incarico dei membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione, dell'Internal Audit e del Compliance Office; inoltre interroga i Direttori Generali e l'Amministratore Delegato sull'andamento dell'agenzia e controlla l'effettiva implementazione delle procedure descritte nei documenti di vigilanza.

In linea con quanto previsto dalla normativa, CRA ha predisposto un Codice di Comportamento, sulla falsariga di quello sviluppato in ambito IOSCO, e un documento specifico sulle politiche in materia di conflitti di interesse, sia per quanto riguarda gli analisti sia a livello societario.[49]

Vengono identificate cinque fattispecie di conflitti che possono riguar-

[47] Vengono definiti tali i clienti che, secondo quanto indicato all'interno sulla Politica in materia di conflitti di interesse, rappresentano più del 5% del fatturato dell'agenzia.
[48] Nel caso di Cerved Rating Agency, nel 2013 l'attività di reportistica è stata fatta dalla capogruppo Cerved Group.
[49] Entrambi i documenti sono disponibili al sito *ratingagency.cerved.com.*

dare il singolo valutatore: esistenza di un rapporto partecipativo nell'entità valutata, relazioni d'affari dirette con il soggetto retato, scambio di doni o favori, dimissioni dell'analista per ricoprire incarichi nel soggetto valutato, mancata rotazione dell'analista.[50] Cerved Rating Agency prevede che nessun analista che "possiede titoli derivati dall'entità valutata, eccetto che per quelli detenuti tramite organismi di investimento collettivo del risparmio" partecipi o influenzi la decisione sul credit rating. Il divieto viene esteso anche alle partecipazioni in società collegate e all'eventuale investimento successivo all'emissione della valutazione stessa.

La fattispecie su cui viene posto maggiore accento, non solo nel Codice oggetto di analisi ma in generale in tutte le soluzioni normative, è l'esistenza di rapporti diretti tra analista e soggetto valutato. In questa categoria infatti rientrano sia i legami familiari tra soggetto valutatore ed un dipendente dell'entità valutata sia l'esistenza di pregressi rapporti di lavoro del soggetto all'interno della stessa entità: se sussistono queste condizioni, l'analista non può essere coinvolto nella valutazione. Il Codice inoltre considera anche l'esistenza di "rapporti di altro genere, … , che potrebbero far sorgere, o anche solo far suppore l'insorgere di un conflitto di interesse" e la presenza di legami di natura personale, diversi da quelli familiari, con dipendenti dell'entità: nel primo caso, l'analista non partecipa alla definizione del rating; nel secondo caso il rapporto viene esaminato dal caposervizio o dal responsabile della Compliance, che valuterà la sussistenza di eventuali conflitti.[51] Nel caso vi sia uno scambio di doni o favori, si crea una palese situazione di conflitto: l'analista, oltre a dover restituire il dono o rifiutare il favore, non potrà svolgere l'attività di valutazione. Più interessante la fattispecie descrit-

[50] Cfr. il punto 2.13 del Codice di Comportamento dell'agenzia.
[51] Cfr. il punto 2.16 del Codice sopra citato.

ta al punto 2.17 del Codice, in cui si configura l'unica ipotesi che prevede la revisione anche dei giudizi passati dell'analista. In particolare sul punto si prevede che "Cerved Rating Agency sottoporrà ad attento scrutinio il lavoro svolto negli ultimi due anni dall'analista che lasciasse il proprio impegno presso la Società per un'occupazione presso un soggetto alla cui valutazione è stato impegnato o un'impresa finanziaria con la quale ha avuto rapporti nel quadro delle proprie funzioni": in questo modo quindi viene assicurata la conformità di tutte le valutazioni dell'analista interessato, e, in caso si palesi la presenza di un conflitto, vengono rivisti i rating su cui ha lavorato. Viene inoltre predisposto uno specifico divieto collegato al precedente: l'analista non può assumere, nei sei mesi successivi la valutazione, alcuna posizione dirigenziale all'interno dell'entità valutata. In conformità con la normativa europea[52] viene prevista la rotazione degli analisti assegnati ad una singola entità, in modo che non si crei un'eccessiva familiarità e accondiscendenza nelle valutazioni: il ciclo di rotazione è di cinque anni.[53] Il Codice prevede quindi che i conflitti di interesse siano resi noti prima dell'emissione della valutazione.

L'identificazione dei conflitti è demandata ad un particolare sistema organizzativo. In prima battuta all'interno dell'agenzia viene prevista la divisione tra attività di analisi ed ogni altra funzione che possa creare, anche potenziali, conflitti: per esempio gli analisti non vengono coinvolti in alcun modo nella negoziazione con i clienti. Quindi, prima che dell'assegnazione, Cerved Rating Agency richiede ad analisti e supervisori di firmare una dichiarazione sull'assenza di conflitti di interesse con il soggetto valutato. Il documento viene sottoposto alla verifica dell'ufficio di Compliance e inserito nella

[52] Cfr. Art.7 comma 4 del Regolamento (CE) n.1060/2009 e l'Allegato I, sezione C, par. 8b.
[53] Cfr. la sezione appositamente dedicata della Politica in materia di conflitti di interesse.

nota informativa al rating. Una volta che l'analista conclude la sua valutazione, il giudizio viene posto all'attenzione di un supervisore e di un Comitato rating: quest'ultimo dichiara l'idoneità o meno del giudizio, considerando anche le dichiarazioni firmata prima dell'inizio del processo. Anche la politica retributiva è pensata in modo da evitare la creazione di potenziali interessi confliggenti: la retribuzione infatti viene calcolata in linea con le pratiche di mercato (equità esterna) e pesata sull'inquadramento del dipendente, oltre che sul raggiungimento di obiettivi aziendali (equità interna).

La legislazione prevede una particolare struttura di governance e di proprietà, creata in modo tale che i conflitti di interesse non coinvolgano le direttive e l'agere aziendale. In primis, secondo anche quanto previsto dal dettato normativo,[54] all'interno della società viene istituito un Compliance Office, atto a verificare l'efficacia degli strumenti e dei presidi previsti dai Regolamenti europei e ad informare i dipendenti sulle politiche aziendali in materia di rischio di non conformità.[55]

La funzione, svolta in maniera indipendente e permanente, si esplicita in una molteplicità di compiti: con l'obiettivo di vigilare, prevenire eliminare e gestire il rischio di non conformità, sia alla normativa che al codice di comportamento interno, il compliance officer si occupa della redazione delle fattispecie di conflitti di interesse, verificando che i presidi e le misure adottate siano idonee; valuta la conformità dei nuovi prodotti; si occupa della formazione in materia dei dipendenti; verifica le rotazioni degli analisti e la concentrazione della clientela; partecipa alla validazione delle nuove metodologie di analisi. La funzione di Compliance agisce all'interno di un particolare sistema di controlli interni, che ha come obiettivo quello di assicurare l'integrità e

[54] Cfr. Allegato I sezione A paragrafo 5 del Regolamento (CE) n. 1060/2009.
[55] Cfr. Sezione 2, lettera b) del documento sulla Politica in materia di conflitti di interesse.

l'indipendenza del giudizio. Nel caso di CRA la funzione collabora, rimanendo indipendente nella struttura, con l'ufficio di Internal Audit della controllante Cerved, con il comitato di vigilanza rating e con il comitato di controllo e rischio: tutti questi riportano direttamente al Consiglio di Amministrazione. La funzione di Internal Audit, come nelle aziende del settore finanziario, vigila sull'adeguatezza e il rispetto delle politiche e delle procedure aziendali. Il comitato di vigilanza rating invece è l'organo deputato a monitorare l'adeguatezza delle procedure di valutazione utilizzate, revisionate almeno una volta l'anno.[56] Il comitato di controllo e rischio valuta il funzionamento dell'intero sistema di controllo e verifica che ci sia un'adeguata gestione dei rischi aziendali.

Per quanto riguarda le attività accessorie, Cerved Rating Agency offre alla propria clientela il Company Assessment, una valutazione sintetica sull'affidabilità di un'impresa, elaborata applicando una specifica procedura analitica. L'attività in questione non compromette né l'indipendenza né l'integrità delle valutazioni.

Uno delle mansioni del compliance officer riguarda anche la redazione dei criteri di iscrizione alla "black list", l'elenco dei soggetti per il quale CRA si astiene dall'emissione di rating in quanto sussistono ragionevoli presupposti per ritenere che ci siano conflitti di interesse. In particolare, il documento sulla Politica in materia di conflitti di interesse, nella sezione dedicata, prevede che non possano essere emessi giudizi a società: che abbiano un legame diretto con l'agenzia, come previsto dall'art. 2359 del c.c.; che partecipino per almeno il 10% nel capitale di CRA; che partecipino per almeno il 10% o abbiano un collegamento con entità di cui al punto precedente; che abbiano relazioni di affari con Cerved Rating Agency o con i suoi amministratori. La li-

[56] Cfr. punto 1.7 – 1 del Codice.

sta è rivista trimestralmente sulla base dei flussi informativi forniti dagli azionisti. Infine il Codice prevede il divieto di partecipazioni in più agenzie di rating. Viene puntualizzato infatti che all'azionista o socio che detenga più del 5% dell'agenzia o di una società che ne abbia controllo o influenza dominante si fa divieto di: detenere più del 5% del capitale di un'altra agenzia di rating del credito; avere il diritto di esercitare più del 5% dei diritti di voto in altra agenzia; nominare o revocare i membri del CdA o del consiglio di sorveglianza di altre agenzie; essere membro del Consiglio di Amministrazione o sorveglianza di un'altra agenzia; esercitare controllo o influenza dominante su altri soggetti emittenti. La responsabilità della prova è a carico comunque di CRA. I regolamenti europei[57] prevedono inoltre che vi sia la totale trasparenza sulle metodologie che l'agenzia utilizza nella valutazione del merito credito. Metodologie che devono essere "rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida"[58] e che vanno revisionate perlomeno una volta l'anno.[59]

La normativa inoltre sottolinea che vengano utilizzate tutte le informazioni disponibili, e della migliore qualità, per la formazione del rating. Cerved Rating Agency mette a disposizione sul proprio sito la documentazione relativa alle procedure utilizzate nella valutazione del rating sia di singole entità che di singole emissioni.[60] Il processo di emissione prevede una prima fase automatica, con cui, sulla base dei soli dati economici di matrice storica, si ottiene un primo score, che rispecchia la rischiosità dell'azienda da un punto di vista puramente quantitativo. L'analista quindi interviene valutando le altre informazioni disponibili (eventi negativi, settore, anagrafica) e richieden-

[57] Cfr. art.8 comma 1 del Regolamento (CE) n. 1060/2009.
[58] Cfr. Art.8 comma 3 del Regolamento sopra citato.
[59] Cfr. Art.8 comma 5 del Regolamento sopra citato.
[60] La documentazione è disponibile al sito *ratingagency.cerved.com.*

do al soggetto valutato, solamente se il rating è sollecitato, ulteriori notizie, soprattutto riguardo i progetti di sviluppo e i piani futuri.

Si ottiene quindi una prima proposta di valutazione, sottoposta al vaglio di un supervisore o del Comitato di rating. Questi decidono sulla bontà del processo di analisi e, a maggioranza, decidono sull'emissione del rating. Nel caso in cui venga accolta la proposta di rating dell'analista, il risultato della valutazione viene comunicato al soggetto analizzato con 24 ore di preavviso rispetto alla pubblicazione, in modo tale che questi possa valutarne la veridicità e in caso bloccarne la pubblicazione e fare appello per la revisione del giudizio. Una volta emesso il rating viene monitorato e sottoposto a revisione almeno una volta l'anno: il Codice prevede che CRA dedichi le risorse necessarie al monitoraggio e alla revisione e che, nel caso in cui la suddetta attività cessi, se ne debba dare adeguata informativa sul sito web dell'agenzia.

7. Lo studio pratico dell'applicazione della normativa europea permette di dimostrare che, soprattutto per quanto riguarda gli analisti, le situazioni di conflitto di interesse sono adeguatamente rilevate e monitorate, grazie sia ad un sistema di controlli particolarmente radicato, improntato sia su principi di massima pubblicità e trasparenza, sia ad un dialogo continuo con l'autorità di vigilanza, che svolge a sua volta una pervasiva opera di monitoraggio. Rimane tuttavia il dubbio sull'effettiva indipendenza delle agenzie, e quindi sul superamento del problema del conflitto di interesse a livello proprietario: queste infatti rimangono ancora di proprietà di grandi fondi e banche,[61] ossia i maggiori fruitori degli effetti, soprattutto benefici, delle oscillazioni dei

[61] Cfr. a riguardo l'articolo de Linkiesta.it: "*Agenzie di rating: chi controlla e chi dà i voti al mondo?*", consultabile su *www.linkiesta.it.*

rating. Le soluzioni normative adottate, sia nella legislazione statunitense che in quella comunitaria, appaiono troppo deboli per poter scalfire l'insieme di interessi che reggono il sistema delle agenzie, e quindi inadatte a sanare situazioni di effettivo errore di valutazione. Dimostrare una condotta dell'agenzia affetta da dolo o colpa grave è per l'investitore quasi impossibile: questo rende inutile anche la minaccia di successive sanzioni e della revoca della licenza. Va quindi rafforzato l'impianto di responsabilità in capo alle agenzie, in modo tale che, nonostante permangano situazioni di conflitto a livello proprietario, le agenzie siano costrette a valutare in maniera oggettiva. La dottrina ha previsto numerose evoluzioni dell'attuale assetto di responsabilità, improntate ad un maggiore coinvolgimento delle agenzie o ad una ulteriore modifica del loro assetto operativo. Una delle soluzioni proposte prevede che, nell'ambito di quanto già previsto dai Regolamenti europei, le agenzie contrattualmente determinino una percentuale dei loro profitti che funzioni da risarcimento, nel caso in cui il giudizio si riveli errato.[62] Un'alternativa sicuramente più ortodossa prevede invece un lento ritorno, grazie all'intervento legislativo, verso il subscriber-pays model, azzerando quindi la fonte della maggior parte dei conflitti di interesse.[63]

Claudio Castelli

Economist presso Cerved Group S.p.A.

---

[62] Cfr. ROMANO - TROISI, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2013, pagg.111-139; PACCES - ROMANO, *A Strict Liability Regime for Rating Agencies*, ECGI Working Paper Series in *Law, Working paper* n.245/2014.

[63] Cfr. COFFEE, *Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, in *Columbia Law and Economics Working Paper* n. 359, The Center for Law and Economic Studies – Columbia University School of Law, disponibile anche in *Law Working Paper* n. 145/2010, European Corporate Governance Institute.

LA DISCIPLINA COMUNITARIA DEI GESTORI DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI*.

(EU rules on alternative investment fund managers)

ABSTRACT: *This paper analyses the regulatory framework concerning alternative investment fund managers, which has recently undergone deep changes due to the implementation of Directive (EU) 2011/61 in the Italian regulation. The purpose is to provide an exhaustive overview of the key concepts of such regulation, focusing on the European regulation while highlighting some of its most critical profiles.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. L'ambito applicativo delle disciplina. - 3. I gestori di fondi europei per il venture capital e per l'imprenditoria sociale. - 4. Le attività esercitabili; la riserva di attività. - 5. L'autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio. - 6. I requisiti patrimoniali. - 7. Il "passaporto europeo" dei GEFIA. - 8. Il "passaporto europeo" dei FIA – la commercializzazione.

1. La Dir. 2011/61/UE[1] ("Alternative Investment Fund Managers Directive" – di seguito "Dir. AIFM", "la Direttiva") ha inteso armonizzare la disciplina

---

* Contributo approvato dai revisori.

[1] Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, integrata *i*. dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, in tema di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza; *ii*. dal Regolamento di esecuzione (UE) n. 447/2013 della Commissione del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura applicabile ai GEFIA che scelgono di sottoporsi alle norme della Dir. 2011/61/UE; *iii*. dal Regolamento di esecuzione (UE) n. 448/2013 della Commissione del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura di determinazione dello Stato membro di riferimento del GEFIA non UE; e *iv*. dal Regolamento delegato (UE) n. 694/2014 del 17 dicembre 2013 per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi.

(tanto regolamentare quanto di vigilanza) applicabile ai gestori di Fondi di Investimento Alternativi (di seguito, "FIA") operanti all'interno dell'Unione Europea, vale a dire gli organismi di investimento collettivo del risparmio non rientranti nell'ambito di applicazione della Dir. 2009/65/CE[2] ("Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities" – di seguito, "UCITS IV")[3]. In questa prospettiva, le due Direttive sopraccitate possono essere intese come "complementari" l'una all'altra, entrambe tese a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito, mitigandone i rischi di carattere sistemico e allo stesso tempo ripristinando la fiducia degli investitori nel mercato finanziario.[4]

E' opportuno sin da ora evidenziare che la AIFMD - e la relativa normativa di implementazione nazionale - non reca una disciplina dei Fondi di Investimento Alternativi, rintracciandosi il suo ambito di applicazione esclusivamente nei Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (di seguito, "GEFIA")[5] e limitan-

---

[2] Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

[3] La necessità di una disciplina europea che, per così dire, rendesse "armonizzati" i fondi di investimento "non armonizzati" la si è iniziata a percepire all'indomani della crisi finanziaria del 2008. Per approfondimenti, cfr. LUCIANO, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e impresa/Europa* n. 2/2011, 607; GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le Società* 10/2011; LEMMA, *Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, 2010, pp. 1227-1242; FERRAN, *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*, in *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* No. 176/2011.

[4] Cfr. *Relazione della Consob sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)*, dove si evidenzia che: "l'obiettivo dell'AIFMD è quello di ripristinare la fiducia, in primo luogo da parte degli investitori professionali, nella capacità dell'industria di allocare i risparmi in modo efficace, finanziando attività a valore attuale netto positivo, ed efficiente, in modo che il possibile trasferimento sulle strutture commissionali dei costi di conformità non eroda la convenienza degli investimenti, sostenendo la domanda di prodotti alternativi, accanto a quella dei meno rischiosi prodotti UCITS. Se tale obiettivo sarà raggiunto, potrebbero in prospettiva aprirsi ulteriori spazi di armonizzazione della disciplina relativa alla commercializzazione al dettaglio, ad oggi rimessa alla definizione di regole nazionali".

[5] Tra i profili disciplinati dalla Dir. AIFM vi sono: *i*) l'accesso al mercato, tanto nella fase ini-

dosi, in relazione ai primi, a fornirne una sintetica definizione. Ciò, in considerazione della grande eterogeneità constatabile in relazione alla struttura, alla composizione e alla gestione dei portafogli dei FIA, la quale eterogeneità costituirebbe senza dubbio un importante ostacolo all'armonizzazione del quadro giuridico in materia, obiettivo primario del legislatore europeo. Non può non constatarsi, tuttavia, come alla base di una siffatta policy vi sia anche l'intenzione del legislatore europeo di "assicurare" la sostanziale applicazione della disciplina, avendo probabilmente voluto evitare che i GEFIA reagissero all'introduzione di obblighi strettamente collegati ai FIA da essi gestiti mutandone la connotazione giuridica, così da sottrarre questi ultimi all'ambito applicativo della direttiva AIFM.

Conseguentemente, la disciplina applicabile ai Fondi di Investimento Alternativi continuerà ad essere quella adottata dai diversi legislatori nazionali, così come continuerà ad essere nazionale l'Autorità chiamata a vigilare sui FIA stabiliti nel proprio territorio. L'armonizzazione del quadro giuridico europeo in tema di gestione collettiva del risparmio – che, per inciso, è evidentemente destinata a far, quanto meno in parte, tramontare la tuttora vigente summa divisio tra fondi di investimento armonizzati e non – non osterà, quindi, a che gli Stati membri adottino discipline diverse, più o meno stringenti e costose in termini di compliance, per ciò che concerne i fondi di investimento alternativi in sé (si vedano, tra l'altro, le conseguenze sul diritto di commercializzazione, da parte dei GEFIA autorizzati, delle quote dei FIA all'interno del territorio dell'Unione, che pure costituisce uno dei capisaldi della Dir. AIFM).[6]

---

ziale (*i.e.* la disciplina dell'autorizzazione all'operatività dei GEFIA), quanto nella fase successiva all'autorizzazione (*i.e.* la disciplina della commercializzazione delle quote dei fondi); *ii*) le condizioni operative dei GEFIA (tra le quali: le politiche di remunerazione, la disciplina dei conflitti di interesse, la gestione del rischio, la gestione della liquidità, la delega di funzioni, le caratteristiche del depositario); *iii*) gli obblighi di trasparenza.

[6] Le suddette considerazioni evidenziano quanto rilevante sia, in tale ambito, e nonostante la de-

Ed infatti, l'approccio adottato dal legislatore delegato nell'ambito del recepimento della AIFMD[7] ha inteso confermare l'impostazione originaria del Testo Unico in materia di gestione collettiva, predisponendo per via primaria un complesso di regole comuni applicabili tanto ai gestori di OICVM quanto ai gestori di FIA e rimandando alla normativa secondaria della Banca d'Italia e della Consob, ognuna nell'ambito delle rispettive competenze, per ciò che riguarda le regole di dettaglio.

In questo contesto, le due Autorità – al fine di adeguare la disciplina secondaria al nuovo contesto normativo – hanno proceduto, previa consultazione pubblica, ad aggiornare i) il Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva; ii) il Regolamento Intermediari e il Regolamento Emittenti della Consob; iii) il Regolamento sulla gestione collettiva del

---

terminazione del legislatore comunitario nell'assicurare l'uniforme applicazione della disciplina nell'intero territorio europeo il pericolo di arbitraggio normativo. In questo contesto, ruolo essenziale è ricoperto dall'*European Securities and Markets Authority* ("ESMA"), autorità istituita, come noto, nell'ambito del sistema di Autorità di vigilanza comunitarie (costituenti *l'European System of Financial Supervisors* – ESFS), cui è demandato il compito di stabilire regole tecniche – impossibili da includere né all'interno delle direttive di primo livello né tantomeno nei regolamenti delegati di secondo livello – indirizzate alle Autorità di vigilanza nazionali. In aggiunta alla definizione delle dette regole – che assumono, essendo adottate attraverso regolamenti della Commissione direttamente applicabili negli ordinamenti nazionali, carattere "quasi-regolatorio" – l'Autorità esercita, poi, un'importante opera di soft-law attraverso l'emanazione di *guidelines* e *reccomendations*. Cfr. in tema BRESCIA MORRA, *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, in *Quaderni di Ricerca*, 44, 2003; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV. *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Pellegrini, Padova, 2012 p. 541; BAGLIONI – BONGINI – LOSSANI – NIERI, *Verso l'Unione bancaria europea: disegno istituzionale e problemi aperti*, in *Banca Impresa Società*, 2012, No. 3, p. 313 ss.; ENGST – TROISI, *Esma supervision. Specifity of the intervention in the derivatives market*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, p. 347.

[7] In data 25 marzo 2014 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, recante le norme di modifica del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo Unico delle Disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria"; di seguito, "Testo Unico", "TUF"), volte a consentire l'adeguamento della normativa nazionale alla Direttiva (nonché ad inserire le disposizioni necessarie all'applicazione dei regolamenti EuVECA e EuSEF).

risparmio della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità)[8].

A completare il panorama della rinnovata disciplina in tema di gestione del risparmio si è recentemente aggiunto, infine, il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30, attuativo dell'art. 39 del TUF ("DM 30/2015"), recante i criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR.

2. In via preliminare, è utile evidenziare la portata estremamente ampia – primissima manifestazione dell'intenzione armonizzatrice del legislatore comunitario - dell'ambito soggettivo della AIFMD; essa, infatti, stabilisce regole applicabili ai GEFIA UE (aventi sede legale in una Stato membro) che gestiscono uno o più FIA, a prescindere dal fatto che tali FIA siano FIA UE o FIA non UE[9]. Sono altresì sottoposti alla disciplina in parola, da un lato, i GEFIA non UE che gestiscono uno o più FIA UE e, dall'altro, GEFIA non UE che commercializzano uno o più FIA nell'Unione, a prescindere dal fatto che tali FIA siano FIA UE o FIA non UE.

Ai fini della valutazione di applicabilità della disciplina, peraltro, risulta irrilevante a) che il FIA sia di tipo aperto o chiuso[10]; b) che il FIA sia costituito in

---

[8] E', peraltro, interessante notare come il rinnovamento della disciplina comunitaria e interna dei Fondi di investimento alternativi sia stata l'occasione per rivedere – meglio definendolo e rinvigorendolo – il ruolo del soggetto depositario nell'ambito della gestione collettiva del risparmio. A tal proposito, si evidenzia, in massima sintesi, che la tendenza che va a delinearsi è quella di differenziare, in maniera netta, le attività a questo demandate: da un lato, l'attività *strictu sensu* di custodia, dall'altro le attività che al depositario possono essere demandate ma che esorbitano dall'ambito funzionale in relazione al quale la figura di depositario è stata istituita. Tale differenziazione, d'altronde, si riflette in un diverso – l'uno ordinario, l'altro più stringente – regime di responsabilità, che va a creare un sistema, si potrebbe dire, caratterizzato da un "doppio binario normativo".

[9] E' UE quel FIA che: *i*) è autorizzato o registrato in uno Stato membro secondo la normativa nazionale applicabile; oppure *ii*) non è autorizzato o registrato in uno Stato membro, ma ha la sede legale e/o la sede amministrava principale in uno Stato membro; di contro, è non UE il FIA che non rientra nella suddetta categoria.

[10] Nonostante la sancita irrilevanza, ai fini della valutazione circa l'applicabilità della disciplina,

forza del diritto contrattuale, in forma di negozio fiduciario, per legge o che abbia altra forma giuridica; infine, c) la struttura giuridica del GEFIA.

Di conseguenza, l'unico caso in cui la Dir. AIFM non trova applicazione – non avrebbe potuto essere altrimenti – lo si rintraccia in quello di un GEFIA non UE che gestisce (o commercializza) FIA non UE al di fuori del territorio comunitario.[11]

Dopo aver così definito l'ampio ambito di applicazione, la Direttiva procede con lo stabilire alcune importanti esenzioni. In particolare, va rammentato che, ai sensi dell'art. 3, par. 2, la disciplina non si applica, inter alia, alle società di partecipazione finanziaria (holding)[12] e alle società veicolo di cartolarizzazio-

---

del carattere aperto o chiuso del FIA gestito, tale distinzione assume, evidentemente, carattere critico nell'ambito delle norme circa la gestione della liquidità. A tal proposito, il Reg. delegato (UE) 694/2014 opera la distinzione tra GEFIA aperti e chiusi, facendo rientrare, tra i primi, i GEFIA che gestiscono un FIA le cui quote o azioni sono "riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell'avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente tramite le attività del FIA e secondo le procedure e la frequenza stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale" e, tra i secondi, i GEFIA non rientranti nella precedente categoria. Un'importante precisazione: il rimborso (o il riacquisto) delle quote o azioni del FIA, perché questo possa considerarsi aperto, deve avvenire a valere sul patrimonio del FIA stesso, non essendo rilevante a tali fini l'eventuale negoziabilità delle stesse in un mercato regolamentato. In tema, peraltro, il DM 30/2015, in relazione alla possibilità per i partecipanti di prevedere il rimborso anticipato delle quote, dopo aver definito in via residuale i fondi chiusi, prevede, tanto per i FIA *retail* quanto per i FIA riservati la possibilità di procedere – ove previsto dal regolamento del FIA, con cadenze superiori a quelle previste per i fondi aperti e senza che sorga un diritto in tal senso a favore dei partecipanti – a rimborsi anticipati su richiesta dei singoli partecipanti in occasione di nuove emissioni.
Per approfondimenti sulle diverse configurazioni che un fondo di investimento e, più in generale, un organismo di investimento collettivo può assumere cfr., fra tutti, ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in (a cura di) CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, 2010, CEDAM.

[11] Cfr. in questo senso, SAPIENZA, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi*, in *dirittobancario.it*, 6/2013.

[12] Ossia le società con una partecipazione azionaria in una o più altre società, il cui obiettivo commerciale è realizzare una strategia o delle strategie imprenditoriali attraverso le sue imprese figlie, società associate o partecipate per contribuire al loro valore a lungo termine e che sia una società: *i*) che opera per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione; ovvero *ii*) che non sia costituita con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle imprese figlie o società as-

ne[13].

Ulteriore esenzione è prevista per i GEFIA che gestiscono FIA i cui unici investitori sono i GEFIA stessi o loro imprese madri o imprese figlie o altre affiliate di tali imprese madri. Presumibilmente, il legislatore comunitario – considerato il carattere (atecnicamente) intra-gruppo della suddetta fattispecie – ha ritenuto non sussistere, in questo caso, interessi di ordine pubblico, né in termini di mitigazione del rischio sistemico né in termini di salvaguardia degli interessi degli investitori, in virtù dei quali estendere la discixplina AIFM ai suddetti GEFIA. Condizione necessaria perché tale esenzione possa applicarsi è, d'altro canto, che i quotisti o azionisti dei FIA gestiti non siano FIA essi stessi: se ne deduce che una tale struttura sarà esentata nel caso in cui gli investitori di cui sopra siano organismi soggetti alla Dir. UCITS IV.

La Direttiva introduce un regime agevolato per i GEFIA c.d. sotto-soglia, vale a dire quei gestori che gestiscono FIA il cui valore totale dei beni gestiti risulta di ammontare inferiore ai 100 milioni di Euro, ovvero 500 milioni per i fondi che non fanno ricorso alla leva finanziaria e le cui quote non sono rimborsabili prima di 5 anni dalla loro sottoscrizione.

I suddetti GEFIA, infatti, a norma della AIFMD, non sono tenuti a richiedere autorizzazione alcuna all'esercizio dell'attività, essendo sottoposti ad un molto più blando regime di registrazione presso lo Stato membro d'origine – dovendo, all'atto delle registrazione, identificare se stessi e i FIA che gestiscono presso le autorità competenti del medesimo Stato nonché fornire a queste ultime informazioni sulle strategie di investimento dei FIA che gestiscono. In ag-

sociate, come comprovato dalla sua relazione annuale o da altri documenti ufficiali.

[13] Altri soggetti esenti sono: *i*) gli enti pensionistici aziendali o professionali regolati dalla Direttiva 2003/41/CE; *ii*) le istituzioni sopranazionali; *iii*) i governi nazionali, regionali e locali e gli organismi o altre istituzioni che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici; *iv*) i regimi di partecipazione dei lavoratori o i regimi di risparmio dei lavoratori.

giunta a ciò – posta l'inapplicabilità della disciplina nel suo complesso – sono posti a carico dei GEFIA sotto-soglia alcuni obblighi di natura informativa, tra i quali vale la pena ricordare quello di fornire periodicamente informazioni sui principali strumenti in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazione dei FIA che gestiscono. Si noti: quest'ultimo obbligo – è così espressamente previsto – non è preordinato a consentire alle autorità di vigilanza una qualche forma, per quanto soft, di vigilanza sui GEFIA sotto-soglia bensì a consentire alle autorità competenti, destinatarie dei flussi informativi, di monitorare efficacemente il rischio sistemico, che pure, nell'impostazione del legislatore comunitario, questi player di minori dimensioni alimentano.

In tema di GEFIA sotto-soglia, dunque, il legislatore comunitario ha preferito sacrificare l'obiettivo della tutela degli interessi degli investitori a favore di una riduzione dei costi di compliance che si sarebbero altrimenti rivelati troppo onerosi per questa tipologia di gestori. D'altro canto, nessuno dei diritti di cui alla Direttiva è riconosciuto ai GEFIA sotto-soglia. Ciò, sempreché questi non esercitino l'opting-in di cui all'art. 3, par. 4 della Direttiva – i cui profili procedurali sono dettagliati dal già citato Regolamento di esecuzione (UE) 447/2013[14], che consente di sottoporsi su base volontaria alla disciplina AIFM.

Si segnala, tuttavia, che, nel recepire la disciplina in tema di gestori sotto-

[14] Nel dettaglio, il Regolamento di esecuzione stabilisce che le autorità competenti devono esaminare la richiesta di sottoporsi alle norme della direttiva 2011/61/UE e rilasciare la relativa autorizzazione alle stesse condizioni e secondo la stessa procedura applicabili al GEFIA che gestisce attività superiori alle pertinenti soglie previste all'articolo 3, paragrafo 2, di detta direttiva. E', inoltre, previsto che il GEFIA le cui attività scendono, dopo l'ottenimento dell'autorizzazione ai sensi della direttiva 2011/61/UE, al di sotto delle soglie previste all'articolo 3, paragrafo 2, della medesima, resta autorizzato e soggetto all'applicazione della direttiva nella sua integralità fino a che l'autorizzazione non gli è revocata. La revoca dell'autorizzazione, inoltre, non scatta automaticamente quando le attività gestite dal GEFIA autorizzato scendono al di sotto della pertinente soglia, bensì soltanto su richiesta del GEFIA stesso. Di conseguenza, non è possibile per il GEFIA chiedere di sottoporsi alle norme della direttiva 2011/61/UE finché è in possesso di un'autorizzazione rilasciata ai sensi della medesima, mentre il GEFIA cui è stata revocata, su sua richiesta, l'autorizzazione può chiedere di sottoporsi nuovamente alle norme di detta direttiva.

soglia, l'Italia ha usufruito della facoltà – pure prevista nella AIFMD – di adottare una disciplina più stringente. Infatti, la disciplina di rango secondario recentemente adottata prevede che i gestori sotto soglia siano autorizzati dalla Banca d'Italia secondo un regime analogo a quello delle SGR ordinarie, ma con una soglia di capitale minimo iniziale più bassa rispetto agli altri gestori (pari a 50 mila euro), tenuto conto dei limiti dimensionali e operativi di tali gestori[15].

3. Il quadro normativo comunitario in tema di gestori di fondi alternativi è stato infine completato dai regolamenti (UE) n. 345/2013 e 346/2013[16], che hanno predisposto una disciplina comune in tema di gestori di fondi europei per il venture capital (European Venture Capital Fund – "EuVECA")[17] e gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale (European Social Entrepreneurship Fund – "EuSEF"); meglio, hanno predisposto una disciplina comune in tema di utilizzo delle due suddette denominazioni[18], applicandosi, nel caso in cui il gestore non desideri beneficiarne, le norme nazionali e comunitarie "ordinarie".

Le due tipologie di GEFIA in analisi constano, in ogni caso, di una portata applicativa assai limitata. E', infatti, previsto che entrambi i regolamenti si appli-

---

[15] Nell'ambito della stessa consultazione avviata per il recepimento della AIFMD, infatti, l'impostazione adottata dal legislatore comunitario in tema di gestori sotto-soglia è stata oggetto di diverse critiche, evidentemente condivise dalla Banca d'Italia; si veda, ad esempio, la Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva AIFM, dove viene proposto di "prevedere anche per quelle Sgr che non superino le soglie prescritte dalla Direttiva AIFM un obbligo di autorizzazione (e non di registrazione), seppure stabilendo per dette Sgr un'applicazione proporzionata della disciplina nazionale di recepimento della Direttiva AIFM".

[16] Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il venture capital; regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale.

[17] Per approfondimenti cfr. CAPROTTI-VITALI, *Le nuove regole europee per il venture capital: un «level playing field» per il sostegno delle imprese innovative*, 2013, in *dirittobancario.it*.

[18] I regolamenti prevedono norme uniformi per la commercializzazione di tali particolari tipologie di FIA in tutta l'Unione, per la composizione del portafoglio di tali FIA, per gli strumenti e le tecniche di investimento che i gestori possono utilizzare nonché norme su organizzazione, condotta e trasparenza di questi ultimi.

chino esclusivamente ai gestori di organismi di investimento collettivo le cui attività gestite non superino complessivamente la soglia di cui si parlava in precedenza, al di sotto della quale un GEFIA è considerato sotto-soglia; in caso contrario, torna ad applicarsi la disciplina di cui alla Dir. AIFM.

E' comunque previsto che, nell'eventualità in cui un gestore originariamente registrato a norma dei regolamenti EuVECA o EuSEF – che conseguentemente presentava, al momento della registrazione presso l'autorità competente, un Asset Under Management inferiore a quello di cui sopra – superasse quest'ultima soglia, debba essere messo nelle condizioni di poter continuare ad utilizzare le suddette denominazioni. Ciò che si verifica in questo caso è - limitandoci alla disciplina comunitaria e non italiana che, come detto, prevede la necessaria autorizzazione anche dei GEFIA sotto-soglia - una duplicazione delle normative applicabili: se da lato il GEFIA, in quanto divenuto sopra-soglia, è tenuto a richiedere l'autorizzazione di cui alla Dir. AIFM nel rispetto delle procedure e dei requisiti "ordinari" da quest'ultima prevista, dall'altro l'utilizzo della denominazione continua a essere subordinato al rispetto (continuo) dei requisiti di cui ai regolamenti EuVECA e EuSEF.[19]

4. In questo contesto, l'art. 1, co. 1, lett. f) del D.lgs. 44/2014 va ad innovare la nozione di gestione collettiva del risparmio, rintracciandola nel "servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi". Le suddette attività sono, nell'impostazione del legislatore, inscindibili, per cui un gestore (tanto di OICVM quanto di FIA, come detto) non può essere autorizzato a prestare l'attività di gestione di portafogli senza che sia altresì autorizzato alla gestione del rischio, e viceversa. Le due attività, in altre parole, costituiscono il "contenu-

[19] Cfr. in questo senso anche il documento dell'ESMA recante ad oggetto "*Questions and Answers – Application of the EuSEF and EuVECA Regulations*" del 26 marzo 2014.

to minimo" di attività che il gestore deve necessariamente svolgere, delimitando esse, allo stesso tempo, l'ambito della riserva all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Com'è evidente, la nuova nozione di gestione collettiva non contempla più le attività di amministrazione del fondo e di cura dei rapporti con i partecipanti, attribuendo, d'altro canto, una particolare enfasi alla gestione dei rischi, ora distinta – per quanto legata da un rapporto di inscindibilità, come detto – dalla gestione del patrimonio dell'OICR. Rispetto al passato, dunque, non sarà più possibile costituire una Sgr c.d. "di promozione", che svolga, cioè, esclusivamente attività di amministrazione, senza gestirne il patrimonio (e i relativi rischi). Tale attività di amministrazione potrà essere, di conseguenza, esercitata alternativamente dalla Sgr stessa – sulla base dell'autorizzazione accordatale dall'Autorità di vigilanza competente[20] – ovvero da un soggetto terzo, nel rispetto della disciplina in tema di delega di funzioni. Si intuiscono da quanto appena esposto le ragioni che hanno portato il legislatore comunitario a porre particolare attenzione alla disciplina della delega di funzioni[21], atta a non "svuotare" il gestore delle attività strettamente inerenti all'attività gestoria esercitata e a prevenire che questa, affidando a soggetti terzi funzioni sue proprie – che la connotano funzionalmente – divenga una c.d. letter box entity.[22]

Ai sensi dell'art. 33, co. 2, TUF, poi, le Sgr possono altresì svolgere – in aggiunta alle suddette funzioni minime e supplementari – le seguenti attività

[20] E d'altronde la riformulazione dell'art. 33 del TUF (recante la disciplina delle attività esercitabili da parte delle Sgr) ha, comunque, consentito di "recuperare" la suddetta attività di amministrazione nella misura in cui viene previsto che le Sgr, oltre a gestire il patrimonio e i rischi degli OICR, amministrano e commercializzano gli OICR gestiti.

[21] Diversamente, la disciplina di cui alla UCITS IV rimette agli Stati membri la possibilità di decidere se e come consentire ad una Sgr di delegare funzioni inerenti all'attività gestoria da essa esercitate.

[22] Per approfondimenti, cfr. STEFANIN – GUSTATO, *La Direttiva 2011/61/UE: il regime delle deleghe di funzioni*, in *dirittobancario.it*, 12/2013.

ausiliarie: a) gestione di portafogli; b) istituzione e gestione di fondi pensione; c) attività connesse o strumentali[23]; d) i servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettera a), TUF, limitatamente alle quote di Oicr gestiti; e) servizio di consulenza in materia di investimenti; f) commercializzazione di quote o azioni di Oicr gestiti da terzi; g) il servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Si noti: la prestazione di quest'ultimo servizio è possibile esclusivamente ai gestori autorizzati a gestire FIA, essendo, al contrario, preclusa ai gestori autorizzati ex UCITS[24].

E' importante sottolineare, inoltre, che, ai sensi dell'art. 6 della Dir. AIFM, ai GEFIA (esterni: vale a dire le persone giuridiche nominate dal FIA o per conto del FIA e che tramite questa nomina sono responsabili della gestione del FIA) non è precluso gestire OICVM. A tal fine, però, è necessario che il GEFIA sia in possesso dell'apposita autorizzazione di cui alla Dir. UCITS IV.

---

[23] Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio definisce attività connessa quella che "consente di promuovere o sviluppare l'attività principale esercitata". Si noti che tale carattere di connessione deve, comunque, risultare da un'apposita delibera motivata adottata dall'organo di supervisione strategica della Sgr.
Sono, poi, strumentali, quelle attività che ha carattere ausiliario rispetto a quella principale svolta (a titolo indicativo: a) studio, ricerca, analisi in materia economica e finanziaria; b) elaborazione, trasmissione, comunicazione di dati e informazioni economiche e finanziarie; c) predisposizione e gestione di servizi informatici o di elaborazione dati; d) amministrazione di immobili ad uso funzionale; e) servizi di natura amministrativo/contabile.

[24] Come evidenziato da COLANTUONI nell'intervento al Convegno tenutosi a Milano il 29-30 settembre 2014, *Il recepimento in Italia della Dir. AIFM e la nuova disciplina del risparmio gestito, profili regolamentari e fiscali*: "il servizio di ricezione e trasmissione ordini sebbene non strettamente inerente all'attività gestoria esercitata dalla Sgr, conserva comunque un ruolo ancillare rispetto a tale attività e non ne altera la connotazione funzionale: come sarebbe a dirsi, invece, se, per ipotesi, la sgr fosse abilitata alla prestazione del servizio di negoziazione. Ed invero, il servizio di raccolta e trasmissione di ordini appartiene concettualmente al momento della "distribuzione" più che a quello della alienazione di prodotti finanziari e dunque sotto questo profilo risulta accostabile ad altre attività che la Sgr è abilitata a compiere quale, ad esempio, la commercializzazione di Oicr. Per tali considerazioni, l'inserimento della ricezione e trasmissione di ordini nell'alveo delle operazioni che la Sgr è legittimata a compiere non pare di per sé idoneo ad annacquare quella distinzione tra gestione (tipicamente e necessariamente rimessa alla sgr) e scambio (tipicamente precluso alla Sgr, sia nella forma "pura", cioè della negoziazione per conto proprio, sia nella forma "intermediata" della negoziazione per conto altrui) sulla quale continua a fondarsi la peculiarità della figura in esame".

L'autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio

La riserva di attività si sostanzia nella necessaria autorizzazione, da parte dell'Autorità competente dello Stato membro di origine[25], che il (candidato) GEFIA deve ottenere per poter operare.

L'elenco che la Direttiva fa dei documenti da allegare all'istanza coincide sostanzialmente con il medesimo elenco di cui alla Dir. UCITS IV[26]; tant'è vero che viene espressamente previsto che una Sgr già autorizzata ai sensi di quest'ultima non sia tenuta, nel presentare domanda di autorizzazione come GEFIA, a fornire informazioni e/o documenti già forniti nel corso dell'iter autorizzativo ex UCITS. Tale approccio tendenzialmente unitario – volto a evitare la

[25] E' altresì previsto, in capo all'Autorità competente a rilasciare l'autorizzazione, un dovere di consultazione con le pertinenti Autorità degli altri Stati membri interessati quando il candidato GEFIA è: a) un'impresa figlia di un altro GEFIA, di una società di gestione di OICVM, di un'impresa di investimento, di un ente creditizio o di un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro; b) un'impresa figlia dell'impresa madre di un altro GEFIA, di una società di gestione di OICVM, di un'impresa di investimento, di un ente creditizio o di un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro; e c) una società controllata dalle stesse persone fisiche o giuridiche come quelle che controllano un altro GEFIA, una società di gestione di OICVM, un'impresa di investimento, un ente creditizio o un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro.

[26] In particolare, con riferimento al GEFIA, devono essere fornite le seguenti informazioni: a) informazioni sulle persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA; b) informazioni sull'identità degli azionisti o dei soci del GEFIA di FIA, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che detengono partecipazioni qualificate, nonché gli importi delle partecipazioni; c) un programma di attività che delinei la struttura organizzativa del GEFIA; d) informazioni in materia di politiche e prassi remunerative; e) informazioni sulle modalità adottate per delegare e subdelegare a terzi funzioni.
Con riferimento ai FIA che intende gestire, poi, il GEFIA deve altresì fornire alle Autorità competenti dello Stato membro di origine le seguenti informazioni: a) informazioni sulle strategie d'investimento, compresi i tipi di fondi sottostanti, se il FIA è un fondo di fondi, e la politica del GEFIA in merito al ricorso alla leva finanziaria, sui profili di rischio, nonché sulle altre caratteristiche dei FIA di cui ha la gestione o che intende gestire, comprese le informazioni sugli Stati membri o i paesi terzi in cui tali FIA sono stabiliti o si prevede che siano stabiliti; b) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito, se il FIA è un FIA di alimentazione; c) il regolamento o i documenti costitutivi di ogni FIA che il GEFIA intende gestire; d) informazioni sulle disposizioni adottate per la nomina del depositario per ciascun FIA che il GEFIA intende gestire; e) eventuali informazioni supplementari, per ciascun FIA che il GEFIA gestisce o intende gestire.

creazione di un "doppio binario" normativo per i gestori UCITS e GEFIA e corrispettivamente ridurre gli oneri di compliance per i gestori autorizzati alle gestione di entrambe le tipologie di OICR – è stato, d'altronde, prima esplicitato nella stessa nota illustrativa al documento di consultazione[27] e successivamente recepito nella disciplina di cui al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

Da un punto di vista procedurale, all'Autorità competente è imposto un termine di tre mesi decorrente dalla presentazione della domanda "completa", per comunicare l'esito dell'iter autorizzativo. Tale termine – prorogabile per una massimo di tre mesi aggiuntivi – è da considerarsi di natura acceleratoria, essendo previsto che i GEFIA possano iniziare a gestire FIA "non appena ottenuta l'autorizzazione"; se ne deduce la non vigenza del meccanismo del silenzio-assenso.

L'articolo 8 della Dir. AIFM detta le condizioni necessarie per la concessione dell'Autorizzazione. In particolare, è necessario che:

il GEFIA sia, in via generale, in grado di soddisfare le condizioni fissate dalla Direttiva stessa; giova ricordare, al riguardo, che le suddette condizioni devono essere rispettate in via continuativa, non costituendo elementi rilevanti nel solo momento autorizzativo;

il GEFIA rispetti i requisiti patrimoniali previsti dal successivo articolo 9, di cui si discorrerà appresso;

le persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA abbiano i requisiti di onorabilità e di esperienza sufficienti anche in rapporto alle strategie di investimento perseguite dai FIA gestiti dal GEFIA;

---

[27] Dove si legge che: "tenuto conto, da un lato, della ratio sottesa a taluni profili disciplinari AIFMD, che ne rendono opportuna l'applicazione anche ai gestori di OICVM, e d'altro lato, dell'esigenza di ridurre gli oneri di compliance per i gestori autorizzati alla gestione sia di OICVM che di FIA, l'applicazione di talune disposizioni del framework AIFMD è stata estesa anche ai gestori di OICVM".

gli azionisti o i soci del GEFIA che detengono partecipazioni qualificate siano idonei, tenendo conto dell'esigenza di garantire la sana e prudente gestione del GEFIA;

la sede amministrativa principale e la sede legale del GEFIA siano situate nello Stato membro dell'Autorità ricevente l'istanza.

E' inoltre previsto – la ratio sottostante tale previsione è probabilmente quella di limitare la comunque molto ampia discrezionalità di cui le Autorità di vigilanza godono nella fase autorizzativa – che questa rifiuti di concedere l'autorizzazione quando l'esercizio delle funzioni di vigilanza sia impedito da uno dei seguenti elementi:

stretti legami tra il GEFIA e altre persone fisiche o giuridiche;

le disposizioni legislative, regolamentari o amministrative del paese terzo applicabili alle persone fisiche o giuridiche con le quali il GEFIA ha stretti legami;

le difficoltà dovute all'applicazione delle predette disposizioni legislative, regolamentari o amministrative.

All'esito positivo delle suddette valutazioni, l'Autorità competente adotta il provvedimento autorizzativo[28], informando di ciò l'ESMA. Tale ultima Autorità

[28] Si noti che è data facoltà alle Autorità di restringere la portata dell'autorizzazione, in particolare per quanto riguarda le strategie di investimento dei FIA che il GEFIA è autorizzato a gestire.
E', inoltre, previsto che, qualora intervengano modifiche sostanziale delle condizioni in base alle quali è stata rilasciata l'autorizzazione, queste debbano essere notificate all'Autorità competente dello Stato membro di origine, prima dell'attuazione delle stesse. Tali Autorità hanno a disposizione un mese dalla ricezione della comunicazione – prorogabile per un ulteriore mese – per imporre restrizioni alle suddette modifiche, ovvero rigettarle (vige, in quest'ambito, il meccanismo del silenzio-assenso). Nel caso in cui un GEFIA intenda procedere ad ampliare il proprio *range* operativo, in particolare, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prescrive che questo debba darne preventiva comunicazione all'Autorità; quest'ultima è tenuta a comunicare al GEFIA – entro un termine che va dai trenta ai sessanta giorni, a seconda dei casi – la (eventuale) insussistenza di motivi ostativi a tale ampliamento operativo. E', inoltre, previsto che, nell'eventualità in cui la prospettata modifica consista nella gestione di OICR non contemplati nel provvedimento di autorizzazione iniziale, la Banca d'Italia possa, sulla base di una valutazione dell'adeguatezza del sistema di gestione del rischio, delle misure organizzative adottate, del potenziale impatto della sulla stabilità finanziaria della tipologia di OICR, avviare

è chiamata, quindi, a tenere un registro centrale pubblico che identifica ciascun GEFIA autorizzato, un elenco dei FIA gestiti e/o commercializzati nell'Unione da detto GEFIA e l'autorità competente per ciascun GEFIA.

La disciplina della fusione e scissione di gestori di OICR, poi, è disciplinata dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, dove si prevede che tale tipo di operazione debba in ogni caso essere preventivamente autorizzato dalla Banca d'Italia; ciò, è espressamente statuito, al duplice fine di valutare gli impatti dell'operazione sulle società coinvolte e sui rapporti intercorrenti tra queste ultime e i partecipanti ai fondi da questi istituiti e/o gestiti; e di verificare l'adeguatezza dei profili tecnici e organizzativi del gestore risultante dall'operazione e, più in generale, l'esistenza di condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione.

5. La dotazione patrimoniale minima di un GEFIA esterno, a norma della AIFMD, è pari a 125.000 Euro, soglia elevata a 300.000 per i GEFIA gestiti internamente (i.e. i GEFIA gestiti da un board interno). Per inciso, tali requisiti patrimoniali minimi, uniformi a quelli già stabiliti dalla Dir. UCITS IV, risultano essere ampiamente inferiori a quelli ad oggi stabiliti dalla normativa interna, che prevede che una Sgr non possa essere autorizzata se non in presenza di un capitale sociale superiore ad un milione di euro.

---

un procedimento amministrativo di ufficio di divieto (da concludersi entro 60 giorni).
Per quanto riguarda, infine, il tema della revoca dell'autorizzazione, questa può avvenire qualora il GEFIA: a) non utilizzi l'autorizzazione entro dodici mesi, vi rinunci espressamente o abbia cessato l'attività disciplinata dalla presente direttiva da sei mesi, a meno che lo Stato membro interessato non abbia disposto la decadenza dell'autorizzazione in tali casi; b) abbia ottenuto l'autorizzazione tramite false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; c) non soddisfi più le condizioni di rilascio dell'autorizzazione; d) non soddisfi più le condizioni di cui alla direttiva 2006/49/CE se l'autorizzazione comprende anche la gestione discrezionale di portafogli di cui all'articolo 6, paragrafo 4, lettera a), della Direttiva; e) abbia gravemente o sistematicamente violato le disposizioni adottate in applicazione della presente direttiva; ovvero f) ricada in uno dei casi in cui la revoca è prevista dall'ordinamento nazionale, per questioni che esulano dall'ambito di applicazione della presente direttiva.

E', poi, previsto – ed è, questa, una chiara manifestazione dell'intenzione del legislatore comunitario di graduare gli oneri di compliance in funzione delle dimensioni del GEFIA, in applicazione del principio di proporzionalità – che i GEFIA aventi in gestione portafogli il cui valore è superiore a 250 milioni di euro debbano dotarsi di fondi propri aggiuntivi commisurati alla massa gestita, investiti in liquidità o in attività prontamente convertibili in contanti nel breve termine (non potendo, peraltro, includere posizioni speculative). Nel dettaglio, il valore di detto importo supplementare è pari allo 0,02 per cento della massa eccedente la già menzionata soglia di 250 milioni di euro[29].

E', infine, stabilito, da un lato, che il GEFIA debba in ogni caso detenere fondi propri per un importo pari a un quarto delle spese fisse generali dell'esercizio precedente e, dall'altro, che il valore totale del capitale e dei fondi propri richiesti non possa mai superare 10 milioni di euro.

La ratio sottesa alle due tipologie di dotazione patrimoniale richiesta è profondamente diversa. La previsione del capitale minimo, infatti, non risponde – non potrebbe rispondere, data la sua esiguità – alle esigenze di copertura del rischio derivanti dall'attività posta in essere dal GEFIA, bensì a quella di disincentivare l'ingresso nel mercato di player non presentanti caratteristiche, non solo di carattere patrimoniale, adeguate all'importanza e alla delicatezza della funzione che si appresterebbero a svolgere. Alle suddette esigenze di copertura del rischio associato alla gestione del risparmio sono, d'altronde, chiamati i ben più consistenti obblighi di dotarsi di fondi propri commisurati alla massa gestita.[30]

---

[29] Si noti che è data facoltà agli Stati membri di dispensare i GEFIA dall'obbligo di fornire fino al 50 per cento dell'importo supplementare di fondi propri se essi beneficiano di una garanzia di pari importo fornita da un ente creditizio o da un'impresa di assicurazione con sede legale in uno Stato membro, oppure in un paese terzo purché siano soggetti a norme prudenziali che le autorità competenti ritengono equivalenti a quelle stabilite dal diritto dell'Unione.

[30] In questo senso, cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit.; ANNUNZIATA, *Enciclopedia del diritto*, voce *Impresa di investimento*.

E' fortemente innovativa, poi, la previsione secondo la quale i GEFIA devono coprire i potenziali rischi di responsabilità professionale (i.e. i rischi di perdite o danni causati da un soggetto rilevante a seguito di negligenza nell'esecuzione di attività di cui il GEFIA è legalmente responsabile, derivanti non solo dall'esercizio della gestione collettiva ma di tutti i servizi al cui svolgimento sono autorizzati ai sensi della Direttiva[31]), mediante: i) fondi propri aggiuntivi (anch'essi investiti in attività altamente liquide); ovvero ii) dotandosi di un'assicurazione della responsabilità civile professionale in caso di responsabilità per negligenza professionale.

Sempre in tema di responsabilità professionale, giova ricordare che l'art. 13 del Reg. 231/2013 pone in capo ai GEFIA alcuni requisiti di tipo qualitativo intesi a far fronte ai rischi da essa derivanti[32], tali requisiti rendendo evidente la natura di extrema ratio che connota i requisiti "quantitativi" di cui sopra.

6. La disciplina in tema di operatività transfrontaliera dei GEFIA di cui al rinnovato TUF riflette evidentemente la direzione indicata dal legislatore comunitario in proposito; vale la pena rammentare quanto questo profilo costituisca

---

[31] L'art. 12 del Reg. 231/2013 specifica che sono, *inter alia*, rischi di responsabilità professionali i rischi di: a) perdita di documenti attestanti la titolarità delle attività del FIA; b) dichiarazioni false o fuorvianti fatte al FIA o ai suoi investitori; c) atti, errori od omissioni che determinano la violazione: i) di obblighi legali e regolamentari; ii) dei doveri di competenza e cura nei confronti del FIA e dei suoi investitori; iii) dei doveri del fiduciario; iv) degli obblighi di riservatezza; v) del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA; vi) del mandato dato al GEFIA dal FIA; d) omissione di istituire, attuare e mantenere procedure appropriate per impedire atti disonesti, fraudolenti o dolosi; e) valutazione di attività o calcolo dei prezzi delle quote/azioni effettuati in modo non corretto; f) perdite derivanti da perturbazioni dell'attività, disfunzioni del sistema, disfunzioni dell'elaborazione delle operazioni o della gestione dei processi.

[32] Nel dettaglio, il GEFIA è tenuto, tra l'altro, a: *i*) attuare politiche e procedure efficaci per la gestione del rischio operativo interno al fine di identificare, misurare, gestire e monitorare adeguatamente i rischi operativi, compresi i rischi di responsabilità professionale, ai quali il GEFIA è o potrebbe essere ragionevolmente esposto; *ii*) istituire una banca dati sulle perdite storiche, nella quale sono registrati le disfunzioni operative, le perdite e i danni subiti; *iii*) monitorare su base continuativa le esposizioni al rischio operativo e alle perdite subite nonché a rendere periodicamente tali informazioni oggetto di informativa interna.

– insieme alle regole concernenti la commercializzazione di FIA, di cui si tratterà innanzi – uno degli aspetti chiave dell'intero impianto regolatorio, finalizzato, come già più volte evidenziato, a creare un mercato europeo degli OICR non-UCITS e a consentire ai gestori di FIA di sviluppare la propria operatività in una prospettiva cross-border, senza che a ciò si accompagnino oneri ulteriori.

In quest'ottica, gli articoli 41-ter e 41-quater vanno a disciplinare l'operatività transfrontalieria rispettivamente dei GEFIA UE e dei GEFIA non UE. L'impostazione comune risulta essere improntata al regime della c.d. "autorizzazione unica", peraltro già adottata in ambito UCITS: dall'autorizzazione ottenuta dall'Autorità di vigilanza competente deriva il diritto, in capo al GEFIA, svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio[33] nell'intero territorio comunitario, tanto in regime di libera prestazione di servizi quanto con stabilimento di succursali.

Nessuna ulteriore autorizzazione si rende a tal fine necessaria (non potendo, peraltro, lo Stato membro ospitante imporre al GEFIA obblighi aggiuntivi nelle materie disciplina dalla Direttiva). Il diritto di cui sopra diviene, infatti, esercitabile con il semplice esperimento di una procedura di notifica – leggermente più onerosa e lunga in caso di stabilimento di succursale, consistente in sostanza in una comunicazione da parte dell'autorità competente dello Stato d'origine del GEFIA all'autorità dello Stato membro ospitante dell'intenzione del

[33] Sul tema, è interessante constatare che la Direttiva non contiene alcun riferimento all'attività di *istituzione* di FIA, limitandosi a disciplinare la *gestione* di FIA stabiliti in un altro Stato. Cfr. in proposito STEFANIN – GUSTATO, *La direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*, cit., dove si evidenzia che tale impostazione "potrebbe generare - ove si accedesse ad una interpretazione letterale del termine "gestire" – dubbi interpretativi riguardo alla facoltà dei GEFIA di beneficiare di un regime di passaporto europeo anche per l'attività di istituzione dei FIA". I due Autori proseguono evidenziando che d'altronde "l'interpretazione più logica e coerente con la ratio della Direttiva pare senza dubbio essere quella di includere nell'ambito del concetto di "gestione transfrontaliera" di FIA anche l'istituzione degli stessi". Cfr. in tema anche FRANCAZI, *Recepimento della AIFMD in Itali e spunti EMIR*, in *dirittobancario.it*, 4/2014.

GEFIA di prestare i propri servizi (i servizi per i quali è autorizzato) in quest'ultimo.

Per quanto riguarda i GEFIA non UE autorizzati in uno Stato comunitario che intendono gestire un FIA stabilito in uno Stato comunitario diverso da quello nel quale è autorizzato, tanto in libera prestazione di servizi quanto mediante stabilimento di succursali, si applicano, poi, le medesime regole suesposte[34].

7. In tema di commercializzazione di Fondi di investimento alternativi nel territorio comunitario, è innanzitutto necessario delimitare i confini entro i quali un tal tipo di attività si realizza. A tal proposito, l'articolo 43 del TUF – replicando la direttiva AIFM – definisce la commercializzazione come l'attività consistente nella "l'offerta, anche indiretta, su iniziativa o per conto del gestore, delle quote o azioni del FIA gestito rivolta ad investitori residenti o aventi sede legale nel territorio dell'UE"[35]. Se ne deduce che, verosimilmente, il c.d. "marketing passivo", nelle sue diverse forme, non rientri nello scopo della disciplina in parola[36].

---

[34] Cfr., come evidenziato da ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2014, tale aspetto risulta essere tra quelli presentanti maggiori profili innovativi della AIFMD, "peraltro non del tutto scevro da difficoltà interpretative e applicative".

[35] E' interessante notare che la definizione dell'attività di commercializzazione (di FIA) suesposta non è ripresa dall'art. 42, TUF, concernente la commercializzazione di OICVM, ponendosi in questo modo il dubbio che i rispettivi ambiti di applicazione possano in qualche modo differire.

[36] Cfr. in tema il documento conclusivo della Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi; cfr., inoltre STEFANIN – GUSTATO, *La direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*, cit., dove si evidenzia che, oltre alla fattispecie *classica* in cui – senza alcuna sollecitazione e/o offerta diretta o indiretta del GEFIA – un investitore si rivolge a quest'ultimo, di propria iniziativa, al fine di effettuare un investimento in uno dei suoi FIA, dovrebbe parimenti rientrare nella categoria di marketing passivo in cui – sempre in assenza di alcuna forma di promozione, offerta o "sollecitazione" – un potenziale investitore (sia professionale che retail) si rivolge, di propria iniziativa, ad un intermediario autorizzato nel proprio Paese al fine di conferirgli un ordine di sottoscrizione di quote o azioni di un FIA non commercializzato in detto Paese. Sottolineano, comunque, gli Autori come "tale fattispecie risulterebbe di più difficile realizzazione (posto che parrebbe difficile non configurarsi un'attività "proattiva" dell'intermediario). […] In tale ipotesi, infatti, detto intermediario potrebbe raccomandare la sottoscrizione di un FIA UE quale investimento più adatto al suo profilo

Il quadro entro il quale la disciplina nazionale in tema si muove è quello delineato dall'art. 32, co. 1, della Direttiva, dove viene stabilito che: "gli Stati membri assicurano che un GEFIA UE autorizzato possa commercializzare quote o azioni di un FIA UE che gestisce presso gli investitori professionali in uno Stato membro diverso dal suo Stato membro d'origine quando sono soddisfatte le condizioni[37] di cui al presente articolo".

In questo modo, la dir. AIFM estende, il regime del passaporto comunitario, già previsto per gli OICVM, ai Fondi di Investimento Alternativi; si noti (è opportuno ribadirlo): ai soli fini della commercializzazione presso investitori professionali.

Profilo critico da molti evidenziato in sede di recepimento della normativa in esame in ambito nazionale è stata l'estensione dell'ambito di applicazione di detta procedura di notifica alla commercializzazione di FIA riservati italiani, gestiti da GEFIA italiani. Ciò, in considerazione del fatto che la disciplina italiana prevede che la commercializzazione può avviarsi solo successivamente ad

---

di investimento. Successivamente, il cliente – ove interessato all'investimento – potrebbe conferire al cennato intermediario (o a un diverso soggetto autorizzato alla prestazione di servizi e attività di investimento) l'ordine di sottoscrizione delle quote del FIA oggetto della raccomandazione personalizzata".

[37] Le dette condizioni si sostanziano nel rispetto di una procedura di notifica consistente nella a. trasmissione di una notifica da parte del GEFIA alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine in merito a ciascun FIA UE che intende commercializzare; b. trasmissione, nei venti giorni lavorativi successivi al ricevimento del fascicolo, da parte delle Autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA autorità competenti degli Stati membri in cui si intende commercializzare il FIA – informando al contempo, senza indugio, il GEFIA interessato dell'avvenuta trasmissione. Quest'ultimo potrà iniziare a commercializzare il GEFIA nello stato ospitante a partire dalla data di detta notifica.
Si rileva che – confrontando la procedura di notifica in parola con l'analoga procedura prevista dalla UCITS IV – si rinvengono, tra le tante corrispondenze, le seguenti discordanza: *i*. mentre ai sensi della UCITS IV la procedura di notifica va esperita quando si intende commercializzare un OICVM in un paese diverso da quello di origine dell'OICVM stesso, la AIFMD prevede che si debba così procedere quando si intende commercializzare un FIA in un paese diverso dallo Stato membro di origine del GEFIA; *ii*. analogamente, la notifica, ai sensi della UCITS IV, va indirizzata all'Autorità competente del Paese in cui l'OICVM è stato autorizzato mentre, nel nostro caso, il destinatario della stessa è l'Autorità competente dello Stato membro di origine del GEFIA.

un'apposita comunicazione che la Consob (i.e. l'Autorità competente in Italia) è tenuta ad inviare al gestore del FIA – e non, come invece previsto dalla disciplina comunitaria, a seguito del buon esito della procedura di notifica nei confronti dell'Autorità – pone seri dubbi circa la perdurante effettività dell'eliminazione dell'obbligo di autorizzazione dei regolamenti di FIA riservati.

Sebbene il regolamento dei FIA riservati continui a non essere soggetto ad autorizzazione da parte della Banca d'Italia, è di palmare evidenza che l'impossibilità di commercializzare il FIA – che conseguirebbe ad un'eventuale mancata comunicazione da parte della Consob che, si badi bene, agisce in quest'ambito d'intesa con la Banca d'Italia – corrisponderebbe, in ogni caso, ad una sorta di divieto ad operare, non potendo il fondo reperire i capitali necessari alla propria operatività.

Passando al tema della commercializzazione nei confronti di investitori al dettaglio, l'unica previsione rinvenibile nel testo della Dir. AIFM (art. 43, par. 1) è, si diceva, quella in cui si stabilisce che "gli Stati membri possono consentire ai GEFIA di commercializzare presso gli investitori al dettaglio sul loro territorio quote o azioni dei FIA che gestiscono a norma della presente direttiva", eventualmente ponendo a carico del GEFIA o del FIA prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai FIA commercializzati presso investitori professionali. Ciò, non potendo comunque imporre ai "FIA UE stabiliti in un altro Stato membro e commercializzati su base transnazionale prescrizioni aggiuntive o più rigorose rispetto a quelle applicabili ai FIA commercializzati su base nazionale"[38].

---

[38] Cfr., per un commento, STEFANIN – GUSTATO, *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario, cit.*, dove si sottolinea che: "almeno in teoria, taluni Stati potrebbero optare per un regime di assoluta "preclusione" ad alcuna forma distributiva di FIA in favore di clienti non professionali, altri potrebbero decidere di sottoporre a un vaglio autorizzativo delle proprie autorità l'ingresso di FIA UE ove rivolto a tali clienti, altri ancora potrebbero richiedere il mero assolvimento della sola procedura di notifica anche in caso di commercializzazione presso investitori retail".

Ebbene, con specifico riferimento ai FIA italiani la novella del TUF stabilisce – in considerazione della circostanza che i Regolamenti di questi sono soggetti al vaglio preventivo della Banca d'Italia – una procedura di notifica alla Consob (e successiva comunicazione da parte di questa alla Sgr, in conseguenza della quale può essere avviata la commercializzazione), molto simile a quella precedentemente delineata in relazione alla commercializzazione presso investitori professionali; unica differenza la precisazione che la comunicazione debba essere trasmessa dopo aver verificato la completezza, la coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nella documentazione allegata alla notifica.

Con riferimento ai FIA non italiani (siano essi comunitari o no), invece, il legislatore ha optato per la predisposizione di un regime autorizzativo – di competenza della Consob, che agisce d'intesa con la Banca d'Italia – che consente a questi, quando già commercializzati nei confronti di investitori al dettaglio nello Stato di origine dei FIA stessi, di esserlo parimenti in Italia. Diverse sono, comunque, le condizioni – aggiuntive rispetto all'esperimento della procedura di notifica di cui sopra – che l'art. 44, co. 5, TUF, pone; esse tendenzialmente preordinate ad assicurare la compatibilità dei FIA non riservati che si intendono commercializzare in Italia con la normativa, con particolare riferimento alla struttura organizzativa e di gestione del rischio[39].

[39] Nel dettaglio, si prevede che La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, autorizza la commercializzazione se sono rispettate le seguenti condizioni (che si aggiungono, come detto, al rispetto della procedura di notifica): a) gli schemi di funzionamento e le norme di contenimento e di frazionamento del rischio di tali FIA sono compatibili con quelli previsti per i FIA italiani; b) la disciplina del depositario di FIA è equivalente a quella applicabile ai FIA italiani non riservati; c) il regolamento o lo statuto del FIA non consente trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori ai sensi dell'articolo 35-decies, comma 1, lettera d), e delle disposizioni dell'UE vigenti che disciplinano la materia; d) il modulo organizzativo adottato assicura in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali degli investitori in conformità alle disposizioni regolamentari dettate dalla Consob, sentita la Banca d'Italia; e) le informazioni da mette-

Profilo di elevata criticità – i cui sviluppi, d'altronde, non è possibile ipotizzare – è infine, quello attinente all'estensione del regime del passaporto europeo alla commercializzazione nell'Unione di FIA non UE da parte di GEFIA UE nonché alla gestione e/o la commercializzazione nell'Unione di FIA da parte di GEFIA non UE. Infatti, la direttiva (art. 67, par. 1) pone in capo all'ESMA il compito di elaborare, entro luglio 2015, una consulenza in tema, in base alla quale valutare, in considerazione, inter alia, del funzionamento del passaporto per i FIA europei e della tutela degli investitori, una tale estensione.

Costantino Lamberti

Trainee Lawyer presso DLA Piper

re a disposizione degli investitori al dettaglio prima dell'investimento risultano complete, coerenti e comprensibili.

L'UME TRA LIMITE STORICISTICO E RIFERIBILITÀ ALLA COESIONE POLITICA*.

(The European Monetary Union between historicistic limit and political cohesion)

ABSTRACT: *The global economic downturn has severely tested the ongoing political viability of the European monetary union. The Euro area is facing one of the most difficult moments since its creation and a reflection on how things are evolving is actually required. Europe seems to have reached a crossroads and several issues now need to be addressed: on one hand, the desire of new countries to enter Eurozone remains high and even justified by the potential advantages of joining a common currency area; on the other – however – many argue that the EU would crumble under a lack of political and fiscal union. Thus, an attempt to restore union-wide confidence should be performed in order to assess whether the European project is still a valid and feasible one.*

SOMMARIO: 1. Il trattato di Maastricht e l'Unione monetaria: ideologie e strumenti. - 2. I limiti di una costruzione incentrata sulla riferibilità alla sola «moneta unica»… - 3. *Segue*: … e su forme di indiscriminata integrazione tra i variegati paesi dell'UE. - 4. Le indicazioni della storia in ordine al necessario riferimento alla politica: alcune riflessioni conclusive.

1. Stipulato nel febbraio del 1992 ed entrato in vigore il primo gennaio dell'anno successivo dopo un lungo e difficile negoziato, il Trattato di Maastricht inaugura una nuova stagione nell'ambito del processo di integrazione europea che, intrapreso con l'istituzione della CECA, muove ora verso la definizione di

* Contributo approvato dai revisori.

un'unione politica da affiancare alla CEE.

Il Trattato dell'Unione Europea nello stabilire che «gli Stati membri e la Comunità agiscono nel rispetto dei principi di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza» (art. 102A) appare ispirato ad una ideologia liberista, caratterizzata dalla centralità dell' individualismo metodologico e delle motivazioni utilitaristiche in un contesto di autoregolazione del libero mercato capitalistico.

Va da se che le basi ed i principi che hanno portato alla redazione e all'applicazione del Trattato di Maastricht – nonché ai suoi successivi sviluppi normativi – debbano rinvenirsi in quei canoni di tradizione liberale che hanno informato la governance del sistema economico europeo negli ultimi venti anni, e cioè limitazione del dirigismo statale, ridimensionamento del governo politico sulle vicende di mercato, difesa delle libertà individuali e mantenimento delle dinamiche concorrenziali.

Tuttavia – come da alcuni recentemente evidenziato[1] – il Trattato sembrerebbe informarsi più coerentemente ai principi della Soziale Marktwirtschaft,[2] laddove si legge che «la Comunità ha il compito di promuovere […] un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra gli Stati membri» (art 2); di fatto dunque ci si riferisce ad un sistema economico in cui lo Stato non interferisce con la libera iniziativa del singolo ma interviene solo nella circostanza in cui il mercato fallisce nell'esplicare la sua funzione sociale.

Tale concezione è in parte riconducibile al filone di pensiero ordo-

---

[1] Cfr. PETRONI, *Istituzioni ed economia in Italia dal Trattato di Maastricht ad oggi*, in Federalismi.it del 21 novembre 2014.
[2] Cfr., uno dei più interessanti contributi sul tema, TREMONTI, *La paura e la speranza*, Milano, 2008.

liberalista e all'affermarsi di quell'idea di Costituzione Economica Europea, che ha poi rappresentato il presupposto istituzionale per l'attuazione delle previsioni normative del Trattato di Maastricht.[3]

Tuttavia, al fine di comprendere le origini del citato orientamento, occorrerà ricondurre la memoria all'era di Weimar e allo sforzo di alcuni intellettuali dell'epoca[4] che – confluito poi nell'opera di Franz Bohm e nei lavori della Scuola di Friburgo – si differenziò nella sostanza dal laissez-faire liberalism predicato dalla Scuola Austriaca, secondo cui l'ordine di mercato doveva affrancarsi dall'esistenza di un potere statuale che ne definisse i confini normativi.

Al contrario, esso poneva l'accento sulla necessità di garantire un sistema economico pienamente competitivo nell'ambito di un programma istituzionale che potesse permetterne il regolare funzionamento, ove cioè l'autorità statale fosse guardiano dell'ordine economico costituito, con poteri di intervento politicamente circoscritti e primariamente orientati alla stabilità monetaria, saldo deterrente di deficit strutturali[5].

Scevra dell'enfasi riconosciuta dai keynesiani all'uso delle politiche fiscali, l'impostazione economica di cui trattasi richiedeva che lo Stato costruisse solide e prevedibili istituzioni economiche il cui fondamento doveva rinvenirsi nell'idea di una vera e propria Costituzione economica (Wirtschaftsverfassung).

Non è un caso quindi che tale visione sia apparsa fin da subito ai proponenti di un soggetto unico europeo meritevole di particolare attenzione. Donde

---

[3] Cfr MESTMAECKER, *European Economic Constitution*, in *Basedow/Hopt/Zimmermann (Hrsg.), The Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, Bd. I, Oxford University Press, Oxford 2012, p. 587.

[4] Cfr., ad esempio, ai libelli di EUCKEN, *Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus*, e di RÜSTOW, *Interessenpolitik oder Staatspolitik?*, i quali per primi intesero la necessità di istituire una scuola economica di respiro liberale che potesse fungere da terza via nelle diatribe politiche/economiche del tempo.

[5] Cfr., anche, NEDERGAARD, *The Influence of Ordoliberalism in European Integration Processes - A Framework for Ideational Influence with Competition Policy and the Economic and Monetary Policy as Examples*, MPRA Paper n. 52331, pp. 5-6, 2013.

un processo di integrazione europea che – prima con il delinearsi delle libertà fondamentali previste nei Trattati della CEE e poi con l'adozione del Trattato di Maastricht e con l'implementazione dell'Unione Monetaria come complemento all'idea di 'Europa quale zona di stabilità'[6] – vede nell'UME un ulteriore strumento necessario per quell'armonizzazione economica e politica che gli Stati Europei avevano posto ad obiettivo primario della propria agenda istituzionale.

2. Concepita come prius di un più ampio progetto di integrazione sovranazionale, l'introduzione della moneta unica in Europa ha portato ai Paesi membri una serie di vantaggi quali, ad esempio, minore incertezza connessa all'eliminazione del rischio di cambio, ridotti costi di transazione e più ampia agibilità commerciale intra-europea.

Tuttavia, la situazione congiunturale ormai da anni sfavorevole unitamente ad un assetto istituzionale piuttosto fragile, ha spesso impedito di apprezzare realmente detti vantaggi.

Ed invero, la riferibilità ad una «single currency» ha animato nel tempo un vivace dibattito tra sostenitori e detrattori della stessa; la perdita di flessibilità – e dunque di autonoma reattività ad eventuali shock asimmetrici – assurge ad argomentazione di primario rilievo nelle tesi di quanti[7] avanzano perplessità in ordine alla validità della costruzione monetaria europea e alla definizione di quest'ultima come area valutaria ottimale.[8]

---

[6] Cfr. SALIN, *De la crise financiére á la crise de la dette et de l'euro*, in *L'actualité économique, Revue d'analyse économique*, 87, p. 511, 2011.
[7] Cfr., tra gli altri, KRUGMAN, *Fuori da questa crisi adesso!*, Milano, 2012.
[8] Cfr., sul punto, BINI SMAGHI – VORI *Rating the EC as an Optimal Currency Area: Is it Worse than the Us?* in *Banca d'Italia Discussion Paper*, n. 187, 1993; FRANKEL – ROSE *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, in *Economic Journal*, vol. 108, pp. 1009-1025, 1998 ove si sottolinea come molti dei criteri che individuano l'*ottimalità* dell'area valutaria (tra cui, ad esempio, mobilità del lavoro e trasferimenti fiscali) sono identificabili *ex post*, e cioè come risultato endogeno derivante dalla stessa unificazione monetaria.

A ben considerare, la refrattarietà di alcuni ad individuare nell'Euro l'efficace strumento attraverso cui possa definirsi lo Stato federale europeo sembra trovare fondamento nel recente esacerbarsi di tendenze 'eurofobiche' e disfattiste.

Da qui l'esigenza di comprendere – soprattutto alla luce dei recenti accadimenti[9] – quali siano i punti di debolezza dell'attuale assetto europeo nonché i limiti di un'integrazione basata prevalentemente sull'unione monetaria.

Sembra chiaro, infatti, che il mero trasferimento di sovranità monetaria dagli Stati membri in capo all'Unione si rivela insufficiente ai fini dell'avanzamento del progetto europeo se non si accompagna ad un più compiuto – e condiviso – programma di accentramento fiscale.[10]

Infatti, con l'adozione della moneta unica, i Paesi dell'area Euro hanno rinunciato alla possibilità di utilizzare gli strumenti della svalutazione/ rivalutazione e si sono trovati costretti a reagire agli shock esogeni con le sole politiche fiscali nazionali e, quindi, senza (di fatto) essere in grado di ridurre la volatilità ciclica o stimolare adeguatamente la domanda aggregata.

L'assenza di uno stabilizzatore fiscale – e cioè di un sistema di trasferimenti automatici[11] in grado di assorbire divari reali tra Paesi – corre il rischio nel lungo periodo di inasprire le differenze dei redditi nazionali all'interno dell'intera regione monetaria, mettendo in risalto la mancanza di un comune meccanismo di aggiustamento degli squilibri.

Un maggiore coordinamento delle iniziative fiscali condurrebbe gradual-

---

[9] Ci si riferisce qui alla situazione della Grecia e alle turbolenze innescate nel tessuto socio-politico continentale all'indomani nell'elezione del leader della sinistra nazionale Alexis Tsipras.

[10] Cfr., a tal proposito, MONACELLI, *Il cuore del problema: l'unione fiscale*, in *Lavoce.info* dell'8 agosto 2012.

[11] Cfr., sul punto, KRUGMAN, *Revenge of the optimum currency area*, in *The New York Times*, 24 giugno 2012.

mente ad una politica anticiclica in grado di attenuare le fluttuazioni o contrastare la depressione economica; donde la creazione di un comune bilancio che consentirebbe di attingere a mezzi di cui i Paesi membri (soprattutto quelli che versano in situazioni di dissesto) non dispongono individualmente.

D'altronde, la gravità della crisi finanziaria che l'Europa sta attraversando è dovuta almeno in parte alla mancanza di veri e propri presidi di governance fiscale che possano permettere un rapido intervento per correggere e mitigare gli shock di portata sistemica - sia esogeni che endogeni per quanto riguarda i confini dei singoli Stati membri - che possono contagiare l'intera Unione.[12]

La creazione di un fisco confederale[13] avrebbe il vantaggio di riconsegnare all'Europa, intesa come unica nazione, i principali strumenti di governo dell'economia (leva monetaria e fiscale):[14] e ciò con la possibile – e certamente auspicabile – conseguenza di una più equa redistribuzione delle risorse e una più efficace stabilizzazione del ciclo economico.

Non v'è dubbio, quindi, che la crisi continentale imponga una «maggiore integrazione» al fine di vedere cosa c'è «oltre all'Unione monetaria: l'unione dei mercati dei capitali e più in là forme realizzabili di unione fiscale che implica cessioni di sovranità».[15]

Ed infatti, un maggiore coordinamento delle politiche fiscali comporterebbe – a ragione – un potere più accentrato in seno agli organi europei[16] e ciò

---

[12] Cfr. ALLARD *et al.*, *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note n. 09, settembre 2013.

[13] Cfr., per un inquadramento più diffuso del tema, BALASSONE *et al.*, *Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the euro area*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Roma, 2014.

[14] Sulla necessità di una politica monetaria che vada di pari passo con quella fiscale cfr. KENEN, 1969.

[15] Così, nel dicembre scorso, il Ministro dell'Economia Padoan intervenendo in aula sul tema delle strategie per la crescita Ue.

[16] Sulle difficoltà di avviare una vera e propria centralizzazione della politica fiscale cfr. WYPLOSZ, *Fiscal discipline: rules rather than institutions*, in *National Institute Economic Re-*

con l'ovvio risultato di crescenti trasferimenti di sovranità politica dagli Stati membri all'Unione.

Tuttavia, come alcuni autori hanno evidenziato,[17] l'unificazione politica stenta a decollare e l'UE, sic stantibus rebus, continua a manifestare alcune disfunzioni: l'applicazione del principio di sussidiarietà[18] (con cui le comunità regionali demandano il potere decisionale ed attuativo ad aggregazioni sovranazionali) sembra rimanere perlopiù disattesa a causa di una scarsa propensione degli Stati nazionali alla mutualizzazione degli oneri.

Ciò stante le riflessioni[19] di chi ha nel tempo evidenziato «il bisogno di dar corso ad una coalizione orientata verso forme di 'costruttiva cooperazione'»[20] nonché l'esigenza di rifuggire da «'derivazioni paretiane', ossia mutamenti di percorso che muovono in direzione opposta all'unificazione politica».[21]

In tale contesto, è chiaro come un ruolo di prim'ordine sia quello rivestito dalla Banca Centrale Europea che – soprattutto negli ultimi anni sotto la guida di Mario Draghi – ha mostrato in più occasioni determinazione nel preservare il 'sogno' europeo.

Da ultimo, l'avvio di un programma di quantitative easing ha avuto – almeno nelle sue premesse – l'obiettivo primario di stimolare non solo la doman-

---

view, n.217.

[17] Cfr., tra le altre, la posizione di PIKETTY nell'intervista dal titolo '*Per salvare l'Unione Europea serve ben più di una banca centrale'*, pubblicata da *IlCorriere.it* il 23 gennaio del 2015.

[18] Cfr. anche PADOA-SCHIOPPA, *La sussidiarietà o del minimo governo*, Dossier Europa, n. 11, 1992.

[19] Cfr., da ultimi, VISCO, *Intervista rilasciata dal Governatore al giornale tedesco Welt am Sonntag*, visionabile su *www.bancaditalia.it* ove si legge: «L'euro è una moneta senza Stato. Lo potrà restare ancora per un po', ma questo non potrà essere lo stato finale. Il prossimo passo deve portare nella direzione di un'unione politica»; ed ancora, il neo eletto Presidente della Repubblica Italiana Sergio Mattarella che nel suo discorso di insediamento ha invitato a rilanciare «senza indugio la prospettiva di una vera unione politica».

[20] Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea*, Torino, 2013, p. 22.

[21] Cfr. SAVONA, *Le diverse vie per un'Europa unita*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2013, IV, p. 211.

da aggregata,[22] ma anche una rinnovata fiducia nella sostenibilità del debito dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria.

L'adozione di questo strumento non convenzionale sembra collocarsi a pieno nel cammino, intrapreso dalla BCE, verso la creazione di una vera central bank europea: una banca centrale, cioè, in grado di finanziare gli Stati solvibili e condizionare direttamente anche l'andamento delle variabili dell'economia reale.[23]

E' evidente dunque come la definizione dell'ambito di operatività della Banca Centrale Europea e l'eventuale riformulazione del suo mandato statutario debbano essere incluse nella nostra trattazione, non potendosi in tale sede escludere la riferibilità agli evidenziati limiti del SEBC «per il quale la stabilità dei prezzi è […] finalità prioritaria, pressoché esclusiva, fondata su un'improbabile separatezza fra andamento dei prezzi e andamento dell'attività economica, strettamente connessi».[24]

Del resto, pur avendo reagito tempestivamente nella gestione della crisi,[25] l'istituto di Francoforte ha nel tempo svolto con difficoltà il compito di trasmissione della politica monetaria che le è proprio: da un lato, il non essere 'lender of last resort' ne ha limitato (o perlomeno condizionato) l'intervento in ambito di supervisione e credito di ultima istanza; dall'altro l'assenza di un adeguato corrispettivo politico (situazione del tutto inedita per una banca centrale

---

[22] Sulle modalità con cui tale finalità possa essere efficacemente raggiunta cfr. GIAVAZZI - TABELLINI, *Effective Eurozone QE: Size matters more then risk-sharing*, 17 gennaio 2015, reperibile sul sito *www.voxeu.org*.

[23] Sull'evoluzione del ruolo svolto dalla BCE e più in generale dalle banche centrali cfr. ARCHER DAVID, *Roles and objectives of modern central banks*, in *Issues in the Governance of Central Banks - A report from the Central Bank Governance Group*, maggio 2009.

[24] Cfr. CIOCCA, *Le banche centrali dopo la crisi*, in *Apertacontrada* del 14 aprile 2014.

[25] Tra i numerosi interventi (limitati e temporanei) dell'Eurotower si richiami all'attenzione soprattutto il cd. *Securities Markets Programme* con cui essa intraprese - nel maggio del 2010 - il massiccio acquisto di titoli pubblici sul mercato secondario 'per assicurare la profondità e liquidità in quei segmenti di mercato […] disfunzionali'.

che si definisca tale) ne ha indebolito l'intensità dell'operato.

Tuttavia, con l'introduzione dell'Unione Bancaria e la definizione di un sistema di supervisione unico per le banche europee tale scelta – ispirata da motivazioni primariamente politiche - appare non più coerente con la nuova architettura istituzionale dell'Unione Europea.[26]

Ne discende l'esigenza – invocata da più commentatori[27] – di riformulare l'idea europea di central banking e, con essa eventualmente anche il mandato istituzionale della BCE.

Più nel dettaglio, si tratterebbe di attribuire statutariamente all'Eurotower il duplice compito di stabilizzazione dei prezzi da un lato, e supporto delle politiche economiche europee dall'altro.[28]

Nondimeno, allentare la rigidità delle regole di politica economica finora seguite – in merito soprattutto alla convinzione che un ampliamento della base monetaria si riveli alla lunga inflazionistico – aiuterebbe ad interpretare in modo più estensivo il mandato della BCE; quest'ultima – che alla stregua di una vera banca centrale sarebbe «forse l'unica istituzione preposta al governo dell'economia […] abilitata ad agire tanto con strumenti di mercato quanto con strumenti amministrativi»[29] – acquisterebbe così il ruolo (che le è proprio) di central bank, con un impegno mirante non solo alla stabilità dei prezzi e dei servizi ma anche e soprattutto a quella dei mercati e delle istituzioni finanziarie in genere.[30]

---

[26] Cfr., *ex multis*, GOODHART - SCHOENMAKER, *The ECB as lender of last resort?*, in *Voxeu.org* del 23 ottobre 2014.
[27] Cfr. tra tutti, ancora, DI TARANTO, *L'Europa tradita: Lezioni dalla moneta unica*, Roma, 2014.
[28] Cfr., sull'inscindibilità tra prezzi ed attività economiche, più approfonditamente, CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2015.
[29] Cfr. CIAMPI, *Funzioni e aspetti istituzionali del central banking: orientamenti e tendenze*, Lezione tenuta presso l'Università di Pavia in occasione del conferimento della laurea *honoris causa*, Pavia, dicembre 1991.
[30] Cfr., più diffusamente, VOLKER, *The Fed and the Big Banking at the Crossroads*, New

3. Il complesso percorso di integrazione europea passa inevitabilmente attraverso l'attività dei suoi protagonisti, gli Stati Membri, i quali svolgono un ruolo determinante nella definizione della morfologia europea.[31]

Di particolare rilievo – soprattutto negli ultimi anni– si è rivelato il processo di allargamento dell'Unione che, se da un lato rappresenta uno dei cardini fondamentali nell'ambito della costruzione sovranazionale europea, dall'altro impone sempre più urgenti interrogativi in merito alla rappresentatività democratica e all'efficacia operativa della medesima.

L'eterogenea platea dei Paesi candidati all'ingresso (la cui adesione è comunque improntata «al rigore, a condizioni stringenti ma eque, a criteri prestabiliti e al principio meritocratico»)[32] non sempre appare nella sua totalità idonea ad adattarsi all'acquis communautaire; e questo con riferimento sia al livello di qualità istituzionale che al grado di sviluppo dell'economia domestica che caratterizzano il Paese richiedente.

Esemplificativo di ciò è quanto accaduto nel 2004 con il perfezionarsi del cd. 'allargamento a big bang' che sancì l'entrata formale di un cospicuo numero di Stati, geograficamente situati ad est della vecchia cortina di ferro; tale transizione apparve prevalentemente ispirata da motivazioni politiche tese a ridisegnare l'assetto geopolitico europeo, integrandovi Paesi di tradizione ex-socialista.

York, 2013.

[31] Nell'ambito dell'Unione Monetaria ciò risulta essere ancora più significativo. Come ricordato più volte da Mario Draghi, al fine di riconquistare sovranità sul proprio destino economico, gli Stati membri devono sforzarsi di condividere la propria sovranità nazionale verso un percorso di maggiore integrazione politica. Si v. - tra gli altri - il discorso di Mario Draghi tenuto al World Economic Forum il 25 gennaio 2013.

[32] Cfr. il recente documento del CE dal titolo '*Strategia di allargamento e sfide principali per il periodo 2014-2015*' COM(2014) 700 *final*, aprile 2014.

L'inclusione, tuttavia, mostrò da subito carenze funzionali ed avvenne con non poche perplessità e malumori da parte di coloro che – fin dalle prime tappe di preadesione e sviluppo dei negoziati – avanzarono dubbi con riguardo alla possibilità di applicare in pieno l'acquis, e cioè richiedere ai Paesi candidati (in fase di redazione degli accordi bilaterali) la preventiva attuazione di riforme economiche e politiche[33] atte a garantirne il passaggio al ruolo di Stati Membri.

Così, l'ultima grande tornata di adesioni ha coinciso con un tacito deterioramento del sense of community alla base dell'Unione, diluendo in parte la coesione dei Popoli che abitano quest'ultima.

Il disuniforme coagulo di retaggi culturali, sovrastrutture politiche e condizioni economiche rischia col tempo di condurre a geometrie instabili, inidonee a promuovere la solidarietà paneuropea; e ciò con la consapevolezza di quanto possa rivelarsi difficoltoso replicare a livello 'allargato' le sinergie ed interazioni faticosamente prodotte negli scorsi decenni all'interno del nucleo dell'Europa ristretta.

Da qui la necessità di riflettere sulle modalità con cui si esplica l'ampliamento dell'UE ai fini di garantirne in primo luogo la sua fattibilità: e quindi, evitare che l' insorgere di sempre più ampie asimmetrie tra le strutture europee e le istituzioni degli aspiranti futuri Stati Membri finisca con l'acuire (anziché lenire) le frizioni che ostacolano un'efficace progettazione europea.[34]

---

[33] Al riguardo, la Commissione Europea specifica la necessità di soddisfare sia «criterio politico» con la presenza di istituzioni stabili che garantiscano la democrazia, lo stato di diritto, i diritti dell'uomo, il rispetto delle minoranze e la loro tutela» che uno «economico» grazie all'«esistenza di un'economia di mercato affidabile e la capacità di far fronte alle forze del mercato e alla pressione concorrenziale all'interno dell'Unione».

[34] A tal riguardo, è utile ricordare le parole del Cancelliere tedesco Angela Merkel la quale a margine di un vertice europeo nel 2013 puntualizzava quanto fosse necessario rendere l'eurozona un'area più coerente.

Preme altresì sottolineare come forme di indiscriminata integrazione rendano meno gestibile anche il malessere della popolazione continentale, mai come in questa fase storica disillusa circa la praticabilità del progetto europeo.

Ed infatti, in molti sembrano sottostimare il peso che una 'confusa' integrazione può avere sul senso di comunanza percepito dai cittadini europei, i quali di fatto non si sentono partecipi delle decisioni di allargamento dell'UE, non potendone influenzare la composizione.

Se, di conseguenza, l'inglobamento di nuove entità nazionali nel puzzle europeo viene avvertito come un'assimilazione verticale, il rischio che si corre è quello di alimentare la disaffezione degli abitanti UE negli confronti delle istituzioni europee, dando al contempo adito alle 'strumentalizzazioni' di chi (e ci si riferisce qui soprattutto a forze euroscettiche e populiste) agita lo spettro dell'allargamento come motivo di instabilità e deficit democratico.

Va tuttavia precisato che, in tale sede, di certo non ci si pronuncia a sfavore del progetto di diversificazione sovrastatale di cui trattasi, ma al contrario si auspica che esso sia gradualmente informato a nuovi principi attuativi in grado di dipanare eventuali dubbi con riferimento a: (i) trasparenza del processo decisionale, (ii) rappresentatività delle istituzioni comuni, (iii) convergenza dei valori di riferimento, (iv) coordinamento funzionale, e ovviamente (v) gestione della leadership.

Ne deriverebbe un assetto più bilanciato, capace di incanalare correttamente le sinergie che solo un bilanciamento tra tradizione identitaria e tendenza cosmopolita è in grado di generare; si tratta quindi di creare sì un neighbourhood più ampio e composito, ma di farlo secondo linee guida ben identificate (e coerenti) con la speranza che i variegati paesi possano col tempo maturare un certo senso di unità e condivisione.

4. Sebbene l'UME rappresenti sotto molto aspetti un unicum nella storia delle democrazie moderne, ai fini della nostra indagine sarà utile ricordare che essa non rappresenta – nel passato europeo degli ultimi 150 anni – l'unico tentativo di integrazione monetaria nel Vecchio Continente.

In molti sono a conoscenza, ad esempio, dell'esistenza della cd. Lega Latina che negli anni Sessanta dell'Ottocento nacque per iniziativa di Francia, Italia, Belgio e Svizzera con l'obiettivo di consentire la libera circolazione (ad un tasso di cambio fisso) delle proprie monete nazionali. Tali paesi, coscienti delle interrelazioni esistenti tra le proprie economie, decisero di proporsi come una vera e propria Unione Monetaria nel 1865.

In quella circostanza, i Paesi firmatari – che col tempo arriveranno ad includere anche altri paesi dell'area mediterranea – si impegnavano a scambiare diverse valute domestiche a patto che esse contenessero la stessa quantità di metallo prezioso; come è noto tuttavia la Convenzione Monetaria Latina, vuoi a causa delle oscillazioni nei prezzi di mercato di oro ed argento vuoi per le velleità individualistiche delle potenze di allora coinvolte, sfociò in quello che è stato definito 'bimetallismo zoppo'[35] e si concluse legalmente nel dicembre del 1925.[36]

Successivamente – e secondo lo stesso meccanismo di funzionamento – nel 1873 viene istituita l'Unione monetaria Scandinava che – includendo Danimarca, Norvegia e Svezia – rappresenta il primo tentativo di integrazione monetaria a coinvolgere anche le banconote.

Tuttavia, le affinità culturali e la sostanziale solidarietà tra i tre paesi nordici, se da un lato resero l'esperimento monetario scandinavo più duraturo

[35] Cfr. DE CECCO, *Moneta e Impero: Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914*, Torino, p 67.
[36] Cfr., per un approfondimento, WILLIS, *A History of the Latin Monetary Union. Chicago*, University of Chicago Press, 1901.

dell'omologo precedente latino, dall'altro si rivelarono insufficienti ad ammorbidire le spigolose (e apparentemente inconciliabili) posizioni degli Stati firmatari in materia di politica economica internazionale. Da qui un intrinsecamente fragile assetto 'comunitario' verrà prima messo a dura prova e successivamente smantellato con l'avvento della Grande Guerra e delle conseguenze nefaste che da essa derivarono.

Gli esempi sopra riportati forniscono evidenza storica di come le Unioni Monetarie siano spesso compromesse dal venir meno della coesione politica tra Paesi sottoscrittori.

Nel caso della Lega Latina, ad esempio, è facile ricordare come le prime sostanziali frizioni in seno al consorzio monetario derivarono da disaccordi politici tra Paesi coinvolti circa la possibilità di adottare una divisa monetaria unica; similmente, nell'ambito della convezione scandinava, dissensi in merito alle politiche economiche intraprese singolarmente dagli Stati Membri portarono progressivamente alla dissoluzione dell'accordo di collaborazione monetaria.

Tornando ai giorni nostri, se per alcuni versi è giusto ammettere che «un'unione monetaria è possibile solo in virtù di una sostanziale integrazione già acquisita fra i paesi europei»,[37] per altri è necessario constatare come un rafforzamento dell'accordo politico sia strumentale al 'completamento' dell'unione monetaria stessa.

Alla luce di quanto precede, il cammino verso una svolta confederale dell'Unione Europea sembra essere ancora lungo ed impervio. L'opacità della dialettica infra-nazionale unita alla disorganicità delle scelte collegiali sembra moderare negativamente l'effetto degli sforzi di coesione e convergenza cui si è assistito negli ultimi anni (si pensi – da ultimi – alla creazione dell'UBE o del

[37] Così, lo scorso gennaio Mario Draghi in un intervento rilasciato nell'ambito del 'Project Syndacate', il cui testo originale in lingua inglese è visionabile sul sito *www.ecb.europa.eu*.

SSM). Ne discende l'esigenza di recuperare la dimensione storica della progetto europeo,[38] ponendo a presidio della comune eredità identitaria il potere conformativo e funzionalizzante della politica.

Donde una ritrovata interpretazione in chiave aristotelica[39] dello strumento monetario (nomisma) che – nella sua stessa radice etimologica – racchiude l'esplicita riferibilità al nomos, e cioè a convenzioni legali e istituzionali che rendono commensurabile e praticabile l'agere degli individui.

E ciò, in definitiva, a dimostrazione di come l'economia trovi la razionalità del proprio funzionamento nella coerenza ed efficacia dell'indirizzo politico dalla quale essa si accredita.

Ilaria Supino

Ph.D. candidate presso l'Università Luiss G. Carli di Roma

[38] Sull'idea di preservare la *Lebensform* degli europei non solo nel contesto entro cui essa si è storicamente realizzata (dunque lo Stato nazionale) ma ora anche a livello sovrastatale cfr. HABERMAS, *La costellazione post-nazionale*, tr. it., Milano, 1999.
[39] Cfr. ARISTOTELE, *Etica nicomachea*, *passim*, Milano, 1996.